

MAYO 2019



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2019

Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Santa Rosa 441, Lima 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 613-2525
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Mayo 2019

ISSN 2664-2328

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N° 2019-06417

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
Area de Edición e Imprenta
Jirón Santa Rosa 441, Lima 1

Publicado en junio de 2019

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2019

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. SISTEMA FINANCIERO.....	9
II. MERCADO DE CAPITALS.....	45
III. SISTEMAS DE PAGOS.....	70

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1: Análisis de cosechas de tarjetas de crédito.....	19
Recuadro 2: Provisiones procíclicas.....	34
Recuadro 3: Revisión de metodología del modelo de prueba de estrés del BCRP.....	38
Recuadro 4: Régimen especial de jubilación anticipada (REJA) y régimen de jubilación anticipada ordinaria (JAO).....	59
Recuadro 5: Oportunidades para el desarrollo del mercado de capitales.....	66
Recuadro 6: Desafíos y barreras para el desarrollo de Bim	76
Recuadro 7: Monedas digitales de bancos centrales (CDBC).....	79

Prefacio

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tiene el mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria, lo que implica asegurar que la moneda nacional funcione adecuadamente como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor. Esto es posible solo si se mantiene la estabilidad financiera, es decir, si las actividades de intermediación de fondos, su infraestructura y los mecanismos de pagos y transferencias, se desarrollan sosteniblemente y con solidez para enfrentar choques internos y externos.

En este contexto, con el fin de preservar la estabilidad monetaria y financiera el BCRP evalúa los riesgos que afectan al sistema financiero, a los mercados de capitales y a los sistemas de pagos.

Como resultado de esta revisión, el BCRP publica, desde el año 2007, el Reporte de Estabilidad Financiera (REF) con el objetivo de identificar los riesgos que afectan la estabilidad financiera y considerar la aplicación de medidas preventivas para contener su impacto en el ámbito monetario y financiero.

Este documento se preparó con información financiera al cierre de marzo de 2019. El siguiente número se difundirá en noviembre de 2019 con cifras a setiembre de ese mismo año.



Resumen

- i. El sistema financiero peruano continuó manteniendo una posición estable en los últimos doce meses, en un contexto de crecimiento del crédito. El mayor dinamismo de las colocaciones permitió un aumento de la rentabilidad que se registró conjuntamente con una leve disminución de los indicadores de liquidez y de solvencia. Pese a ello, estos indicadores siguen siendo holgados y se ubican en sus niveles promedio del último quinquenio.
- ii. El crecimiento de los créditos se dio tanto en las empresas como en los hogares, en línea con la marcha de la actividad económica. No obstante, es necesario seguir monitoreando este crecimiento, especialmente en el crédito de consumo, a fin de prevenir un potencial sobreendeudamiento.
- iii. El ratio de morosidad se mantuvo prácticamente estable en los últimos doce meses. Esto se debe a que el leve aumento de la morosidad en los créditos a las empresas se compensó con la disminución de la morosidad en los hogares asociada a la mejora de los indicadores de empleo e ingresos y la selección de clientes por parte de las entidades financieras.
- iv. Las tasas de interés de los créditos corporativos disminuyeron en el primer trimestre de 2019, respecto a sus niveles alcanzados a fines del año pasado, debido a la desaceleración de la demanda de créditos en este sector, al aumento de los depósitos y a las operaciones de inyección de liquidez del BCRP realizadas en los últimos meses.
- v. La rentabilidad del sistema financiero continuó aumentando, por el crecimiento de los créditos, el menor gasto en provisiones y los menores gastos financieros resultantes de la recomposición de los pasivos.
- vi. En el reporte se presenta una simulación de un escenario macroeconómico adverso, caracterizado por una contracción de la actividad económica doméstica y una mayor aversión al riesgo de los inversionistas internacionales. Bajo estos supuestos se obtiene que el sistema financiero registraría un deterioro de sus indicadores financieros, aunque sin poner en riesgo su solvencia. Esta fortaleza se ha conseguido gracias a los importantes avances alcanzados en el ámbito de la estabilidad macroeconómica, disciplina fiscal y marco regulatorio.

No obstante, es importante continuar evaluando medidas prudenciales para reforzar la fortaleza del sistema y acumular provisiones suficientes para afrontar con éxito eventuales escenarios adversos.





- vii. El mercado de capitales doméstico se recuperó en el primer trimestre de 2019, en línea con la evolución de los mercados internacionales y de la actividad económica interna. Sin embargo, entre abril y mayo, el mercado bursátil registró un retroceso como resultado de la reactivación de las tensiones comerciales entre los Estados Unidos de América y China.

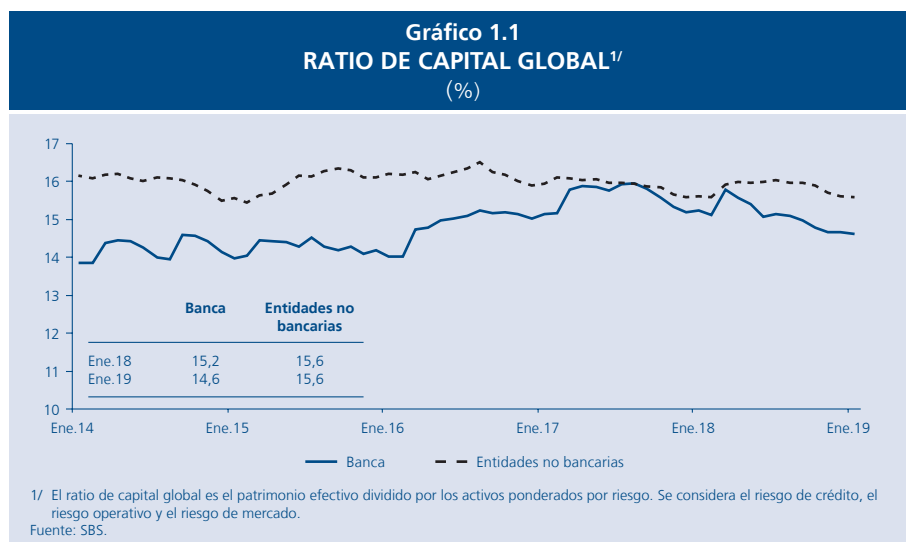
La evolución del mercado estará sujeta a los factores de riesgo provenientes del entorno internacional. Por ello, es relevante que las autoridades y el sector privado continúen con las acciones que permitan ampliar el grado de profundización y liquidez del mercado, a fin de atenuar los impactos de los eventos externos.

- viii. En el mercado de deuda pública, en los primeros meses del año se ha observado un mayor apetito por parte de los inversionistas no residentes que han renovado su interés por economías emergentes con sólidos fundamentos macroeconómicos. El riesgo de una liquidación rápida de las posiciones de los inversionistas no residentes, que equivalen al 7,4% del PBI a marzo de 2019, se encuentra limitado por la disponibilidad de depósitos del sector público, equivalentes a 13,1% del PBI. Sin embargo, la elevada participación de dichos inversionistas en la tenencia de los bonos soberanos representa una vulnerabilidad del mercado en el caso de que éstos decidieran liquidar rápidamente sus posiciones o cubrir su riesgo cambiario de forma más abrupta.
- ix. La cartera administrada por los fondos privados de pensiones ha corregido las pérdidas generadas en el año anterior, en un contexto de evolución favorable de los precios de los activos financieros en los mercados internacionales y locales.
- x. Con respecto a los sistemas de pagos, las transferencias de fondos de alto y bajo valor mantienen una tendencia de rápido crecimiento. Esta refleja una mayor aceptación de los pagos digitales por parte del público, en el contexto de una regulación que promueve la seguridad y la eficiencia de sistemas y acuerdos de pago, así como la innovación en el mercado de pagos peruano.

I. SISTEMA FINANCIERO

- El ratio de capital global del sistema financiero sigue siendo similar a su promedio del último quinquenio, a pesar de la leve disminución de dicho indicador en la banca en los últimos doce meses.**

El sistema financiero siguió reforzando su patrimonio efectivo mediante la capitalización de utilidades por parte de la mayoría de entidades financieras, así como por la emisión de bonos subordinados de la banca y por la obtención de préstamos subordinados por parte de las entidades no bancarias. A esto se le añade los aportes de capital en efectivo efectuados por los accionistas de las entidades financieras, especialmente en aquellas entidades con altos indicadores de morosidad y bajos niveles de rentabilidad. Estas acciones permitieron que el ratio de capital global de las entidades no bancarias (empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) se mantuviera estable en los últimos doce meses. Sin embargo, en la banca, dicho indicador se redujo por el mayor crecimiento de los créditos en comparación al patrimonio efectivo.

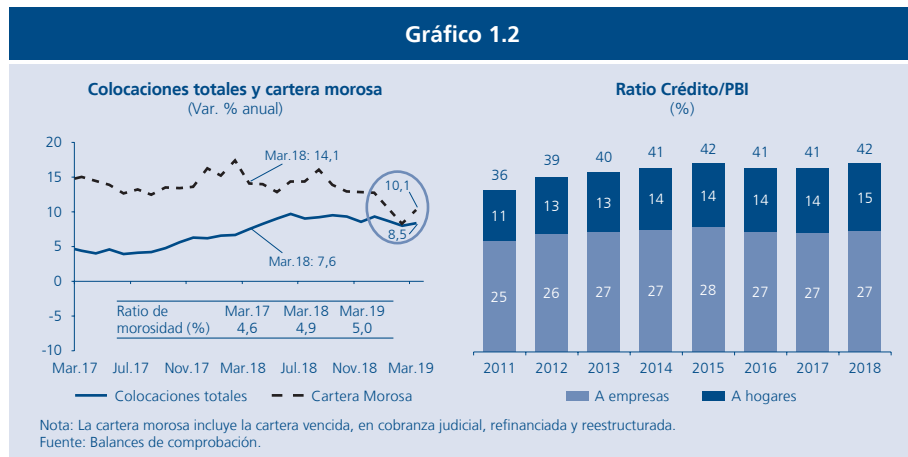




Colocaciones y Morosidad

2. En los últimos doce meses, las colocaciones siguieron con su proceso de crecimiento, lo cual incidió positivamente en el proceso de profundización financiera y la fortaleza del sistema financiero.

Los créditos continuaron expandiéndose, en línea con la evolución favorable de los indicadores de la demanda interna, el empleo y salarios, así como de un mayor esfuerzo de las entidades financieras por seleccionar clientes de mejor perfil crediticio y reforzar sus tareas de monitoreo y cobranza. Todo ello ha incidido en una desaceleración de la morosidad.



Como porcentaje del PBI, los créditos llegaron a representar el 42% en el año 2018, porcentaje mayor al del año anterior (41%) y al de 2011 (36%). Lo anterior refleja el crecimiento de la intermediación de los recursos del sistema financiero en la actividad económica. Sin embargo, la profundización financiera aún es baja comparada con la de algunos países de la región, entre ellos, Chile (112,6%) y Colombia (49,4%), aunque mayor a México (35,5%)¹.

El crecimiento de los créditos se ha dado principalmente en moneda nacional, por lo que se observa una disminución del ratio de dolarización en todos los tipos de crédito, especialmente en los créditos hipotecarios, los cuales, junto con los créditos de consumo y a las micro y pequeñas empresas (MYPE) presentan los más bajos ratios de dolarización en el sistema financiero.

¹ Estos datos corresponden al año 2017, según la base de datos del Banco Mundial.

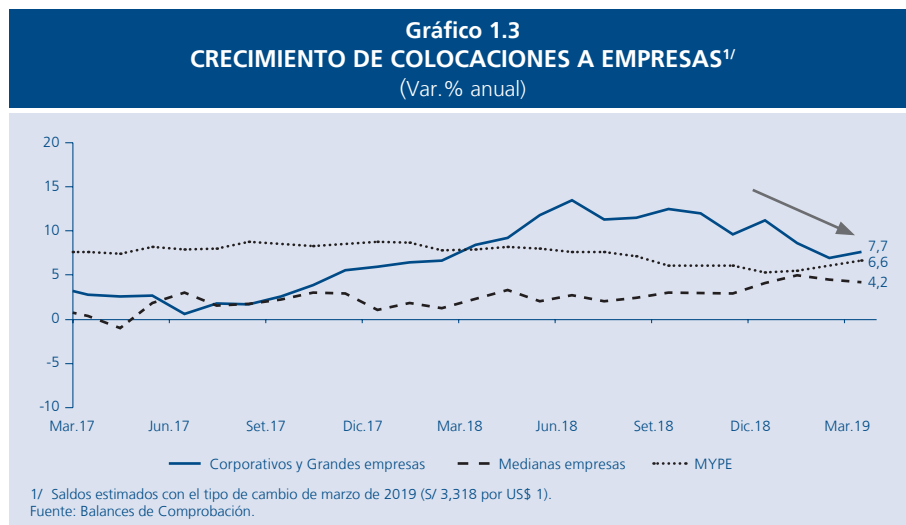
Cuadro 1.1 COLOCACIONES BRUTAS TOTALES DEL SISTEMA FINANCIERO ^{1/} (Millones de soles)								
	Saldo ^{1/}			Var. %		Dolarización (%)		
	Mar.17	Mar.18	Mar.19	Mar.18/ Mar.17	Mar.19/ Mar.18	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Total	264 244	284 226	308 267	7,6	8,5	28,5	29,3	27,9
A Empresas:	172 486	184 292	196 560	6,8	6,7	36,9	39,3	38,5
Corporativos ^{2/}	57 552	63 775	69 747	10,8	9,4	42,3	47,9	46,3
Grandes	38 944	40 848	42 893	4,9	5,0	51,8	56,2	56,3
Medianas	42 065	43 038	44 859	2,3	4,2	42,7	41,1	40,4
MYPE	33 925	36 631	39 061	8,0	6,6	3,6	3,2	2,6
A Hogares:	91 759	99 936	111 706	8,9	11,8	12,5	11,1	9,3
Consumo	51 252	55 974	63 808	9,2	14,0	5,5	5,2	4,8
Hipotecario	40 507	43 961	47 899	8,5	9,0	21,4	18,7	15,4

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2019 (S/ 3,318 por US\$ 1).
2/ Incluye préstamos a bancos multilaterales de desarrollo, entidades del sector público, empresas del sistema financiero, intermediarios de valores y empresas corporativas privadas.
Fuente: Balances de Comprobación.

La evolución descendente de la dolarización de los créditos ha permitido seguir reduciendo la vulnerabilidad de nuestra economía al riesgo cambiario, dada la estabilidad monetaria alcanzada en la últimas décadas y la implementación de las medidas prudenciales en los últimos cinco años, orientadas a desincentivar el crédito en dólares.

Empresas

- En las empresas, los créditos corporativos y a las grandes empresas se han desacelerado desde mediados de 2018, registrando un crecimiento cercano al del resto de empresas.





Entre el año 2017 y mediados de 2018, se observó un acelerado crecimiento de los créditos corporativos y a las grandes empresas. Un factor que explica esta evolución fue que algunas de estas empresas, especialmente las de mayor tamaño, sustituyeron sus deudas con el exterior con deuda con bancos locales y otras adelantaron su endeudamiento para sus operaciones ya planificadas. Esto se dio en un contexto de expectativas de incremento de tasas de interés internacionales durante el año 2018.

Cuadro 1.2
DEUDA PROMEDIO DE LAS EMPRESAS

	Número de deudores		Saldo ^{1/} (mill. S/)		Deuda promedio (miles S/)		Ratio de morosidad (%)	
	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19
A Empresas:^{2/}	2 573 838	2 784 087	184 292	196 560	72	71	5,1	5,3
Corporativos	948	744	63 775	69 747	67 273	93 746	0,2	0,7
Grandes	3 071	3 149	40 848	42 893	13 301	13 621	2,5	3,0
Medianas	32 818	35 303	43 038	44 859	1 311	1 271	10,8	11,4
MYPE	2 539 372	2 747 425	36 631	39 061	14	14	9,6	9,4

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2019 (S/ 3,318 por US\$ 1).
2/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.
Fuente: Reporte Consolidado Crediticio y Balances de Comprobación.

Ese contexto, sin embargo, cambió en el año 2019, debido a las menores expectativas de incremento de tasas de interés en los mercados financieros internacionales. Por ello, el proceso de sustitución de las deudas con el exterior por deuda con bancos locales se habría revertido. En lo que va del año, algunas empresas estarían financiándose en los mercados internacionales mediante emisiones de bonos o préstamos de bancos del exterior. Para lo que resta del año, el entorno de mejores términos de intercambio y mantenimiento de la confianza empresarial favorecería el crecimiento de las colocaciones mayoristas.

Por otro lado, los créditos a las **medianas empresas** y a las **MYPE** registraron un menor crecimiento, como resultado de los cambios en las políticas crediticias implementados por las entidades financieras para lograr una mejor selección de sus clientes. Adicionalmente, la deuda promedio de las medianas empresas registró una disminución en los últimos doce meses, como resultado de la reducción de la exposición de las entidades no bancarias a dichas empresas, para concentrarse en los créditos a las MYPE, los cuales les generan mayores niveles de rentabilidad y de dispersión de riesgo crediticio.

En los créditos a las **MYPE**, además, se observa una mejora en la calidad de los créditos que se refleja en la disminución del ratio de morosidad y de los castigos de cartera efectuados². En los últimos doce meses, los castigos de cartera representaron

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

el 2,5% de los créditos a las MYPE (versus 2,6% en igual período del año anterior). Esto es el resultado de las medidas implementadas por las entidades financieras, las cuales se han centrado en mejorar sus criterios de selección de clientes y en fortalecer sus áreas de administración del riesgo de crédito y su base patrimonial en los últimos tres años. De consolidarse estas medidas, los créditos a las MYPE retomarían su crecimiento sostenido, con una base más saludable en clientes con un mejor perfil de riesgo crediticio, lo cual incidirá en la fortaleza de las entidades que atienden al segmento de las MYPE en particular y del sistema financiero en general.

Lo anterior ha permitido que el proceso de inclusión de nuevos sujetos de crédito siga desarrollándose, en un entorno de mayor competencia entre las entidades financieras y de menores tasas de interés activas en soles (pasó de 19,8% a 18,5% en las pequeñas empresas y de 36,2% a 33,3% en las microempresas en los últimos doce meses), lo que finalmente redundará en una mayor eficiencia del sistema financiero.

4. El crédito en moneda extranjera se ha desacelerado en los últimos doce meses, por la mayor preferencia de las empresas por el endeudamiento en moneda nacional.

Esta desaceleración se presentó en todos los segmentos de crédito, debido a la expectativa de mayor costo del crédito en dólares registrada durante el año 2018. Adicionalmente, entre las empresas de mayor tamaño, se registraron amortizaciones de sus créditos en dólares que fueron sustituidos por emisiones de bonos corporativos y/o créditos en soles.

Por otro lado, los nuevos créditos en dólares continuaron dirigiéndose a las empresas de mayor tamaño que operan en los sectores transables (empresas mineras y de manufactura orientadas al comercio exterior) y de servicios públicos (principalmente electricidad y telecomunicaciones). Las empresas de estos sectores no están expuestas al riesgo cambiario crediticio, pues sus ingresos están denominados en dólares o vinculados al tipo de cambio. Además, algunas de ellas, sobre todo las de mayor tamaño, usan instrumentos financieros de cobertura que les permiten atenuar el riesgo cambiario.

**Cuadro 1.3
CRÉDITOS EN MONEDA EXTRANJERA A LAS EMPRESAS**

	Número de deudores		Saldo ^{1/} (mill. S/)		Var. %		Ratio de morosidad ^{1/} (%)	
	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18/ Mar.17	Mar.19/ Mar.18	Mar.18	Mar.19
	A Empresas:^{1/}	44 806	42 547	21 801	22 786	13,5	4,5	3,6
Corporativos	575	555	9 207	9 735	25,4	5,7	0,02	1,0
Grandes	2 422	2 484	6 914	7 276	13,8	5,2	2,5	3,1
Medianas	13 575	13 565	5 328	5 467	-1,6	2,6	10,2	9,8
MYPE	28 231	26 648	352	307	-5,1	-12,7	22,9	23,9

1/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.
Fuentes: Balances de Comprobación y Reporte Consolidado Crediticio.





Por su parte, los créditos en moneda extranjera concedidos a las MYPE se contrajeron en los últimos doce meses, siguiendo con el proceso de desdolarización observado en los últimos cinco años en este segmento. Además, este financiamiento es poco relevante para las MYPE, dado que el 2,6% del saldo de créditos es en moneda extranjera que ha sido concedida al 1% de las MYPE.

5. **El ratio de morosidad de los créditos a las empresas aumentó ligeramente en los últimos doce meses, como resultado del proceso de sinceramiento de los malos créditos otorgados a las empresas pertenecientes a los sectores de construcción, inmobiliario y manufactura.** Esto se ha dado principalmente en las carteras de las medianas empresas de los bancos y de las entidades no bancarias.

El menor dinamismo en la ejecución de obras por parte de un grupo de empresas constructoras conllevó al incumplimiento de pagos de créditos otorgados en años anteriores. Asimismo, la desaceleración de las ventas de proyectos inmobiliarios afectó la capacidad de pago de algunas empresas de este sector. En el rubro de manufactura, un grupo de empresas registró incumplimientos de pago por la menor demanda de bienes de capital, como resultado del menor avance en la ejecución de proyectos de construcción y de inversión. Lo anterior afectó principalmente a los bancos grandes y medianos. Por ello, estos bancos tomaron medidas correctivas en su política crediticia, ajustando los parámetros de su modelo de selección de deudores.

Cuadro 1.4
RATIO DE MOROSIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO^{1/}
(%)

	Sistema Financiero			Banca			Entidades no bancarias		
	Mar.17	Mar.18	Mar.19	Mar.17	Mar.18	Mar.19	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Empresas:	4,7	5,1	5,3	4,2	4,5	4,7	8,4	9,1	9,8
Corporativos	0,1	0,2	0,7	0,1	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Grandes	2,0	2,5	3,0	2,0	2,5	3,0	8,1	5,9	6,4
Medianas	9,8	10,8	11,4	9,8	10,8	11,1	10,0	11,6	15,9
MYPE	9,5	9,6	9,4	10,6	10,3	9,8	8,3	8,9	9,0

1/ Corresponde a la cartera morosa como porcentaje de las colocaciones brutas. La cartera morosa incluye la cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada.

Fuente: Balances de Comprobación.

En el segmento de las MYPE, el aumento de la morosidad se explicaría por el deficiente modelo de concesión con el cual algunas entidades no bancarias operaron en los últimos años. Además, un grupo de deudores (principalmente de los sectores de comercio y agricultura del norte del país) no logró recuperarse tras los efectos del Fenómeno El Niño. Esto explica la actual situación de fragilidad de dichas entidades que se refleja en sus altos niveles de morosidad y bajos niveles de rentabilidad.

Para contener el aumento de la morosidad, esas entidades en situación frágil iniciaron un proceso de reorganización interna con el apoyo de sus accionistas, por el cual redujeron su exposición a los segmentos de mayor riesgo y revaluaron

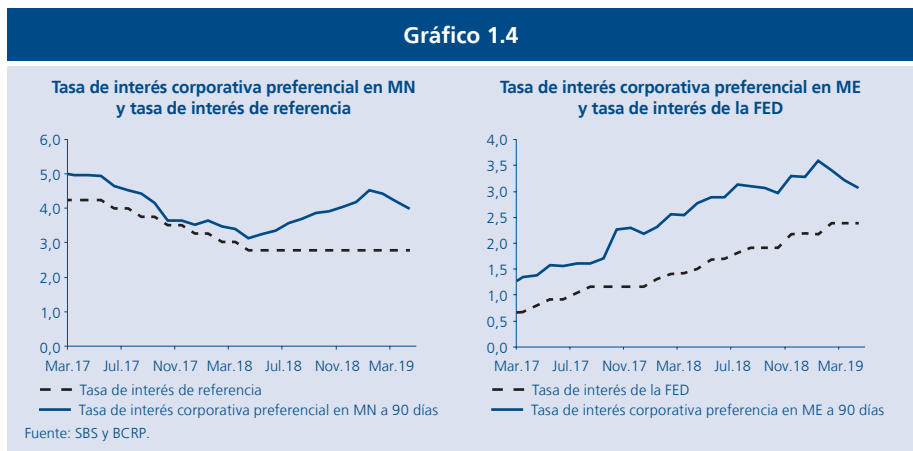
integralmente su política crediticia, lo cual les permitirá seguir reduciendo sus niveles de morosidad y luego, alcanzar un mayor crecimiento de sus colocaciones.

Cabe señalar que el resto de las entidades no bancarias registraron menores ratios de morosidad, reflejando sus mejores políticas de selección de clientes y de gestión de riesgos.

Tasas de interés corporativas

6. En lo que va del año, se observa una corrección de las tasas de interés corporativas, luego del cambio de las expectativas hacia un menor ajuste de la política monetaria de las principales economías desarrolladas.

Las tasas de interés corporativas en moneda nacional registraron aumentos principalmente en el último trimestre del año 2018 por la confluencia de diversos factores como la recuperación de la demanda de créditos, las expectativas de alza de la tasa de interés de referencia del BCRP y la mayor demanda por depósitos a plazo de algunos bancos. Esto último se evidenció en una competencia más intensa en las subastas de depósitos de las entidades del sector público, lo que originó un mayor costo de las captaciones a plazo. La tendencia alcista de las tasas de interés se revirtió en el año 2019, debido a la desaceleración de la demanda por créditos de las empresas de mayor tamaño y al cambio en las expectativas de mercado sobre la evolución futura de las tasas de interés.



En moneda extranjera, además, las reducciones en la tasa de encaje efectuadas por el BCRP compensaron parcialmente el efecto del aumento de las tasas de interés internacionales sobre las tasas de interés locales de los créditos corporativos. El BCRP viene reduciendo el límite máximo de su tasa media de encaje en moneda extranjera desde inicios del año 2017.

Hogares

7. Los créditos a los hogares del sistema financiero registraron una recuperación de su crecimiento en los últimos doce meses.





Esto se dio principalmente en los créditos de consumo, lo cual vino acompañado de menores niveles de tasas de interés de dichos créditos (la tasa de interés promedio en moneda nacional se redujo de 43,9% a 40,8%). Adicionalmente, destaca el mayor crecimiento de las tarjetas de crédito.

Cuadro 1.5 DEUDA Y MOROSIDAD DE LOS HOGARES EN EL SISTEMA FINANCIERO								
	Número de deudores		Saldo ^{1/} (mill. S/)		Var. %		Ratio de morosidad (%)	
	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18/ Mar.17	Mar.19/ Mar.18	Mar.18	Mar.19
Total Hogares^{2/}	4 823 429	4 925 042	99 936	111 706	8,9	11,8	4,7	4,4
Consumo	4 703 909	4 805 478	55 974	63 808	9,2	14,0	5,4	4,8
Tarjetas	2 844 974	2 948 121	20 290	23 501	3,9	15,8	6,0	4,8
Préstamos ^{3/}	3 087 718	3 167 447	35 684	40 306	12,5	13,0	5,1	4,8
Hipotecarios	249 287	259 935	43 961	47 899	8,5	9,0	3,8	4,0

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de marzo de 2019 (S/ 3,318 por US\$1).
2/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.
3/ Corresponde a los créditos no revolventes que se otorgan en la modalidad de cuotas.
Fuente: Balances de Comprobación.

8. El crecimiento de los créditos de consumo ha venido acompañado con un aumento de la deuda promedio, aunque con una disminución del ratio de morosidad.

La expansión se viene dando en los créditos de mayor tamaño y en los bancos grandes. Esto no representaría un riesgo generalizado en el sistema financiero, dado que, además, viene acompañado de mejores niveles de empleo y de salarios, en línea con la evolución favorable de la demanda interna.

Asimismo, el análisis de cosechas efectuado muestra que los nuevos créditos concedidos en los últimos doce meses presentan mejores indicadores de morosidad que los créditos concedidos en años anteriores.

Cuadro 1.6 SISTEMA FINANCIERO: INDICADORES DE DEUDA DE CONSUMO			
	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Deuda Promedio (S/)	11 287	11 883	13 278
Var. % anual de deuda promedio	3,8	5,3	11,7
Ratio de morosidad (%)	5,5	5,4	4,8

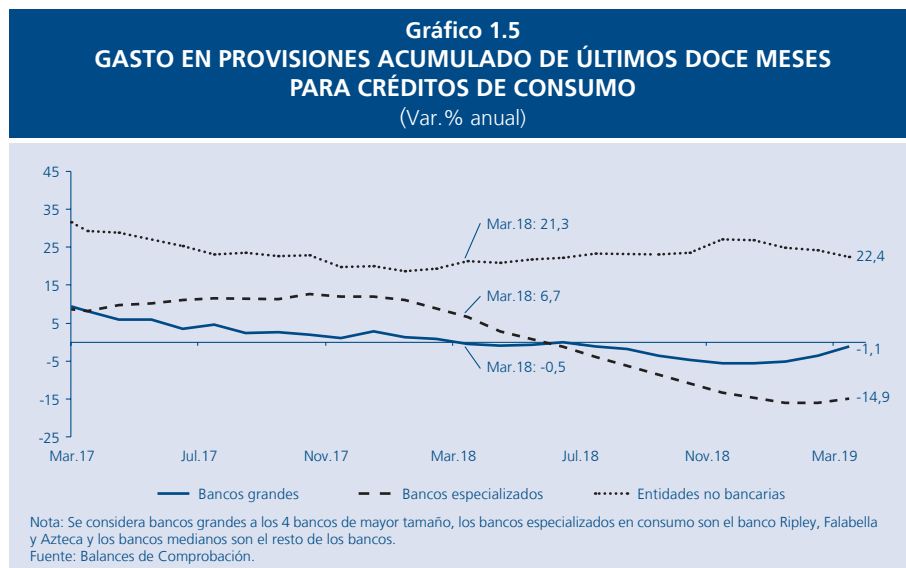
Fuente: Registro Consolidado Crediticio y BCRP.

Sin embargo, ante un eventual deterioro del ciclo económico, los créditos de consumo podrían perder dinamismo y deteriorar su calidad de cartera. Los créditos

de consumo se encuentran entre los más sensibles al crecimiento económico, por lo que es importante un continuo monitoreo de los mismos, a fin de evitar un potencial sobreendeudamiento.

9. **La mejor calidad de los créditos de consumo se refleja también en la desaceleración del gasto en provisiones.** En la banca, esta desaceleración se viene dando desde el año 2017, en línea con los mejores indicadores de consumo privado y por la consolidación de medidas correctivas implementadas en sus políticas crediticias en años anteriores. Se observa inclusive una contracción del gasto en provisiones desde la segunda mitad del año 2018, dada la mejor selección de los deudores.

Sin embargo, en las entidades no bancarias (concentran el 21,1% del total de créditos de consumo), el gasto en provisiones continúa creciendo a tasas altas. Estas entidades registran mayores ratios de morosidad debido a que atienden segmentos de mercado compuestos por clientes de mayor riesgo crediticio. La mayor morosidad se ha dado principalmente en las financieras, las cuales presentan los mayores niveles de solvencia (ratio de capital global de 16,8%) y, además, están tomando medidas correctivas para contener este deterioro de cartera.



10. **En el segmento de tarjetas de crédito, la mejor calidad de los créditos reflejaría el mayor financiamiento concedido a los sectores con menor riesgo crediticio.**

El mayor crecimiento de las tarjetas de crédito se registra en las personas con un rango alto de línea de crédito, superior a S/ 60 mil. En este rango, se encuentran





las personas con mayores ingresos³ y del sector formal que registran un menor ratio de morosidad. Este segmento es atendido por las entidades bancarias, las cuales estarían operando en este mercado con mejores tecnologías de riesgo de crédito.

Cuadro 1.7 SISTEMA FINANCIERO: CARACTERÍSTICAS DEL SALDO DE TARJETAS DE CRÉDITO POR RANGO DE LÍNEA DE CRÉDITO ^{1/}								
Rango de línea de crédito	Saldo (Millones S/)			Var. Anual (%)		Ratio de Morosidad (%)		
	Mar.17	Mar.18	Mar.19	Mar.18/ Mar.17	Mar.19/ Mar.18	Mar.17	Mar.18	Mar.19
Menor a S/ 3 mil	1 679	1 707	1 815	1,7	6,3	26,5	24,2	23,3
Entre S/ 3 mil a S/ 8 mil	2 775	2 771	2 931	-0,1	5,8	6,1	5,5	5,1
Entre S/ 8 mil a S/ 20 mil	4 544	4 539	4 995	-0,1	10,1	6,0	5,6	3,9
Entre S/ 20 mil a S/ 60 mil	6 814	6 843	7 662	0,4	12,0	4,6	4,2	2,9
Mayor a S/ 60 mil	3 690	4 388	6 099	18,9	39,0	3,0	2,8	2,4
Total	19 502	20 248	23 501	3,8	16,1	6,7	6,1	4,8

1/ Los rangos de línea de crédito se elaboraron utilizando las líneas totales a nivel de entidad financiera. Si un cliente cuenta con más de una tarjeta de crédito en entidades financieras diferentes, los saldos de esas tarjetas de crédito son considerados por separado.
Fuente: Registro Consolidado Crediticio y Balances de Comprobación.

Las entidades bancarias vienen implementando modelos de selección y estimación de ingresos de deudores, con la finalidad de captar clientes con adecuados perfiles de riesgo. Asimismo, han venido desarrollando nuevas herramientas tecnológicas (plataformas virtuales, bancos de datos que facilitan la evaluación crediticia, entre otros) que han permitido alcanzar mayores niveles de eficiencia en el proceso de concesión de crédito.

Las deudas de menores montos, que registran niveles de morosidad relativamente más altos, han registrado bajas tasas de crecimiento, como resultado de las medidas correctivas implementadas por las entidades bancarias y financieras especializadas que concentran sus operaciones en estos segmentos. Entre estos ajustes destacan los criterios más rigurosos para la selección de deudores, la reducción a la exposición a segmentos con mayor riesgo crediticio y el fortalecimiento de áreas de riesgos y cobranzas.

Lo anterior muestra que el crecimiento del segmento de tarjetas de crédito ha venido acompañado de menores indicadores de morosidad. Sin embargo, esta expansión podría generar un potencial sobreendeudamiento, lo que aumentaría la probabilidad de impago de deudas. Por ello, se realizó el análisis de cosechas al segmento de tarjetas de créditos. Los resultados muestran una mejora en la calidad de las tarjetas de créditos concedidas en el año 2018 tanto por los bancos como por las entidades no bancarias.

3 Según las entidades, para rangos de deuda altos, existe una alta correlación entre los ingresos del cliente y la línea de crédito aprobada. Sin embargo, esta relación es menos clara para los clientes de menores ingresos debido a que muchos de ellos cuentan con ingresos informales no declarados. Por ello, las entidades usan otras variables para estimar la línea de crédito, como por ejemplo frecuencia de compras en supermercados, número y frecuencia de uso de productos obtenidos por cross-selling y variación de saldo de deuda en últimos meses.

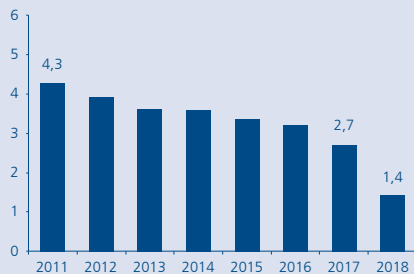
Recuadro 1
ANÁLISIS DE COSECHAS DE TARJETAS DE CRÉDITO

La metodología de “Análisis de Cosechas” (*vintage analysis*) es utilizada por las entidades financieras para evaluar los resultados de sus políticas crediticias. El análisis de cosecha se refiere al seguimiento en el tiempo del desempeño de los créditos otorgados a un conjunto de individuos en un periodo específico, cuantificando los créditos morosos.

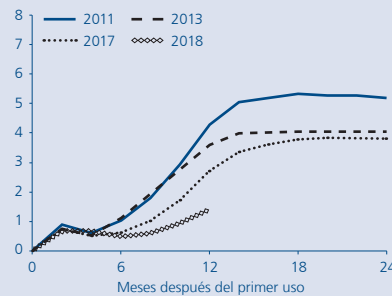
El “Análisis de Cosechas” se llevó a cabo para la cartera de tarjetas de crédito de los bancos grandes, de los bancos especializados y de las entidades no bancarias. Para efectos del análisis, se tomaron cuatro cosechas cuyos indicadores de morosidad son analizados en los siguientes 6 meses desde la concesión del crédito.

Por ejemplo, en el siguiente gráfico de barras se observa que, en promedio, las cosechas de las tarjetas de crédito de los bancos grandes durante el año 2018 registraron una morosidad de 1,4% al sexto mes de su concesión, menor a la morosidad de años anteriores. En el gráfico de líneas, se aprecia que el indicador de morosidad en cada cosecha tiene diferente pendiente. La cosecha del año 2011 muestra un mayor indicador de morosidad que la cosecha de 2018, comparándolas en los primeros 6 meses de evolución de cada cosecha.

Bancos Grandes: Cosechas de Tarjetas de Crédito
(Ratio de morosidad después de 6 meses de primer uso)



Bancos Grandes: Cosechas de Tarjetas de Crédito
(Ratio de morosidad)



Fuente: Reporte Consolidado Crediticio.

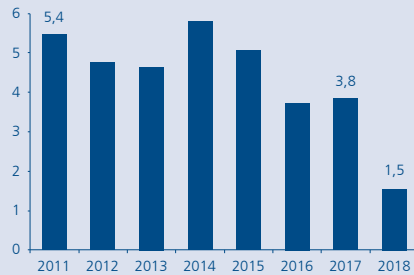
La mejor calidad de cartera de las tarjetas de crédito otorgadas por los bancos grandes en 2018 respondería a la recuperación del crecimiento económico y a los mejores indicadores de ingresos y de empleo. Estas entidades otorgaron créditos principalmente a personas de ingresos medio o alto, los cuales tienen un mejor perfil crediticio y suelen beneficiarse más rápidamente del dinamismo económico.

Una similar evolución de la morosidad se registra en las tarjetas de créditos de los bancos especializados. La cosecha promedio de las tarjetas de crédito concedidas durante 2018 presentan ratios de morosidad inferiores a los de años previos. Esto es el resultado de la consolidación de los ajustes de política crediticia aplicados para contener el avance de la morosidad de los créditos otorgados en los años anteriores.

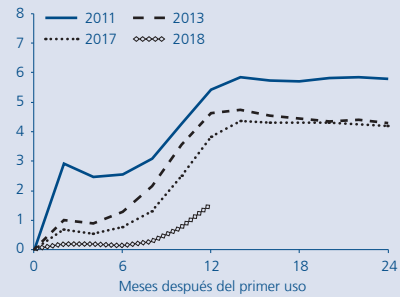




Bancos Especializados de Cosechas de Tarjetas de Crédito
(Ratio de morosidad después de 6 meses de primer uso)



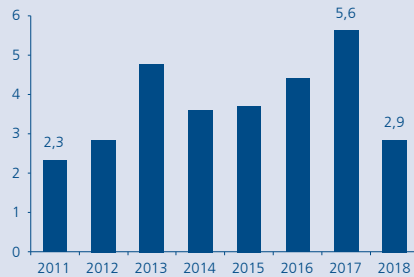
Bancos Especializados: Cosechas de Tarjetas de Crédito
(Ratio de morosidad)



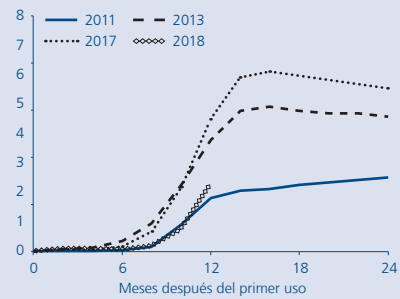
Fuente: Reporte Consolidado Crediticio.

La morosidad de las tarjetas de crédito otorgadas por las entidades no bancarias en el año 2018 también fue menor respecto a la registrada en años previos y es similar a los mínimos registrados en el año 2011. Las cosechas entre los años 2013 y 2017 se deterioraron con mayor rapidez y alcanzaron niveles de morosidad más elevados que el resto de cosechas. Estos resultados reflejarían una flexibilización en la política crediticia de algunas entidades que permitió la entrada de clientes de mayor perfil de riesgo en esos años.

No Banca: Cosechas de Tarjetas de Crédito
(Ratio de morosidad después de 6 meses de primer uso)



No Banca: Cosechas de Tarjetas de Crédito
(Ratio de morosidad)



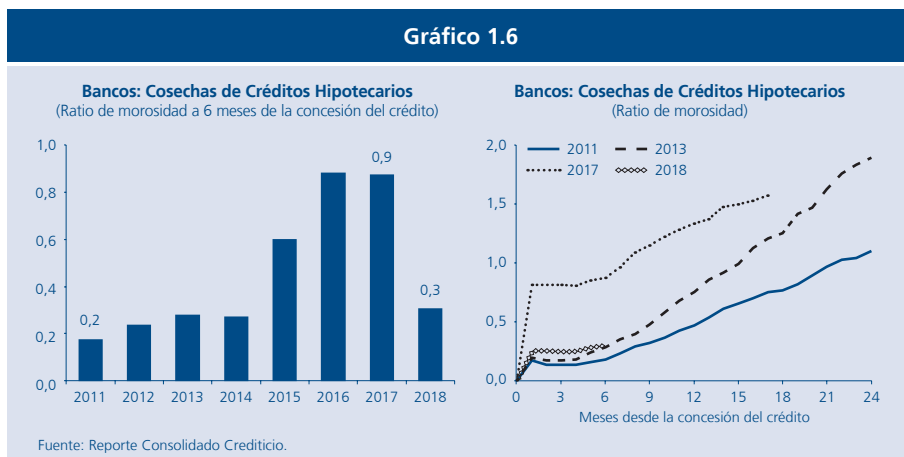
Fuente: Reporte Consolidado Crediticio.

Para contener la morosidad, las entidades no bancarias tomaron medidas correctivas en sus procesos crediticios, por lo que ajustaron sus modelos de selección de deudores, reforzaron sus áreas de negocios y riesgos y redujeron la dolarización de los créditos otorgados. La implementación de esas medidas tuvo efectos positivos en los indicadores de morosidad de la cosecha del año 2018.

Por ello, se espera que la morosidad de la cosecha del año 2018 se establezca en niveles similares a los observados en aquellos años. La mejor calidad de cartera se explicó por el adecuado control del riesgo crediticio realizado por las financieras especializadas en créditos de consumo.

Del análisis efectuado, se aprecia que los nuevos préstamos concedidos en el año 2018 vienen presentando mejores indicadores de calidad de cartera con respecto a las cosechas de años previos. Esta favorable evolución estaría asociada tanto a las condiciones económicas como a una mejor selección de clientes por parte de las entidades financieras. Estos resultados indicarían que no hay evidencia de un riesgo generalizado de la cartera de tarjetas de crédito para los próximos meses.

- 11. Los créditos hipotecarios otorgados en el año 2018 registraron una mejor calidad de cartera.** Esto sería el resultado de las medidas tomadas por las entidades financieras para lograr una mejor selección de los deudores.



Entre los años 2015 y 2017 los créditos concedidos registraron mayores ratios de morosidad, debido a las políticas más flexibles aplicadas por las entidades, que permitieron el ingreso de clientes más riesgosos en sus carteras. Sin embargo, los nuevos créditos hipotecarios otorgados durante el año 2018 estarían presentando una menor morosidad, similar a los observados en los años 2011 y 2013. Según estos resultados, y de continuar con un entorno doméstico favorable, la morosidad de los créditos hipotecarios seguiría siendo menor que en años anteriores.

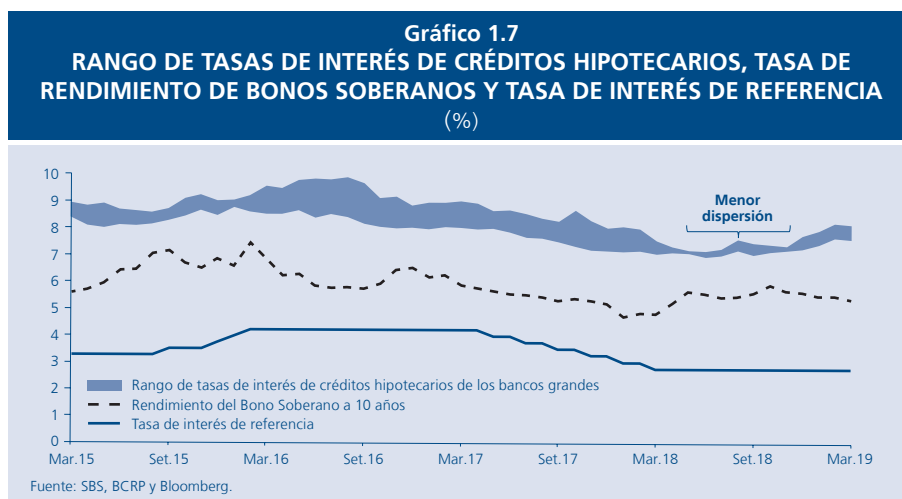
- 12. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios se mantuvieron estables en el segundo semestre de 2018, aunque su dispersión se redujo como resultado de una mayor competencia en este mercado.**

Desde inicios del año 2016 hasta mediados de 2018, las tasas de interés de las hipotecas siguieron la evolución descendente de la tasa de interés de referencia del BCRP y de los rendimientos de los bonos soberanos. En el segundo semestre de 2018, las tasas de interés de las hipotecas se mantuvieron prácticamente estables,





lo cual vino acompañado con una disminución de la dispersión⁴ de las tasas de interés cobradas por los bancos grandes, los cuales concentran el 86,6% de los créditos hipotecarios.



Desde inicios de 2019, las tasas de interés de las hipotecas registraron un leve aumento, lo cual amplió su *spread* con respecto al rendimiento de los bonos soberanos (estos rendimientos inclusive se redujeron en lo que va del año por la mayor demanda de los inversionistas no residentes). El aumento de las tasas de interés de las hipotecas obedece a la mayor participación de créditos hipotecarios de menor tamaño concedidos a los clientes de menores ingresos, quienes usualmente tienen un mayor riesgo crediticio y se les asigna una mayor tasa de interés activa.

La menor dispersión de tasas interés de créditos hipotecarios indicaría una mayor competencia de los bancos. En el mercado de créditos hipotecarios existe un segmento de clientes de muy bajo riesgo crediticio por los cuales los bancos compiten más agresivamente, ofreciendo menores tasas de interés. Este segmento accede a menores tasas de interés dado que tienen asociado un menor gasto esperado en provisiones.

Durante el año 2018 se registró una mayor competencia por capturar clientes antiguos mediante operaciones de compra de deuda. Estas operaciones se intensifican debido a la disminución de las tasas de interés.

La reducción de la tasa de interés de política monetaria desde el año 2016 a la fecha (de 4,25% a 2,75%) y de las tasas de interés de los créditos hipotecarios (8,52% a 7,9% en promedio) dinamizó nuevamente las operaciones de compra de deuda en el primer semestre de 2018. En este periodo, se observaron importantes campañas

4 Medida como el rango de las tasas de interés promedio de los cuatro bancos grandes.

de compra de deuda en las cuales se ofrecieron tasas de interés de alrededor de 6% a determinados clientes (de mejor perfil crediticio) y otros beneficios tales como la exoneración de gastos notariales.

Cabe indicar que las compras de deuda se desaceleraron en el segundo semestre debido a las expectativas de alza de tasas de interés internacionales que se tenían en el mercado hasta inicios del año 2019. Para lo que resta del año, considerando un entorno internacional favorable y con menor incertidumbre en torno al proceso de normalización monetaria de la FED, las tasas de interés hipotecarias podrían continuar disminuyendo, favoreciendo así la competencia en este segmento.

Fuentes de financiamiento y liquidez

13. El sistema financiero continuó recomponiendo sus pasivos como resultado del aumento sostenido de los depósitos, con lo cual redujo su dependencia del financiamiento externo.

Cuadro 1.8 SISTEMA FINANCIERO: PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIAMIENTO (Millones de soles)							
	Saldo			Flujo		Variación %	
	Mar.17	Mar.18	Mar.19	Mar.18/ Mar.17	Mar.19/ Mar.18	Mar.18/ Mar.17	Mar.19/ Mar.18
Depósitos Totales^{1/}	243 545	262 948	286 570	19 403	23 622	8,0	9,0
Moneda Nacional (S/)	138 040	159 781	182 676	21 741	22 895	15,7	14,3
Moneda Extranjera (millones de US\$)	31 798	31 093	31 312	-705	219	-2,2	0,7
Adeudados con el exterior	28 327	29 510	28 963	1 183	-547	4,2	-1,9
Corto Plazo (millones de US\$)	2 329	2 747	2 554	418	-192	18,0	-7,0
Largo Plazo (millones de US\$)	6 209	6 147	6 175	-62	28	-1,0	0,5
Operaciones de reporte con el BCRP	28 685	18 653	16 228	-10 032	-2 425	-35,0	-13,0
Valores emitidos	19 902	21 714	21 614	1 812	-100	9,1	-0,5

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio constante a marzo de 2019 (S/ 3,318 por US\$ 1).
Fuente: Balances de Comprobación.

El aumento de los depósitos en el sistema financiero se dio en la mayoría de entidades financieras por las captaciones en moneda nacional. Los depósitos en moneda extranjera disminuyeron ligeramente, lo cual llevó a que el ratio de dolarización de los depósitos continuara con su tendencia decreciente (pasó de 38,6% a 36,3% en los últimos doce meses). Por modalidades, la expansión del ahorro se dio principalmente en los depósitos a la vista y de ahorro, los cuales son los pasivos menos costosos. Esto se ha dado principalmente en la banca, lo que le permitió reducir sus gastos financieros y mejorar la generación de sus utilidades.

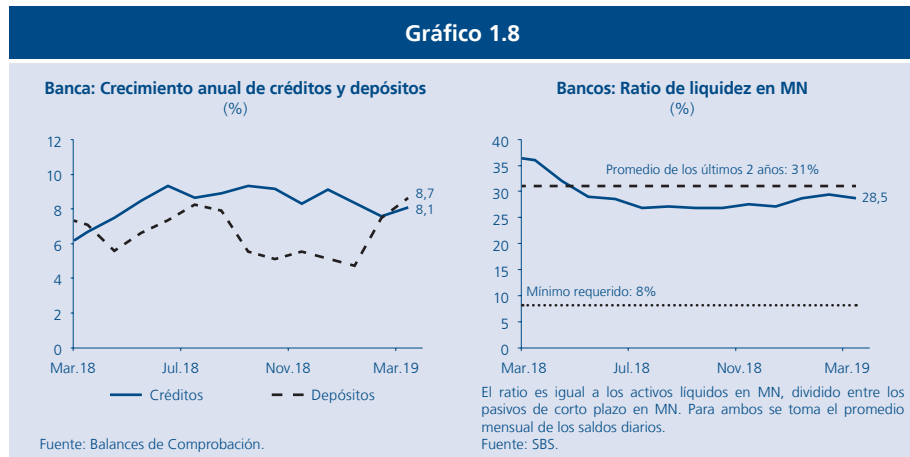
El bajo crecimiento de los adeudados con el exterior llevó a que estos recursos redujeran su participación en la estructura de los pasivos, lo cual refleja la preferencia del sistema financiero por el financiamiento local. Ello, además, permite reducir así su vulnerabilidad ante eventuales turbulencias de los mercados financieros





internacionales. Asimismo, el saldo de las operaciones de reporte con monedas y con valores con el BCRP siguió reduciéndose en los últimos doce meses, dado el alto ritmo de captación de los depósitos en soles que permitió a los bancos recomponer la estructura de sus pasivos. Sin embargo, en los últimos meses, el BCRP inyectó liquidez en moneda nacional a través de operaciones de reporte de moneda y de valores.

14. Pese al crecimiento de los depósitos, la posición de liquidez de la banca registra una disminución en los últimos doce meses, dado que el crecimiento de los créditos fue mayor durante gran parte de ese periodo.



Para atender esta mayor demanda por crédito, los bancos utilizaron una parte de sus activos líquidos (fondos disponibles e inversiones) para financiar la expansión de sus colocaciones. Asimismo, tomaron pasivos de corto plazo en moneda nacional. Cabe indicar que los activos líquidos se encontraban en niveles relativamente altos, a los que se llegó previamente en periodos en los que las colocaciones registraron un bajo crecimiento.

A fines de 2018, en un contexto de alto crecimiento de las colocaciones en soles, se registró una mayor demanda por depósitos a plazo por parte de la banca para reducir la brecha o diferencia de duración entre sus pasivos y activos. Esto generó presiones sobre las tasas de interés, las cuales se aceleraron en diciembre, debido a que algunos bancos de menor tamaño aumentaron su demanda de depósitos a plazo, debido a que en enero de 2019 entró en vigencia el nuevo nivel regulatorio del Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL) que pasó de 90% a 100%.

El RCL busca asegurar que las entidades posean un adecuado nivel de activos líquidos de alta calidad para cubrir necesidades de liquidez en un horizonte de 30 días, bajo un escenario de estrés. La SBS introdujo el RCL en la regulación del sistema financiero a fines de 2012. Desde entonces, su implementación ha sido gradual y aún presenta

algunos retos para lograr que su construcción refleje, de una mejor manera, los riesgos de liquidez y una mejor administración de pasivos y activos.

Rentabilidad del Sistema Financiero

- 15. El indicador de rentabilidad ROA (utilidad neta anual sobre activos) se incrementó en los últimos doce meses tanto en las entidades bancarias como en las no bancarias, debido a un mayor margen financiero en ambos sectores. Adicionalmente, en las entidades bancarias se registró un menor gasto en provisiones y en las entidades no bancarias, una reducción de los gastos operativos.**

Cuadro 1.9						
ROA DEL SISTEMA FINANCIERO						
(% del activo, últimos 12 meses)						
	Sistema		Banca		Entidades no bancarias	
	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19
Margen Financiero ^{1/}	6,9	7,1	5,9	6,0	16,3	16,6
Ing. netos por servicios financieros	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,5
Gastos operativos	3,8	3,9	3,0	3,1	10,4	10,1
Provisiones	1,8	1,7	1,4	1,4	4,5	4,8
Otros ^{2/}	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-1,1
ROA	2,1	2,2	2,1	2,2	2,0	2,1

1/ Considera el margen por intermediación financiera y los ingresos de tesorería.
 2/ Considera ingresos y gastos extraordinarios, resultados de ejercicios anteriores e impuesto a la renta.
 Fuente: Balances de Comprobación.

El incremento del margen financiero de la banca se explica por el incremento de las colocaciones (8,1%). Asimismo, se registró menores gastos financieros por una mayor participación de los depósitos ahorro y vista respecto de los a plazo, así como a la menor dependencia de los adeudados con el exterior y operaciones de reporte con el BCRP, los cuales son recursos más onerosos.

En las entidades no bancarias, el aumento del margen financiero se explicó por el crecimiento de las colocaciones, así como por la mayor eficiencia operativa, debido al mejor control de los gastos operativos y de las sinergias obtenidas de los procesos de consolidación llevados a cabo en los últimos años. La mayor rentabilidad fue atenuada, en parte, por el mayor gasto en provisiones resultante del crecimiento de la cartera morosa de los créditos a las MYPE.

Fortalezas del Sistema Financiero

- 16. El sistema financiero sigue manteniendo una posición estable, dado que las mejoras en su rentabilidad por el crecimiento de los créditos se compensaron con la leve disminución de sus indicadores de liquidez y de solvencia, los cuales se mantienen en niveles holgados.**



La mayor rentabilidad se debió a que las entidades financieras utilizaron una parte de sus activos líquidos para atender la mayor demanda de créditos en línea con la evolución favorable de la actividad económica. Las entidades siguieron reforzando su base patrimonial para respaldar esta expansión y captando mayores depósitos del público que les permitieron reducir su dependencia a los adeudados con el exterior, generando así una disminución de los gastos financieros.

Como resultado de estas acciones, el sistema financiero registró una leve disminución de sus indicadores de suficiencia de capital y de liquidez en los últimos doce meses como se aprecia en el Mapa de Fortalezas. Esto no implica una mayor vulnerabilidad del sistema, puesto que estos indicadores se encontraban previamente en niveles altos, a los que se llegó en periodos en los que los créditos registraron un bajo crecimiento.



Por su parte, la calidad de activos del sistema financiero se mantuvo relativamente estable en los últimos doce meses. Así, el leve aumento del ratio de morosidad (cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada sobre colocaciones brutas) de la cartera de las empresas se compensó con la reducción de dicho indicador de la cartera de los hogares.

Estos desarrollos, junto con un mejor control de los gastos operativos, han permitido que el sistema financiero siga con su proceso de profundización e incorporación de nuevos sujetos de créditos, generando economías de escala y con ello, ingresos que permiten a las entidades financieras acumular holguras de provisiones y de patrimonio. Lo anterior refleja la fortaleza del sistema financiero que le permitiría enfrentar escenarios macroeconómicos adversos.

17. La banca registró una mayor rentabilidad en los últimos doce meses, debido al crecimiento de las colocaciones.

Los **bancos grandes** registraron un mayor crecimiento de los créditos a los hogares, lo cual fue respaldado con la capitalización de las utilidades generadas en el ejercicio

del año 2018 y atendido con parte de sus activos líquidos. Ello como resultado de la recuperación del crecimiento económico y de los indicadores de ingresos y empleo, así como de mejores criterios de selección de clientes con menor riesgo crediticio. El mayor crecimiento de cartera, así como el menor gasto financiero (por la captación de depósitos a la vista y de ahorros) favorecieron la generación de utilidades.

Cuadro 1.10
PRINCIPALES INDICADORES DE LA BANCA

	Patrimonio efectivo (% de los APR) ^{1/}		Cartera morosa (% del crédito)		Gastos operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, en MN)	
	Ene.18	Ene.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19
Bancos^{2/}	15,2	14,6	4,5	4,5	3,0	3,1	2,1	2,2	36,1	28,5
Grandes	15,1	14,7	4,2	4,3	2,6	2,7	2,2	2,3	35,7	27,6
Medianos	15,4	13,9	5,5	5,3	3,9	3,8	1,6	1,6	37,4	31,6
Especializados en consumo	16,9	16,9	8,7	5,3	14,0	16,2	1,9	2,1	35,0	30,3

1/ Última información disponible en el portal de Internet de la SBS.
2/ Se considera bancos grandes a los 4 bancos de mayor tamaño, los bancos especializados en consumo son el banco Ripley, Falabella y Azteca y los bancos medianos son el resto de los bancos.
Fuente: Balances de Comprobación.

Los **bancos medianos** han mejorado sus indicadores de calidad de cartera, luego de haber registrado un deterioro en los dos años anteriores y por el cual se efectuaron ajustes en sus políticas crediticias e inclusive cambios gerenciales. En los últimos doce meses registraron un mayor crecimiento de sus colocaciones y lograron un mejor control de sus gastos operativos. La mayor demanda por créditos se registró, principalmente, en los bancos medianos que concentran sus operaciones en los mercados de créditos mayoristas (corporativos, grandes y medianas empresas).

Por su lado, los ajustes a los gastos operativos se implementaron en un grupo de bancos medianos que se encuentran en procesos de sinceramiento de cartera y reorganización interna, por los cuales algunos de ellos cambiaron parte de su plana gerencial años atrás.

En la **banca especializada** en créditos de consumo, se observa una mejora en sus indicadores de morosidad. Ello como resultado de los ajustes efectuados en sus políticas crediticias para realizar una mejor selección de sus clientes y reducir su exposición a segmentos de mercado de alto riesgo. En ese periodo, sus créditos registraron un rápido crecimiento sin un adecuado control crediticio.

Estas medidas de ajuste incidieron en un mayor gasto operativo por la contratación de personal más capacitado para el refuerzo de sus áreas de negocios y riesgos. Cabe indicar que estas entidades estarían cerca de culminar sus procesos de limpieza de cartera y originando créditos de mejor calidad, lo cual les está brindando una base para su recuperación y posterior consolidación de su crecimiento. Asimismo, les permite fortalecer su situación financiera ante una eventual desaceleración del crecimiento económico, lo cual afecta especialmente a los créditos de consumo. Esta fortaleza





sería mayor si es que estas entidades contaran con un mayor colchón de provisiones voluntarias (a la fecha, utilizaron casi la totalidad de sus provisiones procíclicas).

En los últimos doce meses, la rentabilidad de estos bancos se mantuvo estable, porque los mayores gastos operativos se compensaron con los menores gastos financieros, resultante de la disminución de sus tasas de interés pasivas.

18. Las entidades no bancarias registraron un aumento de su morosidad en los últimos doce meses, por lo que realizaron ajustes en sus gastos operativos para atenuar los efectos de las mayores provisiones sobre la rentabilidad.

Estas entidades alcanzaron una mayor eficiencia operativa como resultado del control de los gastos efectuados en la contratación de personal y de servicios recibidos de terceros. Asimismo, para contener el deterioro de los créditos, las entidades revisaron sus políticas crediticias para mejorar la selección de los deudores y así reducir la morosidad en próximos períodos.

Es importante mencionar que un grupo de entidades no bancarias registran pérdidas en lo que va del año 2019, por su elevada morosidad y, en algunos casos, por su baja escala operativa. Dichas entidades no representan un riesgo para la estabilidad financiera, pues el tamaño de su cartera de créditos es pequeño. Adicionalmente, en algunos casos, se ha mostrado el compromiso de los accionistas para fortalecer sus niveles patrimoniales mediante la transferencia de inmuebles y aportes de capital en efectivo.

**Cuadro 1.11
PRINCIPALES INDICADORES DE LAS ENTIDADES NO BANCARIAS**

	Patrimonio efectivo (% de los APR) ^{1/}		Cartera morosa (% del crédito)		Gastos operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, en MN)	
	Ene.18	Ene.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19	Mar.18	Mar.19
Entidades no bancarias	15,6	15,6	8,0	8,5	10,4	10,1	2,0	2,1	25,6	28,7
Financieras	16,9	16,8	7,9	7,8	12,6	12,3	2,9	3,5	21,8	21,7
Cajas Municipales	14,9	14,8	8,5	9,2	8,4	8,3	1,7	1,5	27,2	32,3
Cajas Rurales	14,4	14,5	6,2	8,7	15,8	13,7	0,5	0,5	32,2	33,7

1/ Última información disponible en el portal de Internet de la SBS.
Fuente: Balances de Comprobación.

Las **financieras** registraron un aumento de sus indicadores de rentabilidad en los últimos doce meses por la expansión de sus colocaciones en los segmentos de consumo y MYPE. El crecimiento de los créditos fue respaldado por un aumento de la base patrimonial. Esto último se realizó a través de la capitalización de utilidades y aportes de capital de sus accionistas. Adicionalmente, algunas financieras cuentan con el respaldo de sus casas matrices quienes les brindan acceso a fuentes de financiamiento a menor costo.

Cabe indicar que dos financieras registran pérdidas a la fecha y vienen tomando medidas para reducir la morosidad y ampliar su escala de operaciones. Algunas de esas entidades

vienen efectuando procesos de sinceramiento de cartera y de reorganización interna, que incluye cambios de su plana gerencial.

Las **cajas municipales** redujeron su rentabilidad en los últimos doce meses debido a la desaceleración de sus colocaciones y al incremento de su morosidad y el consiguiente mayor gasto en provisiones.

Este deterioro se presentó principalmente en los créditos otorgados en años anteriores por un grupo de cajas que actualmente registran bajos indicadores de rentabilidad. Dichas cajas implementaron medidas correctivas en su política crediticia para detener el crecimiento de la morosidad, así como también cambios en su estrategia de negocio. Algunas de ellas se han concentrado en créditos de menor tamaño, los cuales ofrecen mejores niveles de rentabilidad y mayor dispersión del riesgo crediticio y han disminuido su exposición a segmentos de mercado de alto riesgo.

En el resto de cajas se registran bajos niveles de morosidad, altos niveles de rentabilidad y un importante dinamismo de sus colocaciones, factores que incidieron en una mejora de su fortaleza financiera en el primer trimestre de 2019.

Las **cajas rurales** continuaron tomando medidas para mejorar su eficiencia operativa. Esto es el resultado, en parte, de los procesos de consolidación llevados a cabo entre dichas entidades en años previos. La reducción de los gastos operativos ha compensado los efectos de una disminución de las tasas de interés de los créditos MYPE y de un mayor gasto en provisiones sobre la rentabilidad.

Cabe indicar que algunas cajas rurales presentan pérdidas debido a una baja escala operativa y por los elevados niveles de morosidad. Sin embargo, estas entidades se encuentran en procesos de reorganización interna y efectuando ajustes en sus políticas crediticias, con el apoyo patrimonial de sus accionistas.

Balance de Riesgos del Sistema Financiero

- 19. En el primer trimestre de 2019, las economías emergentes se beneficiaron de las condiciones financieras internacionales más favorables que incentivaron el apetito por riesgo de inversiones hacia esos mercados. Sin embargo, una mayor percepción de riesgo de los inversionistas, luego de las renovadas tensiones comerciales ocurridas en mayo de 2019, puede revertir estos resultados.**

Durante el año 2018 los mercados financieros internacionales estuvieron afectados por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y por la incertidumbre sobre la senda de normalización de política monetaria de la FED. Sin embargo, estos factores de riesgo se moderaron en los primeros meses del año 2019, luego del inicio de las negociaciones comerciales entre esos dos países y al anuncio de la FED sobre un proceso de normalización monetaria más pausado (incluso, luego de su reunión en marzo, se espera que se mantenga la tasa de política monetaria en 2,5% por el resto de 2019).





Como resultado, la percepción de riesgo de los inversionistas se moderó en el primer trimestre de 2019. Sin embargo, al igual que lo señalado en el Reporte de Estabilidad Financiera anterior, continúan latentes algunos factores de riesgo como el resultado de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, las preocupaciones sobre la desaceleración económica mundial y la eventual salida de capitales de economías emergentes. A continuación se presenta los principales factores de riesgo:

a. Un resultado desfavorable en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China podría afectar negativamente la actividad económica mundial y con ello la demanda de los *commodities*.

En el primer trimestre de 2019, se observaron perspectivas positivas para alcanzar un acuerdo entre Estados Unidos y China, lo cual permitió la recuperación de los precios de activos de las economías emergentes y de los *commodities*. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre sobre un resultado favorable de estas negociaciones, luego que a inicios de mayo de 2019 se observara un recrudecimiento de las tensiones comerciales, debido a la imposición de medidas arancelarias adicionales entre EE.UU y China⁵. Si las negociaciones no alcanzan un acuerdo definitivo en los siguientes meses se podría incrementar la aversión al riesgo en los mercados.

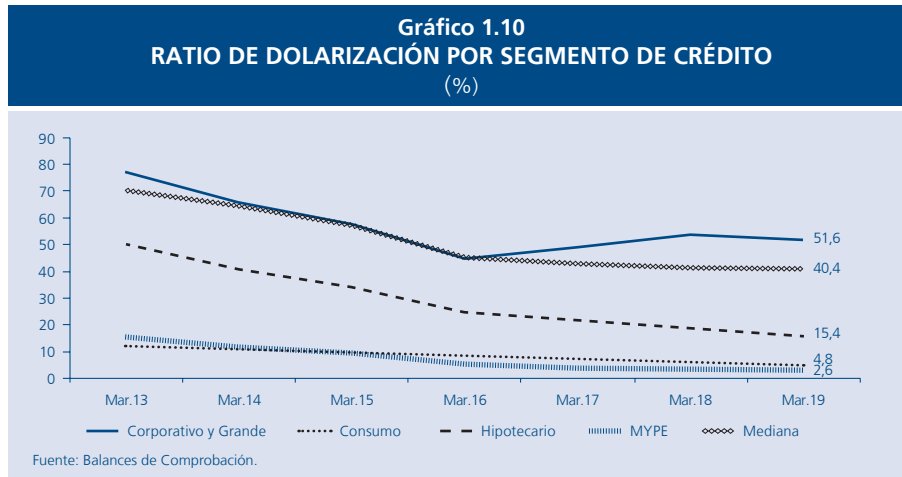
Este escenario podría estar caracterizado por una menor demanda de nuestras exportaciones y un menor precio de los *commodities*. Esto afectaría directamente a las empresas del sector exportador (principalmente mineras y agroexportadoras). El menor impulso externo disminuiría el dinamismo de la economía en general y reduciría la confianza de los inversionistas, lo que podría conllevar a un menor crecimiento de las colocaciones y al incremento de la probabilidad de incumplimiento de pagos.

b. Además de las tensiones comerciales, otros factores externos como un *Brexit* desordenado y la incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria de la Fed, podrían provocar repentinas correcciones en los mercados financieros internacionales, generando presiones de depreciación del Sol.

La mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y la salida de capitales de las economías emergentes de un escenario con mayor aversión al riesgo podrían generar presiones de depreciación. En este escenario, la exposición al riesgo cambiario crediticio del sistema financiero con el segmento de las medianas empresas y con los créditos hipotecarios y vehiculares continúa siendo relevante. En cambio, en el caso de los créditos corporativos y a las grandes empresas, la exposición a este riesgo es limitada, debido a que algunos deudores

5 El 5 de mayo EE.UU. anunció el incremento de 10% a 25% de una lista de importaciones chinas valorizadas en US\$ 200 mil millones a partir del 10 de mayo, mientras que el 13 de mayo China anunció el incremento de aranceles de 5%-10% a 5%-20% de una lista de importaciones de EE.UU., por un valor de US\$ 60 mil millones a partir del 1 de junio.

tienen ingresos vinculados al tipo de cambio o usan instrumentos financieros que les cubre el riesgo cambiario.



En el caso de las medianas empresas, su exposición al riesgo cambiario continúa siendo relevante, debido a que la dolarización de los créditos en este segmento es elevada (40,4%). Por ello, una depreciación de la moneda nacional incrementaría la carga financiera de las empresas, elevando la probabilidad de incumplimiento en los pagos de sus deudas.

A pesar de que la dolarización de los créditos hipotecarios y vehiculares se ha reducido, todavía el riesgo cambiario de los hogares continúa siendo importante debido a que las cuotas de pago representan una parte importante del ingreso de los hogares.

- c. **El riesgo de un dinamismo más débil a la esperada de la actividad económica doméstica podría llevar a un mayor deterioro en la calidad de los créditos, lo que elevaría la morosidad del sistema financiero.** El menor dinamismo de la actividad económica se presentaría ante un crecimiento más lento de la inversión pública y privada, lo cual, a su vez, implicaría una desaceleración del consumo privado.

En un escenario de débil crecimiento de la demanda interna, la probabilidad de impago de los hogares (**créditos de consumo e hipotecario**) aumentaría debido al menor dinamismo del empleo y de los ingresos. Así también, es de esperarse que los créditos a las empresas, especialmente a las MYPE, disminuyan su crecimiento y calidad. Esto afectaría especialmente a las entidades no bancarias, cuya cartera se encuentra concentrada en créditos a las MYPE.

- d. **Un crecimiento excesivo de la deuda de los hogares podría generar un potencial sobreendeudamiento, lo cual conllevaría a un deterioro en la**





capacidad de pago en algunos segmentos de la población que resulten en incrementos de la morosidad en el sistema financiero.

En los últimos doce meses, se ha registrado un crecimiento del número deudores de 2,2%, en particular en el grupo de deudores que cuentan con créditos con múltiples entidades (5,3% anual), mientras que los deudores únicos se redujeron ligeramente en similar periodo (-0,1% anual). Adicionalmente, también se observó un incremento en la deuda promedio de consumo (11,7% anual), especialmente en los clientes únicos y en los deudores que tienen tarjetas de crédito con 4 o más entidades.

Cuadro 1.12
CARACTERÍSTICAS DE LOS DEUDORES DE CONSUMO EN EL SISTEMA FINANCIERO

N° de entidades con las que registran deuda	Mar.18				Mar.19			
	Número de deudores	Deuda promedio (S/)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)	Número de deudores	Deuda promedio (S/)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)
1	2 730 733	6 089	7,6	12,0	2 728 691	6 807	6,8	12,1
2	1 123 626	13 853	5,1	12,5	1 156 737	14 929	4,4	12,2
3	512 772	22 394	4,3	12,7	545 880	23 897	3,7	12,1
4 o más	336 778	36 280	4,1	12,9	374 170	39 872	3,7	12,1
Total	4 703 909	11 883	5,4	12,3	4 805 478	13 278	4,8	12,1

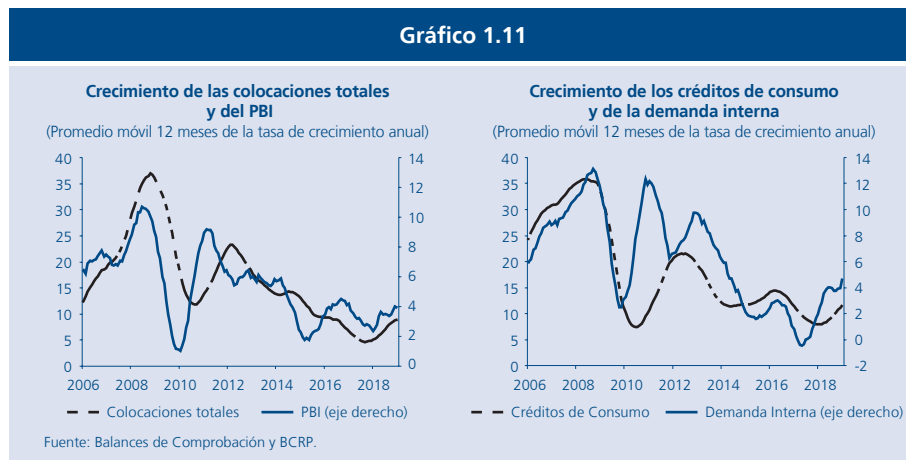
Fuente: Reporte Crediticio Consolidado.

El incremento de la deuda promedio y el mayor aumento de los deudores compartidos podría generar problemas de sobreendeudamiento, por lo que es necesario un monitoreo del crecimiento de las carteras minoristas para prevenir este tipo de riesgos. El sobreendeudamiento podría llevar a problemas de incumplimiento de pago, lo cual se agravaría ante cambios no esperados del ciclo económico, pues los créditos de consumo, entre ellos, las tarjetas de crédito tienen una alta sensibilidad al crecimiento económico. Los efectos de la desaceleración de la economía afecta en mayor medida a los deudores de menores ingresos, atendidos usualmente por las entidades no bancarias.

Si bien la regulación ya contempla directrices para la gestión del sobreendeudamiento, ésta no cuenta con una metodología estándar que señale umbrales explícitos para los indicadores propuestos (número de entidades con las que el deudor tiene obligaciones, ratio cuota/ingreso, *loan to value* - LTV, entre otros). Por el contrario, se encuentra a discreción de las entidades financieras determinar si existe sobreendeudamiento, aunque la SBS debe posteriormente validarlo (de no cumplir con las directrices mínimas dispuestas en la regulación, la SBS puede imponerles requerimientos de provisiones adicionales).

A la fecha, el crecimiento de los créditos de consumo y de los créditos totales es consistente con los niveles de crecimiento de la demanda interna y del

producto, con lo cual se descarta la existencia de un *boom* crediticio. No obstante, es necesario seguir monitoreando el crecimiento de los créditos a fin de evitar un potencial sobreendeudamiento en algunos sectores de la economía.



De igual forma, los precios de las viviendas registran un comportamiento estable en los últimos dos años. Además, el ratio de precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER, por sus siglas en inglés), indicador de alerta temprana de sobrevaloración de los inmuebles, se redujo de 17,5% a 17,3% en los últimos dos años.

- e. **El sistema financiero tendría una menor cobertura ante un incremento de la morosidad generado por un inesperado deterioro del ciclo económico, debido a que las entidades financieras han usado gran parte de sus provisiones procíclicas.**

Luego de la desactivación el 27 de noviembre de 2014, las entidades utilizaron gran parte de sus provisiones procíclicas para constituir provisiones específicas durante los años 2015 y 2016, en los que se registraron mayores niveles de morosidad. De esta forma, las provisiones procíclicas pasaron de 12,1% en octubre de 2014 (su nivel más alto) a 2,8% de la cartera morosa en marzo de 2019 (0,3% para las entidades no bancarias).

Adicionalmente, esta reducción no ha sido compensada por la constitución de otro tipo de provisiones (genéricas fijas, voluntarias, entre otras). La disminución de cobertura de provisiones restaría fortaleza al sistema financiero ante eventuales escenarios macroeconómicos adversos. Por este motivo, sería necesario modificar la regla de provisiones procíclicas, para que su activación o desactivación esté alineada más estrechamente a indicadores del ciclo financiero y, de esta forma, permita a las entidades acumular reservas para afrontar un escenario adverso.





Recuadro 2 PROVISIONES PROCÍCLICAS

Las provisiones procíclicas se constituyen en épocas de (relativamente) alto crecimiento económico y tienen como objetivo que se utilicen para atenuar el mayor requerimiento de provisiones específicas que se daría durante la fase adversa del ciclo económico. En la fase alta del ciclo económico, las entidades financieras suelen registrar una rápida expansión de sus colocaciones, lo cual podría venir acompañado de menores estándares crediticios y del ingreso de los clientes con alto perfil de riesgo. En la fase de contracción, la capacidad de pago de los clientes suele deteriorarse, debido a la reducción del empleo y de los ingresos.

En el Perú, las provisiones procíclicas se incorporaron en nuestra regulación mediante el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones de la SBS⁶, que estableció requerimientos diferenciados por tipo de crédito y la regla de activación y desactivación de dichas provisiones. Así la regla procíclica se activa bajo algunas de las siguientes situaciones:

- a) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses pase de un nivel menor al 5% a uno mayor o igual a este umbral.
- b) Cuando el promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses se encuentre por encima de 5% y el promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 12 meses sea mayor en 2 puntos porcentuales a este mismo indicador evaluado un año antes.
- c) Cuando el promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses se encuentre por encima de 5% y hubiesen transcurrido 18 meses desde que la regla procíclica fue desactivada por la situación contemplada en el literal anterior (b).

Por otro lado, la regla procíclica se desactiva⁷ bajo algunas de las siguientes situaciones:

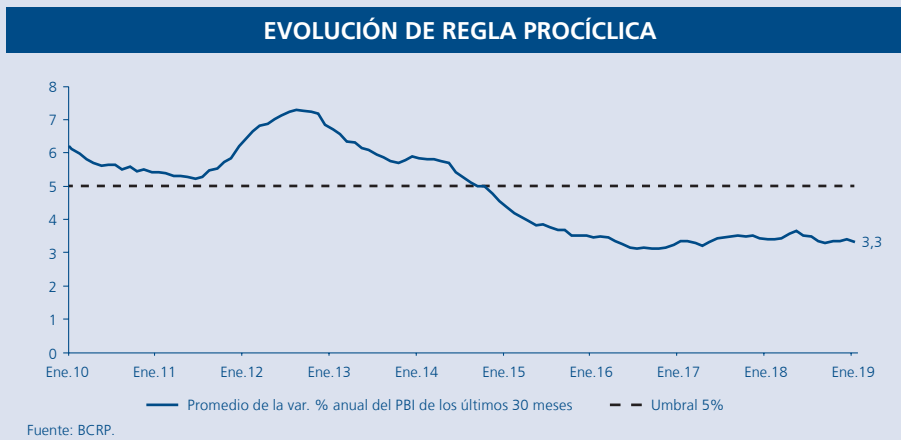
- a) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses pase de un nivel igual o mayor al 5% a uno menor a este umbral.
- b) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 12 meses sea menor en 4 puntos porcentuales que este mismo indicador evaluado un año antes.

Tras la primera activación en diciembre de 2008, el régimen de provisiones procíclicas fue desactivado en setiembre de 2009. La regla volvió a ser activada en octubre de 2010 y desactivada,

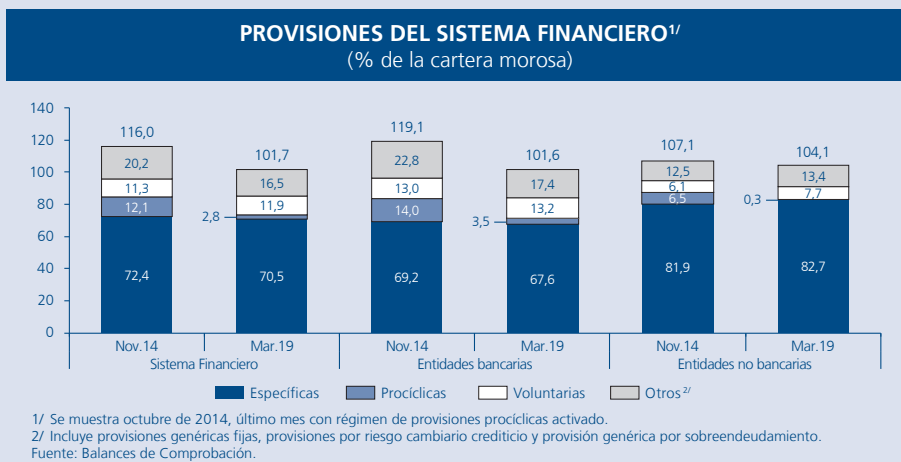
6 Resolución SBS N° 11356-2008, aprobada el 21 de noviembre de 2008.

7 La desactivación de la regla procíclica no implica que las entidades financieras liberen las provisiones procíclicas acumuladas mientras la regla estuvo activada, por lo que no generan ingresos por la reversión de dichas provisiones.

por última vez, en noviembre de 2014. Esta desactivación obedeció a que el promedio de la variación porcentual anual del PBI de los últimos 30 meses fue menor al umbral del 5%. Debido al menor crecimiento de la economía mostrada en los últimos años, este promedio móvil ha seguido una evolución descendente desde el momento de la última desactivación.



Luego de la desactivación de noviembre de 2014, el sistema financiero en su conjunto utilizó la mayor parte de sus provisiones procíclicas, a fin de atenuar el requerimiento de provisiones específicas, dado el mayor crecimiento de la cartera morosa entre los años 2015 y 2017. En la banca, por ejemplo, las provisiones procíclicas pasaron de 14% al 3,5% de su cartera morosa en los últimos cinco años (de 6,5% a 0,3% en las entidades no bancarias). Con ello, las entidades compensaron en parte el impacto de la mayor morosidad sobre su rentabilidad.





La reducción de las provisiones procíclicas no ha sido compensada por la constitución de provisiones voluntarias. Así, considerando las provisiones totales (genéricas fijas, voluntarias, entre otras) sobre la cartera morosa, este ratio se redujo de 119,1% a 101,6% en el periodo. Este menor colchón de provisiones restaría fortaleza al sistema financiero ante un eventual escenario macroeconómico adverso que deteriore rápidamente la calidad de los créditos.

De lo anterior, resulta necesario la revisión de la regla procíclica que permita la constitución de un colchón de provisiones como cobertura prudencial para los siguientes años. Para ello, la regla procíclica debería tener como objetivo reducir el riesgo asociado al ciclo financiero. En tal sentido, la regla de activación/desactivación debería calibrarse en función a indicadores asociados al ciclo financiero. Según Borio (2012)⁸, el ciclo financiero es diferente al ciclo económico en términos de duración y amplitud, por lo que las medidas macroprudenciales cíclicas deben tomar en consideración variables relacionadas al ciclo financiero⁹.

Las economías más representativas en el uso de las provisiones cíclicas son España y Colombia. En España esta regulación data del año 2000, mientras que en Colombia lo hace desde 2007. Una diferencia a resaltar entre estos países es la regla de activación/desactivación del requerimiento. En el caso de España se fija en función del crecimiento del crédito, mientras que en el caso de Colombia lo hace en función a cuatro indicadores crediticios (deterioro de las provisiones, ratio de provisiones sobre ingreso por intereses, ratio de provisiones sobre el margen financiero bruto y crecimiento del crédito). La regla es específica a cada entidad financiera (depende de la evolución de sus indicadores) para el caso de Colombia y España, mientras que para el caso peruano la regla es general para todas las entidades financieras.

La economía peruana presenta aún una profundización financiera baja, por lo que la correlación entre el crédito y el PBI suele ser mayor que en economías desarrolladas que tienen altos niveles de profundización financiera. Sin embargo, la correlación tenderá a reducirse conforme avance el grado de profundización financiera. Así, en el caso peruano, la correlación entre el crecimiento del PBI y el crecimiento del crédito en el período 2005-2013 fue de 0,5 y desde el año 2014 a la fecha dicha correlación fue de 0,3.

Esta dinámica diferenciada entre el ciclo financiero y el PBI apunta a la necesidad de recalibrar las reglas procíclicas de tal forma que ésta considere el ciclo financiero. Al respecto, en las recomendaciones de Basilea III sobre el uso del requerimiento del capital contracíclico se indica que la referencia para la regla procíclica es el componente cíclico del ratio crédito/PBI,

8 Borio, C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", *BIS Working Papers* 395, Bank for International Settlements.

9 El consenso de la literatura es asociar el ciclo financiero a los periodos de auge y contracción del sistema financiero, medido a través de variables de crédito, precio de viviendas, índices bursátiles, entre otras. Por su parte, Mendoza, Terrones (2012) y Schularik y Taylor (2012) recomiendan enfocarse en el crédito dado su capacidad predictiva de crisis financiera.

pudiéndose tomar otros indicadores adicionales (como precio de activos, *spreads*, encuestas de condiciones crediticias, crecimiento del PBI, entre otros). Según el BIS¹⁰, los países que han implementado una regla procíclica toman como referencia la diferencia entre el ratio crédito/PBI y su componente tendencial.

Considerando la experiencia internacional y las recomendaciones de Basilea III, resulta pertinente alinear la regla procíclica en función al ciclo de crédito, y así mejorar la efectividad de los instrumentos macroprudenciales, permitiendo que las entidades financieras acumulen suficientes reservas para poder enfrentar de manera adecuada periodos de estrés financiero.

Prueba de Estrés

20. El sistema financiero se encuentra expuesto a riesgos externos e internos que vulneran la calidad de los activos, afectando también su rentabilidad. Los modelos de pruebas de estrés permiten evaluar la resiliencia del sistema financiero ante escenarios adversos generados por la potencial materialización de los riesgos externos e internos.

El BCRP ha utilizado modelos de proyección para el sistema financiero bajo una situación de estrés (MPF) desde el año 2014. Para este reporte, la metodología del MPF ha sido revisada y modificada a fin de efectuar una mejor medición de los riesgos de crédito y la inclusión del riesgo de mercado del portafolio de inversión de la banca. En el siguiente recuadro se muestran las principales modificaciones a la metodología.

10 BIS Basel Committee on Banking Supervision (2017), "Range of practices in implementing the countercyclical capital buffer policy".

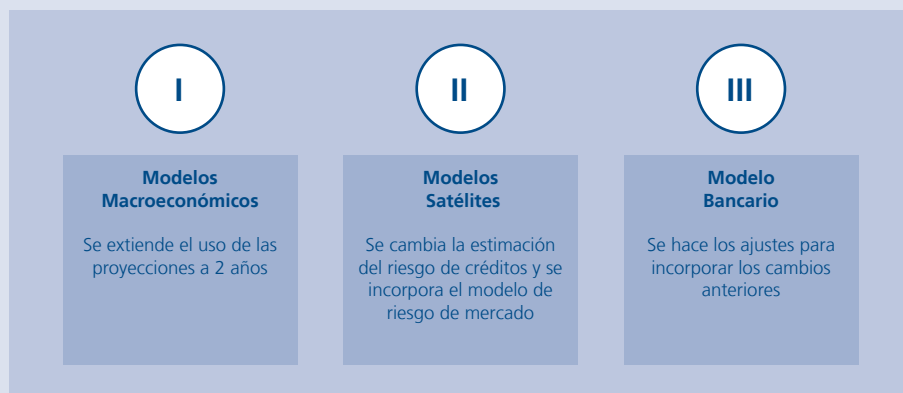




Recuadro 3 REVISIÓN DE METODOLOGÍA DEL MODELO DE PRUEBA DE ESTRÉS DEL BCRP

La metodología del Modelo de Proyección Financiera (MPF) fue presentada en el Recuadro 7 del Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2014. Desde ese entonces, el BCRP mantuvo una política de revisión y mejora continua de dicha metodología para mantenerla conforme a las prácticas internacionales.

Los modelos de proyección financiera de las instituciones financieras (IFI) se desarrollan en tres etapas: I) implementación de escenarios macroeconómicos, en el cual se ha extendido el horizonte de proyección a dos años; II) estimación de modelos satélites, en el cual se cambió las metodologías de estimación del riesgo de créditos y se incluyó el riesgo de mercado del portafolio de inversión de las entidades bancarias; y, III) proyección de estados financieros de las IFI, en el cual se hicieron los ajustes correspondientes para incorporar las modificaciones anteriores. En tal sentido, la actual metodología respeta dicha estructura; aunque presenta algunas modificaciones¹¹ y revisiones, a fin de tener una mejor medición de los riesgos del sistema financiero.



A. Implementación de modelos macroeconómicos

Estos simulan los efectos de choques exógenos foráneos (por menor crecimiento de socios comerciales, reducción de los términos de intercambio o mayor sentimiento de riesgo hacia economías emergentes) y choques domésticos (por menor crecimiento de la inversión privada o deterioro de las expectativas empresariales) sobre algunas variables macroeconómicas importantes (como el crecimiento económico, el tipo de cambio, la inflación, entre otros). Esta proyección se realiza bajo un escenario base (publicado en el Reporte de Inflación) y bajo un escenario adverso diseñado para las pruebas de estrés.

11 Estas mejoras fueron expuestas y validadas por el Seminario Internacional de Pruebas de Estrés Financiero organizado por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) en noviembre de 2018.

Inicialmente, el escenario de estrés del MPF correspondía al valor extremo inferior de las proyecciones de las variables macroeconómicas consideradas en el Reporte de Inflación (con 1% de probabilidad de ocurrencia de acuerdo a su *fan chart*). Actualmente, el escenario de estrés se construye de acuerdo a la materialización de los factores de riesgo previamente identificados en el Reporte de Inflación y que tienen una baja probabilidad de ocurrencia, pero un gran impacto sobre la situación del sistema financiero.

B. Estimación de modelos satélites

Estos tienen por finalidad medir el impacto de la evolución de las variables macroeconómicas sobre las principales variables financieras. Inicialmente, se contaba solo con modelos de proyección del riesgo de crédito. Estos eran modelos univariados que proyectaban el crédito y la morosidad total por segmento de crédito. Para este Reporte y en adelante se emplea modelos multivariados que cuentan con una mejor capacidad predictiva y permiten capturar, en parte, la dinámica distinta de créditos denominados en moneda nacional y en moneda extranjera. Además, se desarrolló un modelo de riesgo de mercado que permite evaluar el desempeño del portafolio de inversiones de las entidades bajo un escenario adverso.

Actualización de Modelos Satélite de Riesgo de Crédito:

La actual metodología continúa considerando un enfoque “*top-down*”, por el cual se estiman primero a nivel del sistema financiero, para luego extenderlo a nivel de cada IFI. Sin embargo, a diferencia de la metodología anterior, ya no se emplean modelos univariados para proyectar las colocaciones y la cartera morosa por segmento de crédito, y más bien se utilizan modelos multivariados semi-estructurales.

Siguiendo la metodología expuesta en Jacobson, Linde y Roszbach (2005)¹² y De Graeve (2007)¹³, se estiman modelos de vectores autorregresivos con un bloque exógeno (VAR-X).

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + B_0 X_t + B_1 X_{t-1} \dots B_q X_{t-q} + \varepsilon_t$$

Donde Y_t es el vector de las variables financieras consideradas como endógenas (cartera total y morosa), X_t es el vector de variables exógenas (variables macroeconómicas como crecimiento del PBI, inflación y tipo de cambio), A y B son matrices de coeficientes, ε_t contiene un término de error que captura factores no considerados en el modelo, y p y q corresponden al número de rezagos máximos.

Estos modelos, además de tener una mayor capacidad predictiva, permiten capturar la retroalimentación de las variables endógenas, por ejemplo, cuando un periodo de rápido crecimiento del crédito no es acompañado de una adecuada gestión del riesgo crediticio, es

12 Jacobson, T., Linde, J. y Roszbach, K. (2005), “Exploring Interactions between Real Activity and the Financial Stance”, *Journal of Financial Stability*, 308–341.

13 De Graeve, Kick, T. y Koetter, M. (2007), “Monetary Policy and Financial (in)Stability: An Integrated Micro-macro Approach”, *Journal of Financial Stability*, 205-231.





seguido por medidas de ajuste orientadas a contraer la cartera morosa. Estos modelos también incorporan la información de las variables exógenas en diferentes escenarios (base y en estrés). Las estimaciones se realizaron con información del periodo 2010-2018. Las especificaciones de los VARX se seleccionaron en base a criterios de información que cuantifican la calidad relativa de un modelo para un mismo conjunto de información y de bondad de predicción (se realizó ejercicios de predicción dentro de la muestra de forma recursiva).

Los modelos son estimados por segmento de crédito (corporativo y gran empresa, medianas empresas, MYPE, consumo e hipotecario) y por moneda (nacional y extranjera). Esto se realizó para capturar la segmentación del mercado de créditos peruano y el diferente grado de exposición al riesgo cambiario crediticio de cada tipo de deudor.

Incorporación del Modelo Satélite de Riesgo de Mercado:

El riesgo de mercado es la posibilidad que la entidad financiera incurra en pérdidas de capital resultado de la volatilidad en los precios de los activos financieros, tales como la volatilidad en las tasas de interés, precio de las acciones y tipo de cambio.

La evaluación del riesgo de mercado por efectos de cambios en la tasa de interés para el portafolio de inversiones de renta fija tiene dos etapas. (i) La modelación de la curva de rendimientos para cada tipo de instrumento (CDBCRP, Deuda Soberana y Deuda Corporativa), utilizando como base el modelo de Nelson y Siegel (1987)¹⁴; y, (ii) la modelación de la curva de rendimiento en función de variables macrofinancieras provenientes de los escenarios "base" y "estrés" utilizando la metodología VAR-X.

(i) Modelación de la curva de rendimientos. El modelo de Nelson y Siegel en un contexto dinámico se representa por la siguiente ecuación:

$$y_t(\tau_i) = \beta_{1t} + \beta_{2t} \left(\frac{1 - \exp(-\eta\tau_i)}{\eta\tau_i} \right) + \beta_{3t} \left(\frac{1 - \exp(-\eta\tau_i)}{\eta\tau_i} - \exp(-\eta\tau_i) \right)$$

Donde $y_t(\tau_i)$ es el *yield* para el i -ésimo bono cupón cero con *time to maturity* $\tau_i = T_i - t$. Los bonos tienen N términos de vencimiento los cuales se compilan en el vector $\mathbf{T} = \{\tau_1; \tau_2; \dots; \tau_N\}$ con dimensión $N \times 1$. Donde los términos $\{\beta_{1t}; \beta_{2t}; \beta_{3t}\}$ son los factores variantes en el tiempo que representan el nivel ('factor de largo plazo'), pendiente ('factor de corto plazo') y curvatura ('factor de mediano plazo'). Asimismo, η representa el grado de suavizamiento de la curva de rendimiento.

(ii) Curva de rendimientos y variables macrofinancieras. Los factores de la curva de rendimiento se resumen en el vector $\beta_t = \{\beta_{1t}; \beta_{2t}; \beta_{3t}\}'$, el cual se modela con la metodología VAR-X, donde las variables macrofinancieras exógenas son la tasa de interés interbancaria y el riesgo país (medido a través del EMBIG).

14 Nelson, C. y Siegel, A. (1987), "Parsimonious modeling of yield curves", *Journal of Business*, 473-489.

En el modelo de riesgo de mercado se muestran la posibilidad de una menor valuación del precio de los bonos ante incrementos en las primas por riesgo o subidas de las tasas de interés. Las pérdidas en el portafolio de las entidades financieras, a su vez, dependen de la composición del portafolio y el término de vencimiento de cada uno de los activos de renta fija. Este modelo se estima para las entidades bancarias, dado que el portafolio de inversión de las entidades no bancarias es reducido.

C. Proyección de estados financieros

Las proyecciones de las colocaciones y cartera morosa y de pérdida de valor de cartera sirven de insumos para proyectar los estados financieros mediante un modelo bancario. Este modelo incorpora, además, las características particulares de las entidades, a fin de reflejar la continuidad del conjunto de políticas y estrategias seguidas por estas. Además, los estados financieros proyectados consideran todas las interrelaciones entre las cuentas contables. El actual MPF considera los ajustes necesarios para incorporar los cambios mencionados anteriormente (riesgo de mercado y de crédito).

Los cambios mencionados han permitido mejorar el MPF tanto en capacidad predictiva como en identificación, análisis y evaluación de los riesgos que enfrenta el sistema financiero peruano. Todo ello enmarcado en estándares internacionales.

La estimación de la prueba de estrés sugiere que, en caso de presentarse un escenario adverso, las entidades bancarias y no bancarias deteriorarían su situación financiera, aunque sin poner en riesgo sus niveles de solvencia.

Esto se observa en los resultados de las pruebas de estrés realizadas para evaluar si las vulnerabilidades de las entidades financieras (entre ellas, los actuales deterioros en la calidad de los créditos, la dolarización de la cartera y la desvalorización de su cartera de inversiones) representan amenazas para la estabilidad del sistema financiero.

En las pruebas de estrés se analizan y comparan dos escenarios: uno base y otro de estrés. En el escenario base, las principales variables macroeconómicas siguen la evolución proyectada en el Reporte de Inflación de marzo de 2019. En el escenario de estrés, las variables macroeconómicas siguen una evolución adversa, en comparación con el escenario base, y son consistentes con la materialización de los factores de riesgo macroeconómicos.

Entre los riesgos a la estabilidad financiera destacan (i) un menor crecimiento mundial y con ello, una menor demanda por *commodities*, debido al potencial recrudescimiento de las tensiones comerciales entre EE.UU y China y menor crecimiento de la Eurozona, (ii) un menor crecimiento del PBI y de la demanda interna doméstica, en línea con las condiciones externas menos favorables y un menor ritmo de ejecución de proyectos de inversión pública, (iii) incremento del





riesgo país y una consiguiente mayor depreciación del sol, por el efecto contagio de eventuales turbulencias de los mercados financieros internacionales.

El ejercicio de estrés se realizó para las entidades bancarias y no bancarias. El ejercicio de proyección termina en diciembre de 2020, similar a lo presentado en el Reporte de Inflación y acorde a estándares internacionales. El siguiente cuadro muestra los resultados de las pruebas de estrés.

Cuadro 1.13 INDICADORES DE ENTIDADES BANCARIAS Y NO BANCARIAS									
	Ratio de Morosidad (%)			ROA (%)			Ratio de Capital Global (%)		
	Mar.19	Dic.20		Mar.19	Dic.20		Mar.19 ^{1/}	Dic.20	
		Base	Estrés		Base	Estrés		Base	Estrés
Entidades bancarias	4,5	5,2	6,8	2,1	2,1	0,8	14,6	14,5	13,3
Bancos Grandes	4,3	5,0	6,5	2,2	2,4	1,3	14,7	14,6	13,5
Bancos Medianos	5,3	6,0	7,6	1,6	1,2	0,1	13,9	13,6	12,1
Bancos Especializados	5,3	6,4	8,9	1,9	1,5	-0,9	16,9	16,3	13,9
Entidades no bancarias	8,5	9,8	13,0	2,1	2,0	-1,5	15,6	13,2	10,5

1/ Última información disponible a enero de 2019.
Fuente: Balances de Comprobación.

En una situación de estrés, las entidades bancarias atenuarían el impacto del deterioro de la cartera en la rentabilidad mediante el uso de sus provisiones voluntarias. En cambio, el impacto sobre la rentabilidad de las entidades no bancarias sería mayor, debido al rápido deterioro de calidad de sus créditos a las MYPE y de consumo.

Cabe indicar que en el ejercicio de proyección se utiliza un criterio conservador al asumir un comportamiento pasivo del sistema financiero que no toma medidas para hacer frente al escenario de estrés. Así, se asume que las entidades financieras no realizan ajustes en sus gastos operativos ni recortes de sus tasas de interés pasivas que suelen implementar para atenuar el impacto de una mayor morosidad sobre la rentabilidad. Las entidades tampoco incrementan el nivel de capitalización de sus utilidades (se mantiene en su promedio de los últimos dos años) ni reciben eventuales aportes de capital de sus accionistas, medidas que suelen tomar para preservar su solvencia ante escenarios adversos.

Proyección del Escenario Base

21. En el escenario base, que tiene mayor probabilidad de ocurrencia, se asume un crecimiento del PBI promedio de 4% en el horizonte de proyección.

Esta proyección asume que la economía peruana mantendría el dinamismo registrado en el año 2018 e incorpora un sostenido aumento de la demanda interna impulsado por la mejora de los términos de intercambio y de mantenimiento de la

confianza empresarial. A esto, se sumaría el mayor crecimiento de la producción minera por el avance de megaproyectos y de las obras de infraestructura en 2020.

En este escenario, los resultados del modelo de proyección señalan que el ratio de morosidad de la **banca** se incrementaría a 5,2% a diciembre de 2020. En los bancos medianos, el aumento de la morosidad reflejaría la consolidación del proceso de sinceramiento de cartera que las entidades vienen llevando a cabo en los créditos que fueron concedidos en años anteriores.

La mayor morosidad tendría un reducido impacto en la rentabilidad de los bancos grandes y medianos, principalmente por operar con clientes de mejor perfil de riesgo que cuentan con garantías que respaldan sus obligaciones (con lo cual el aumento de provisiones es menor).

Por otro lado, se espera que el ratio de morosidad de las **entidades no bancarias** aumente a 9,8% a diciembre de 2020. Ello se debe a que la cartera morosa del segmento de las MYPE seguiría manteniendo el crecimiento observado en los últimos doce meses. Asimismo, se espera una menor rentabilidad (el ROA pasaría de 2,1% en marzo de 2019 a 2% en diciembre de 2020), como resultado de las mayores provisiones y del bajo crecimiento de sus colocaciones. Cabe indicar que el deterioro de cartera se concentra en algunas entidades que actualmente presentan pérdidas y que se encuentran en procesos de redimensionamiento de sus operaciones y de limpieza de cartera.

Se estima que las entidades no bancarias registrarían una reducción de su ratio de capital global, alcanzando 13,2% a diciembre de 2020, debido al mayor ritmo de crecimiento de la cartera de las MYPE respecto a la capitalización de las utilidades generadas. De igual forma que en el caso de la proyección de gastos operativos y de tasas de interés, la proyección del escenario base es pasiva en el sentido que no se asume nuevos aportes de capital.

Proyección del Escenario de Estrés

22. En el escenario de estrés, el cual tiene una baja probabilidad de ocurrencia (1%), se asume una disminución del PBI para el horizonte de proyección (de -0,7% hacia fines de 2020) y una mayor depreciación de la moneda nacional (13% anual).

Este escenario considera una contracción de la demanda interna, por un menor ritmo de crecimiento del consumo e inversión privada, acentuado por retrasos en la ejecución del gasto público (en línea con el cambio de autoridades sub nacionales). Este menor dinamismo incidiría en una menor demanda por créditos por parte de las empresas y familias y un aumento de la probabilidad de incumplimiento de pago.

A ello se le añadiría el deterioro de la balanza comercial, debido a condiciones externas desfavorables que afectan a los precios de exportación (por el menor





crecimiento de nuestros socios comerciales), agravado por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Por otra parte, incrementos de la tasa de interés por parte de la FED más rápidos que lo esperado podrían generar una salida de los capitales extranjeros de los portafolios domésticos y, con ello, una alta depreciación del sol peruano.

En este escenario adverso, el ratio de morosidad de la **banca** se incrementaría a 6,8% en diciembre de 2020, principalmente por el deterioro de la cartera de los hogares y de las empresas de menor tamaño (MYPE y medianas empresas). De igual forma, se presentaría una menor calidad de cartera en los créditos otorgados a las empresas que operan en los sectores económicos de construcción y actividades inmobiliarias.

En este escenario, la banca disminuiría su ROA a 0,8% a diciembre de 2020, como consecuencia del aumento de los gastos en provisiones. Los bancos grandes atenuarían el requerimiento de provisiones con el uso de sus provisiones voluntarias ya constituidas. En cambio, los bancos medianos reducirían su rentabilidad a 0,1%, dado que estos bancos cuentan con un nivel bajo de provisiones voluntarias. En los bancos especializados, la mayor morosidad les generaría pérdidas en el horizonte de proyección.

Según el modelo satélite de riesgo de mercado, un escenario adverso en donde el spread EMBIG¹⁵, variable que aproxima la aversión al riesgo, se incrementa en 200 puntos básicos de forma exógena (similar a lo ocurrido durante la Crisis Financiera Internacional), provocaría que el valor de las inversiones en renta fija de la banca disminuya en 1,9%.

Por su parte, las **entidades no bancarias** debilitarían su situación financiera en el marco de este escenario negativo. Las cajas municipales y rurales, por el rápido deterioro de los créditos a las MYPE y las financieras por el incremento de la morosidad de sus créditos de consumo. Bajo este escenario, estas entidades alcanzarían un ratio de morosidad de 13% a diciembre de 2020. Este mayor deterioro se explica por los impactos negativos del menor crecimiento económico sobre los créditos minoristas a empresas y los créditos de consumo de menor tamaño.

Los efectos de la morosidad sobre la rentabilidad serían significativos, porque el ROA de las entidades no bancarias se reduciría a -1,5% a diciembre de 2020 debido a los mayores gastos de provisiones. Se espera que las entidades no bancarias disminuirían su ratio de capital global a 10,5% a diciembre de 2020, por las pérdidas generadas. Cabe precisar que el efecto de la mayor morosidad sobre la rentabilidad en el escenario adverso, sería menor, si es que las entidades financieras contaran con un nivel de provisiones procíclicas (e inclusive voluntarias) similar a la registrada en la fecha en la que la regla de constitución de dichas provisiones fue desactivada.

15 El *spread* EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) corresponde a la diferencia de tasa de interés de los bonos globales emitidos por países emergentes y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo.

II. MERCADO DE CAPITALES

23. **El mercado de capitales ha venido evolucionando favorablemente en lo que va del año, retomando su tendencia creciente del último quinquenio y en línea con la mejora en las condiciones financieras internacionales.** Pese a ello, el mercado de capitales como fuente de financiamiento alternativo y complementario para las empresas peruanas sigue siendo reducido.

Cuadro 2.1 INDICADORES DEL GRADO DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES					
INDICADORES DE OFERTA DE VALORES NEGOCIABLES	2015	2016	2017	2018	Mar.19
I. Mercado de Renta Fija Local (% PBI)					
A. Saldo de Instrumentos de Deuda Local	11	13	16	17	18
A.1. Saldo Bonos y Letras del Sector Público	8,1	10,0	12,7	14,0	14,7
A.2. Saldo Instrumento de Deuda de Sector Privado	3,1	3,3	3,4	3,4	3,5
II. Mercado de Renta Variable					
A. Capitalización Bursátil (% PBI)	51	63	75	65	70
B. Valor Negociado (% PBI)	1,6	2,1	3,8	2,5	1,8
B.1. Renta Variable	1,1	1,4	2,9	1,5	1,4
B.2. Instrumentos de Deuda	0,6	0,7	0,9	0,9	0,4
C. Velocidad de rotación de acciones (Turnover Velocity)	2,3%	3,1%	6,2%	2,4%	1,2%

Fuente: BCRP, Bloomberg, BVL y SMV.

El mercado de deuda pública ha continuado con su tendencia creciente, reflejada en un mayor tamaño del saldo de bonos soberanos y letras del tesoro con respecto al PBI (14,7% a marzo de 2019) y en un renovado interés por parte de inversionistas no residentes. Esta evolución contribuye a la consolidación de una curva de rendimiento de referencia para el mercado de capitales doméstico.

El mercado de deuda del sector privado viene registrando un mayor dinamismo (las emisiones crecieron 24,1% en los últimos doce meses), luego de su estancamiento durante el año anterior. En el 2018, las expectativas sobre mayores tasas de interés internacionales habrían contribuido a dicho estancamiento. Sin embargo, en lo que va del 2019, las empresas han retomado el interés por emisiones de deuda especialmente en moneda nacional, dada las condiciones financieras internacionales menos restrictivas.

En el mercado de renta variable, la capitalización bursátil se viene recuperando en lo que va del 2019, en línea con evolución de los mercados internacionales y de los

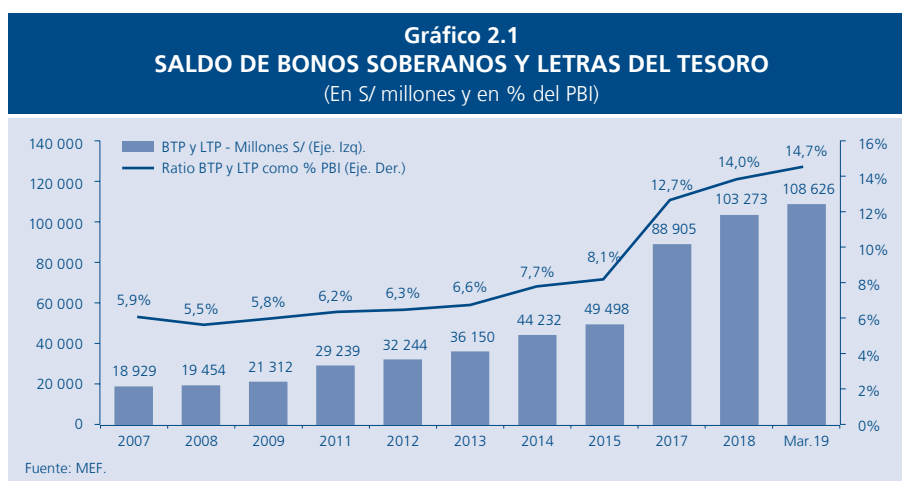




precios de los *commodities*. Sin embargo, el valor negociado anualizado sobre el PBI (1,4% a marzo) se mantuvo en un nivel similar al año anterior. La mayoría de los valores no transan con frecuencia diaria¹⁶ y desde el 2012 no ha habido nuevas aperturas bursátiles¹⁷, lo que evidencia la necesidad de seguir evaluando medidas para el desarrollo de este mercado.

Mercado de Deuda del Sector Público

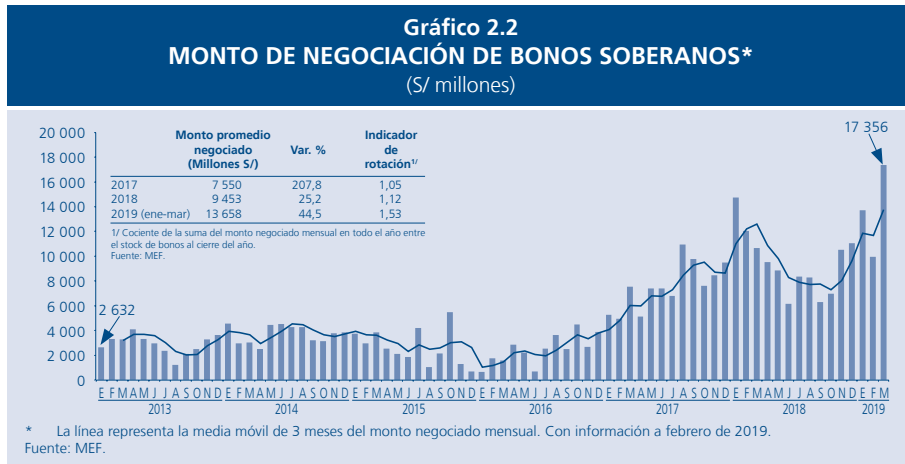
- 24. El mercado de deuda pública ha venido creciendo sostenidamente como reflejo del interés y la confianza de los inversionistas no residentes en lo que va del año 2019.** Esto se ha venido dando ante el mayor apetito de los inversionistas por activos financieros de economías emergentes con sólidos fundamentos macroeconómicos.



El saldo de instrumentos soberanos en moneda nacional (bonos soberanos y letras) como proporción del PBI se incrementó de 8,1% en el 2015 a 14,7% a marzo de 2019, lo que refleja el acelerado proceso de solarización de la deuda pública. Este proceso se ha visto beneficiado por nuestras fortalezas macroeconómicas y disciplina fiscal y los esfuerzos efectuados para mejorar la colocación de los bonos soberanos en los mercados internacionales (por ejemplo, los *Global Depositary Notes* y *Euroclear*). Estos esfuerzos también apuntan al desarrollo de la curva de referencia de tasas de interés.

- 25. La liquidez en el mercado de bonos soberanos viene repuntando en el último semestre, luego de registrar un retroceso durante el segundo semestre del año 2018.**

16 En la BVL hay 19 acciones de empresas locales con presencia bursátil superior al 50%. Sin embargo, en promedio, no más de 10 emisores locales transan en cada jornada.
17 En febrero de 2012 Andino Investment Holding realizó el último IPO del mercado.



El monto negociado promedio de bonos soberanos en lo que va del año 2019 registra un aumento de 44,5% con respecto del 2018, mientras que el indicador de rotación (monto negociado entre el saldo de bonos) aumentó a 1,53 veces en el primer trimestre de 2019, el más alto nivel en los últimos 9 años (en 2009 dicho indicador fue de 1,59 veces).

La tendencia favorable en el volumen negociado se explica, en parte, por las nuevas emisiones de títulos en el mercado local e internacional y por el mayor apetito de los inversionistas no residentes hacia las tenencias de esos títulos.

Respecto a las nuevas emisiones, la colocación del BTP 2032 por S/ 10 mil millones en julio de 2017 fue la primera transacción en la historia del Perú que se liquidó a través de la plataforma *Euroclear*. La demanda ascendió aproximadamente a S/ 34 mil millones (más de 3 veces el monto colocado), lo cual reflejó la confianza de los inversionistas en la fortaleza de la economía peruana. Estos recursos fueron usados para el prepago de créditos en dólares, euros y yenes.

La segunda colocación fue con el BTP 2029E por S/ 10 350 millones en noviembre de 2018, también registrada en *Euroclear*, constituyéndose en la más grande emisión internacional en moneda local realizada por una economía emergente¹⁸. Estos recursos se destinaron a financiar el intercambio y recompra de bonos soberanos y globales con vencimiento en los años 2019, 2020 y 2029 y cubrir parcialmente los requerimientos presupuestales.

Estas transacciones han generado ahorros importantes para el país, en la medida en que se han obtenido condiciones más favorables, menores pagos de interés y mayores plazos de vencimiento.

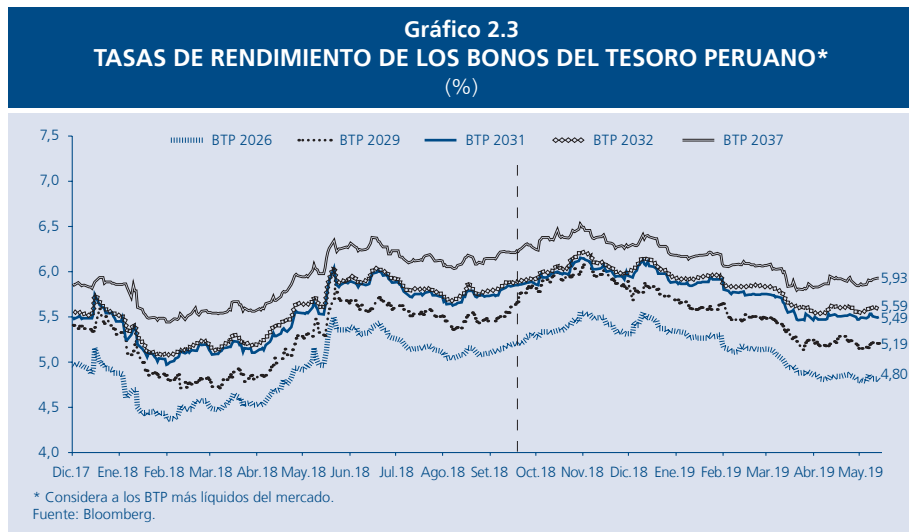
26. En el primer trimestre de 2019, los rendimientos de los bonos soberanos (BTP) revirtieron la tendencia creciente observada durante la mayor parte

18 La emisión del nuevo BTP 2029E se colocó a una tasa de interés de 5.95%, constituyéndose en una nueva referencia a 10 años en la curva de rendimientos en moneda local, sustituyendo a la anterior referencia del mismo vencimiento.

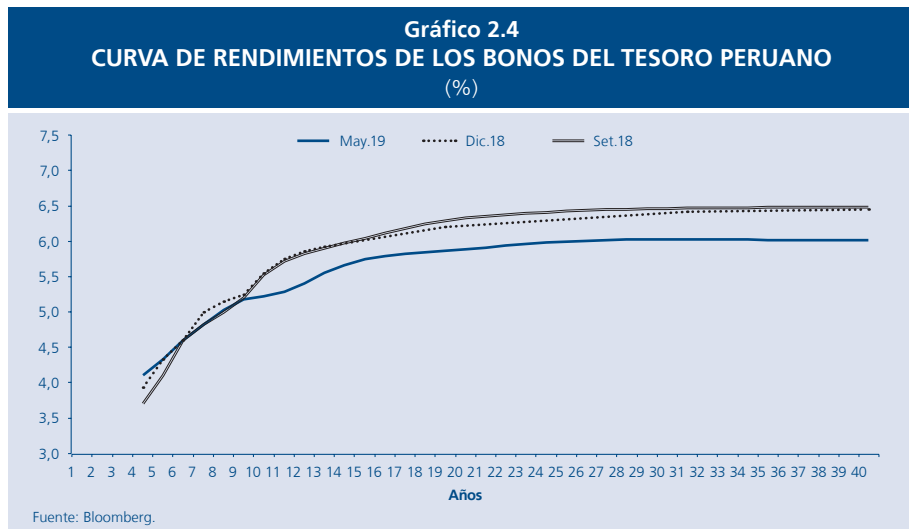




de 2018, ante el mayor apetito por mercados emergentes por parte de los inversionistas no residentes.



Las tasas de interés de los bonos soberanos disminuyeron, en promedio, 40 puntos básicos en el primer trimestre de 2019. La menor aversión al riesgo hacia mercados emergentes, se dio en un contexto de pausa en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y el cambio hacia una posición menos restrictiva de la política monetaria de la FED, lo que incidió favorablemente en la evolución de los indicadores de riesgo país de las economías emergentes con sólidos fundamentos macroeconómicos como es el caso peruano. Si bien en mayo de 2019 se reavivaron las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, su efecto en el rendimiento de los bonos soberanos ha sido bajo.



27. El mayor dinamismo de la deuda pública ha venido acompañado con una recomposición en las tenencias de valores, observándose una mayor participación de los inversionistas no residentes y una disminución de las tenencias de las AFP. En el primer trimestre del año 2019, las tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes se incrementaron en S/ 10 125 millones por las compras efectuadas en el mercado primario y en el mercado secundario, principalmente a las AFP que redujeron su participación, en parte, para aprovechar los beneficios de la diversificación de un mayor límite de inversiones en el exterior.

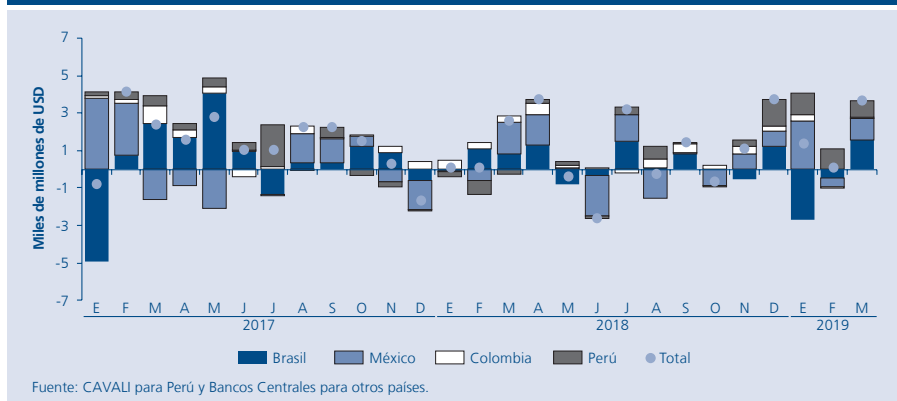
Cuadro 2.2
TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS POR TIPO DE INVERSIONISTA

	Dic.16		Dic.17		Dic.18		Mar.19		Variaciones
	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mar.19/Dic.18
No Residentes	23 721	38%	38 558	45%	44 693	44%	54 817	51%	10 125
AFP	25 727	41%	26 909	31%	30 771	30%	24 777	23%	-5 994
Bancos	5 924	9%	12 711	15%	15 527	15%	17 765	17%	2 238
Seguros	4 322	7%	4 917	6%	5 966	6%	6 068	6%	102
Otros ^{1/}	3 394	5%	3 318	4%	3 998	4%	3 785	4%	-213
Total	63 088	100%	86 414	100%	100 955	100%	107 212	100%	6 257

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.
Fuente: MEF.

En América Latina, los inversionistas no residentes incrementaron sus tenencias de bonos soberanos por el equivalente a US\$ 9 300 millones, destacando los flujos hacia Perú (US\$ 4 900 millones) y México (US\$ 4 100 millones). En ambos países, estos flujos aumentaron desde noviembre de 2018 con el inicio del cambio en la posición de política monetaria de la FED. En el caso peruano, la aceleración de los flujos de capitales coincidió con la emisión del bono soberano BTP 2029E, el cual es liquidable a través de *Euroclear*.

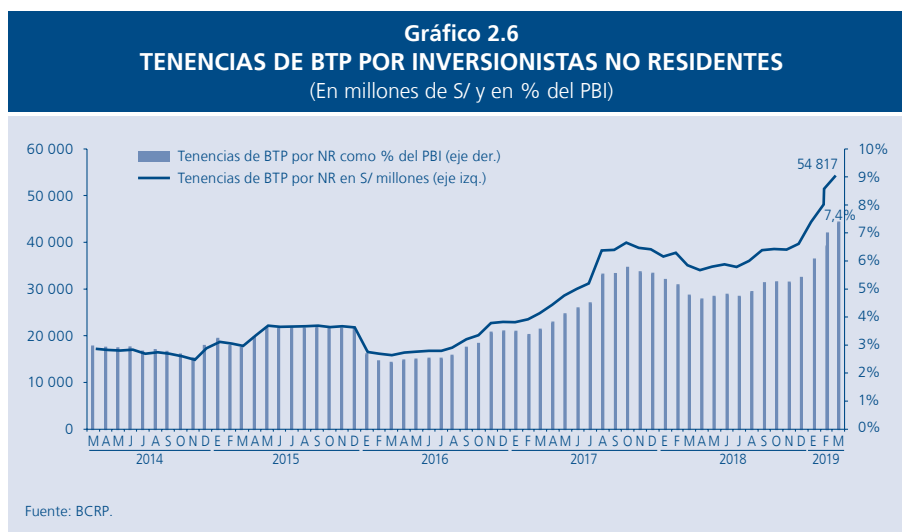
Gráfico 2.5
FLUJOS DE NR HACIA BONOS SOBERANOS A TASA FIJA - LATAM





En términos de exposición cambiaria, el incremento de la tenencia de BTP por parte de los inversionistas no residentes no ha sido proporcional al nivel de cobertura de dichos instrumentos en el mercado de derivados. Entre setiembre de 2018 y marzo de 2019, las tenencias de BTP de los inversionistas no residentes se incrementaron en US\$ 5 600 millones, mientras que el saldo de compras *Non Delivery Forward* aumentó en US\$ 1 100 millones. De esta manera, el ratio de cobertura del portafolio de BTP de los inversionistas no residentes disminuyó de 58% a 46% en dicho periodo.

Frente a esta evolución, el riesgo de un escenario en el que los inversionistas no residentes decidan liquidar de manera apresurada sus posiciones en bonos soberanos (que a marzo alcanzan el 7,4% del PBI) se encuentra limitado por el tamaño de los depósitos que mantiene el sector público en el BCRP, Banco de la Nación y en el sistema financiero (equivalente al 13,1% del PBI).

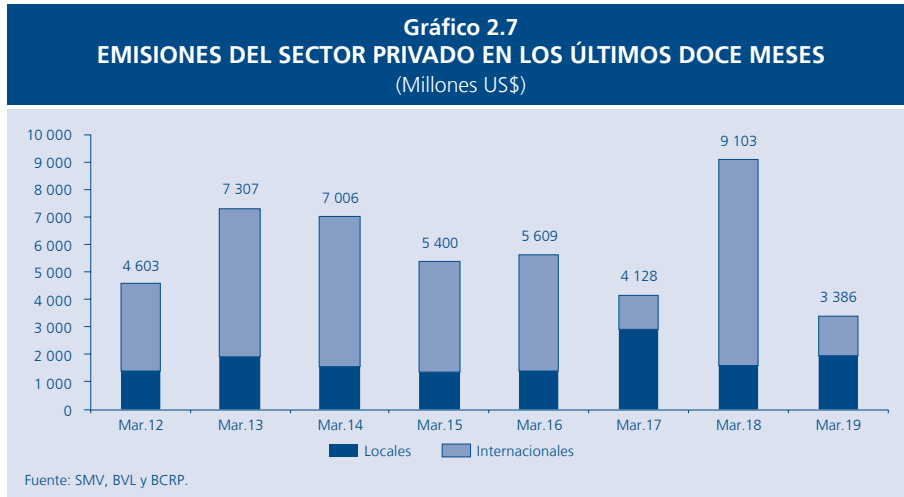


Mercado de Deuda del Sector Privado

28. En lo que va del año, se observa un renovado interés de las empresas por financiarse a través del mercado de capitales local. Las emisiones en el mercado local aumentaron en 24,1% en los últimos doce meses y se dio principalmente en los sectores de servicios públicos y manufactura, en línea con la recuperación de la demanda interna.

Asimismo, las empresas muestran una mayor preferencia por las emisiones en soles, a fin de evitar exponerse al riesgo cambiario y al riesgo de tasas de interés en moneda extranjera. Sin embargo, la profundidad del mercado local (participación de los bonos en el financiamiento del sector privado) sigue siendo baja, dado que la mayoría de las empresas toman créditos para financiar sus actividades productivas y

suelen acudir al mercado de capitales en caso sus líneas de crédito bancarias hayan sido íntegramente utilizadas¹⁹.



Por otro lado, las emisiones en el mercado internacional disminuyeron en los últimos doce meses en un contexto de depreciación del tipo de cambio e incertidumbre global durante el año 2018. Sin embargo, en los primeros del año 2019, dicho contexto mejoró, lo que llevó a las empresas a seguir buscando financiamiento en los mercados internacionales, con participación inclusive de emisiones en moneda nacional.

Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño realizan emisiones en el exterior debido a que pueden acceder a financiamiento por montos superiores a los que obtendrían de una emisión similar en el mercado local. La mayor cantidad y diversidad de inversionistas que adquieren los instrumentos emitidos es otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior.

Las empresas peruanas que facturan en soles y emiten en el exterior se exponen al riesgo cambiario, si es que no realizan las coberturas cambiarias necesarias. En el año 2018, la depreciación de la moneda nacional (4,2%) les generó leves pérdidas, registrando un ratio de Diferencia de Cambio sobre EBIT de -3,3%. No obstante, la rentabilidad de las empresas se incrementó en el año, dado que las ventas siguieron la evolución favorable de la actividad económica. Además, el apalancamiento de estas empresas se mantuvo prácticamente estable en el año 2018.

19 Inclusive un grupo de empresas corporativas no utilizan el mercado de capitales local porque tienen disponible otras alternativas de financiamiento. Algunas empresas se financian a través de sus proveedores (cuentas por pagar comerciales) como fuente de financiamiento a corto plazo. Otras empresas reciben financiamiento de bancos internacionales o de empresas vinculadas a su grupo económico como fuente de financiamiento de largo plazo.

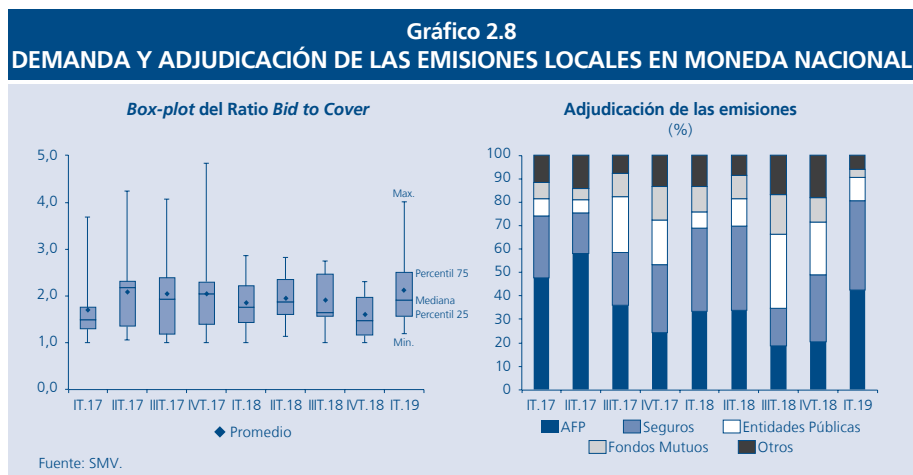


Cuadro 2.3
INDICADORES FINANCIEROS DE EMPRESAS QUE EMITEN EN EL EXTERIOR ^{1/}

	2016	2017	2018
Ratio de apalancamiento	1,0	1,0	1,1
Ratio de cobertura de interés	4,1	4,0	4,7
Diferencia de cambio / EBIT	0,1%	2,1%	-3,3%
ROE	7,9%	4,6%	7,8%

1/ Los datos corresponden a una muestra de 14 empresas corporativas no financieras que han realizado emisiones de instrumentos de deuda en el mercado internacional y que además tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores local (por ejemplo: Andino Investment Holding, Alicorp, Cementos Pacasmayo, entre otros).
Fuente: Economática.

29. En el primer trimestre de 2019, se observa una recuperación en la demanda de valores por parte de las AFP y de las empresas de seguros. Esto se refleja en la evolución del ratio *Bid to cover* de las emisiones domésticas (total de propuestas de compra sobre el monto de la emisión), tanto en su promedio (pasó de 1,6 en el último trimestre de 2018 a 2,1 a la fecha) como en su dispersión.



En el año 2019, las AFP y las empresas de seguros han demandado el 80,7% de las emisiones locales en soles. Las regulaciones prudenciales limitan una mayor inversión de las AFP en títulos de deuda de emisores locales. Por ejemplo, para las AFP está establecido que el monto máximo a adjudicarse en una emisión es el 50%, asimismo, las inversiones en un emisor pueden ser hasta 15% de los pasivos del emisor, lo que limita la capacidad de las empresas para financiarse a través de la emisión de bonos en el mercado local.

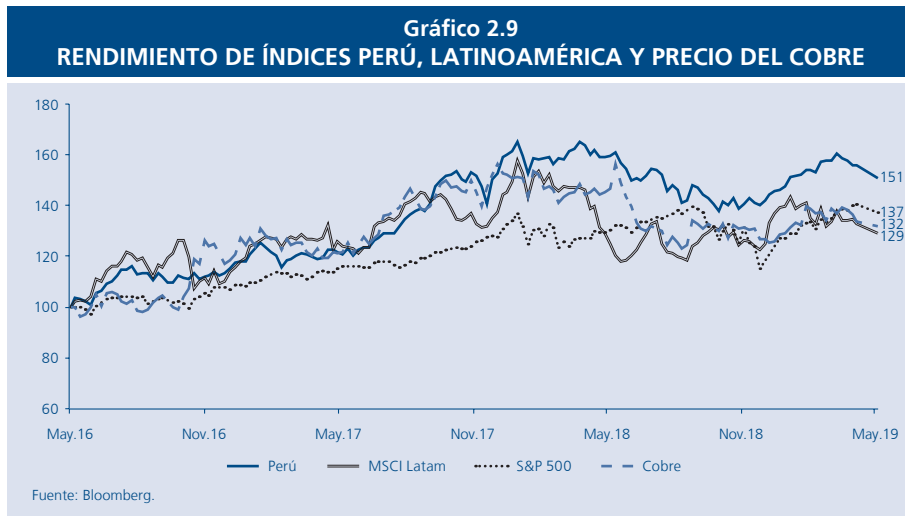
Mercado de Renta Variable

30. En el primer trimestre de 2019, el mercado bursátil peruano recuperó las pérdidas registradas en el año 2018, en línea con la evolución de

los mercados internacionales y de los precios de los *commodities*. Sin embargo, la reciente reanudación de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China ha venido revirtiendo la evolución favorable del mercado bursátil.

En el primer trimestre de 2019, la menor aversión al riesgo global por la pausa de las tensiones comerciales, el cambio en las expectativas sobre la política monetaria de la FED y los resultados corporativos positivos en EE.UU, ha favorecido al mercado de valores a nivel mundial. Esto, además, impulsó una recuperación en el precio del cobre²⁰ y un mayor flujo de capitales hacia economías emergentes, lo cual, junto con los buenos resultados de las empresas peruanas²¹, especialmente de los sectores de consumo y minería, benefició al mercado bursátil.

Esta evolución del mercado bursátil, sin embargo, se revertió en mayo de 2019, por un reavivamiento de la aversión al riesgo ante el escalamiento de las tensiones comerciales entre EE.UU y China, que ha generado una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.



Entre abril y el 15 de mayo de 2019, el mercado bursátil local registró una contracción en su índice Peru General de -4,4%, porcentaje similar a lo registrado en otras economías emergentes y en países desarrollados. Además, la liquidez

20 El coeficiente de correlación entre el índice de Perú y el precio del cobre es de 0,9. Por otro lado, la correlación del índice Latinoamérica con el precio del cobre es de 0,8.

21 La utilidad neta de las 100 empresas más grandes que listan en la BVL aumentó en 7% en el primer trimestre de 2019 respecto a similar período del año anterior.





del mercado local siguió registrando bajos niveles. El ratio de rotación de las acciones de la BVL (monto negociado promedio sobre capitalización bursátil) pasó de 1,5% en marzo de 2018 a 1,2% en marzo de 2019, manteniéndose en este nivel hasta mayo. El nivel de liquidez del mercado está asociado al bajo *free float* (porcentaje de las acciones disponibles para negociación en la BVL) de las acciones peruanas (31,2% en las acciones que componen el índice Perú General) en comparación de las acciones de otros mercados (45,5% en Chile y 90% en países desarrollados).

Cuadro 2.4
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES ^{1/}

Región	Índice	May.19	Var.%				
			Abr.-May.19 ^{3/}	IT.19 ^{2/}	2018	2017	2016
América							
EE.UU	Dow Jones	25 648	-3,6	11,2	-5,6	25,1	13,4
EE.UU	S&P 500	2 851	-3,2	13,1	-6,2	19,4	9,5
Brasil	Bovespa	22 955	-6,2	7,8	-1,8	24,7	69,1
Chile	IGPA	36,91	-5,1	4,9	-17,8	47,0	20,8
Colombia	IGBC	3,72	-5,9	19,5	-10,8	14,2	25,0
Perú	Peru General	6 028	-4,4	10,8	-7,0	32,7	60,9
Perú	LIMA 25	7 891	-4,4	7,4	-17,3	35,0	86,1
Europa							
Alemania	DAX	13 559	-2,1	7,1	-22,2	28,2	3,3
Reino Unido	FTSE 100	9 387	-3,0	10,3	-17,5	17,9	-4,1
Asia							
Japón	Nikkei 225	193,6	-2,9	5,6	-10,4	23,4	3,8
Corea	KOSPI	1,76	-6,8	2,8	-20,5	37,2	0,9
China	Shangai Composite	427	-6,5	27,0	-28,7	13,6	-18,0

1/ Estimados considerando como moneda base el dólar americano.
2/ Al cierre de marzo. Variación de diciembre 2018 a marzo 2019.
3/ Al 15 de mayo. Variación de abril 2019 al 15 de mayo de 2019.
Fuente: Bloomberg.

Fondos Privados de Pensiones

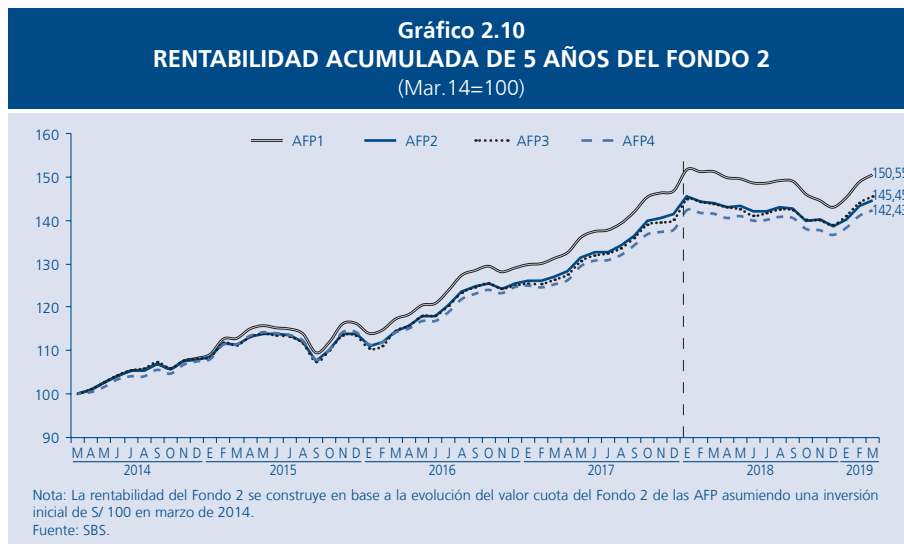
31. La cartera administrada por los fondos privados de pensiones obtuvo retornos positivos en el primer trimestre de 2019, revirtiendo las pérdidas generadas en el año anterior. Esta recuperación estuvo asociada a la evolución favorable de los precios de activos en los mercados internacionales y locales.

Este entorno favorable durante el primer trimestre de 2019 ha permitido que la rentabilidad acumulada del Fondo 2, por ejemplo, alcance tasas cercanas a los

máximos niveles registrados a inicios de 2018. Si bien la evolución de la rentabilidad es similar entre las administradoras de fondos²², se aprecia que una de ellas tiene una mejor gestión del portafolio, registrando una rentabilidad acumulada en los últimos 5 años de 5,7 puntos porcentuales mayor que la administradora menos rentable.

Cabe mencionar que un factor que explicaría la alta correlación de las rentabilidades entre administradoras de fondos de pensiones es la rentabilidad mínima que se calcula mensualmente en base al promedio de la rentabilidad real anualizada del sistema en los últimos 36 meses y es diferente para cada tipo de Fondo. Esto conduce a que cada AFP compare la rentabilidad de su fondo administrado contra un índice compuesto por el promedio de las rentabilidades del sistema; en consecuencia, es un indicador de referencia o *benchmark* endógeno (si una AFP se ubica por debajo de la rentabilidad mínima, deberá hacer uso de su encaje para garantizar al afiliado la rentabilidad mínima).

De lo anterior, resulta necesario sustituir el esquema de rentabilidad mínima por un esquema de *benchmark* exógenos. De este modo, se promoverá una mayor competencia entre las AFP y se incentivará una mayor diferenciación de las carteras de inversión.



32. En el año, la posición de bonos soberanos peruanos en la cartera administrada se redujo en favor de mayores depósitos a nivel local y de inversiones en

22 La correlación entre los rendimientos del Fondo 2 es superior al 98% en los últimos 5 años.





administradoras de fondos del exterior. Así, el ratio de depósitos en el sistema financiero peruano sobre la cartera administrada pasó de 2,8% en diciembre de 2018 a 5,1% en marzo de 2019, lo cual refleja el aumento de la posición de liquidez de los fondos de pensiones y brinda a las AFP una mayor capacidad para adquirir activos en un escenario de reversión de los flujos de capitales.

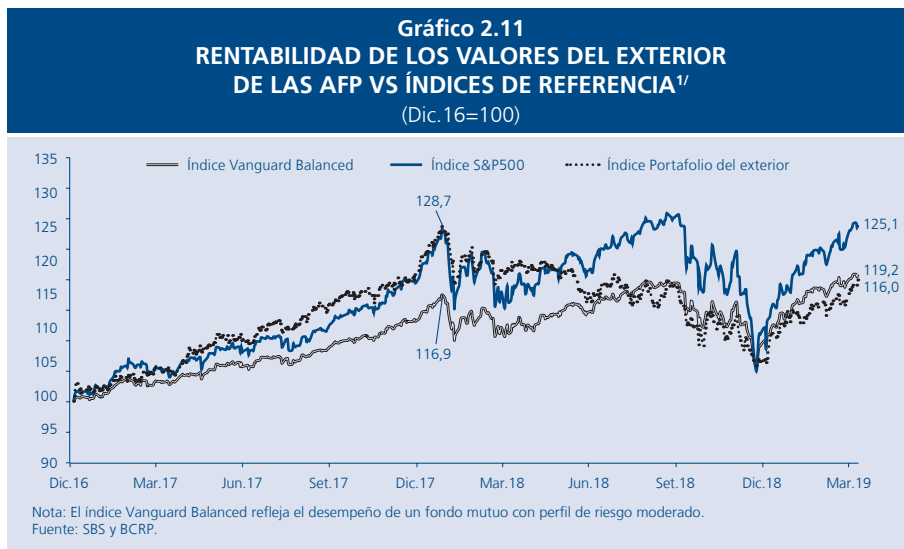
Cuadro 2.5										
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA ADMINISTRADA POR LAS AFP										
<i>(MN en Millones de soles y ME en Millones de dólares)</i>										
	31 Mar.18		31 Dic.18		31 Mar.19		Mar.19/Dic.18		Mar.19/Mar.18	
	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME
I. Inversiones domésticas	67 873	6 178	65 599	5 474	61 827	6 022	-3 772	548	-6 046	- 156
Gobierno	37 415	172	35 497	41	28 860	43	-6 637	3	-8 555	- 128
Depósitos en el Sistema Financiero	3 564	410	3 702	71	5 297	549	1 595	479	1 733	140
Bonos	11 911	2 163	11 779	1 905	12 354	1 757	576	- 149	444	- 407
Acciones	12 499	1 386	11 354	1 665	12 051	1 834	697	169	- 448	449
Fondos Mutuos y de Inversión	731	1 077	1 233	1 184	1 207	1 221	- 27	37	475	144
Otros 1/	1 753	971	2 034	609	2 058	618	24	9	305	- 353
II. Inversiones en el extranjero	23	21 718	24	20 262	- 6	23 664	- 30	3 402	- 29	1 946
Depósitos	0	193	2	92	- 27	372	- 29	280	- 27	179
Bonos y Acciones	23	878	22	960	21	1 534	- 1	574	- 2	656
Administradoras de Fondos	0	20 647	0	19 210	0	21 758	0	2 548	0	1 111
III. Operaciones en tránsito	817		982		1 943		961		1 126	
Cartera administrada	68 714	27 896	66 605	25 736	63 764	29 686	-2 841	3 950	-4 949	1 790
Total (en millones de soles)	158 763		153 414		162 263		8 849		3 500	
<i>Inv. en el Exterior / Cartera Adm.</i>		44,2%		44,6%		48,4%		3,8%		4,2%
<i>Dolarización de la cartera</i>		56,7%		56,6%		60,7%		4,1%		4,0%
<i>Depósitos en el S.F. / Cartera Adm.</i>		3,5%		2,8%		5,1%		2,4%		1,7%

1/ Incluye valores emitidos por sociedades tituladoras, de arrendamiento financiero, entre otros.
Fuente: SBS.

Cabe indicar que la mayor liquidez de la cartera fue el resultado de la venta de títulos del gobierno por parte de las AFP a los inversionistas no residentes, lo cual propició la disminución de los rendimientos en el mercado de deuda pública. Por otra parte, la participación de las inversiones en el exterior se elevó en los últimos doce meses (de 44,2% a 48,4%), en un contexto en el cual el BCRP elevó el límite operativo de dichas inversiones (de 47% a 50%) con el fin de promover una mayor diversificación de la cartera administrada.

- 33. La rentabilidad de la cartera administrada en el exterior ha registrado una evolución similar a portafolios internacionales que pueden ser tomados como una referencia.** Considerando los índices Vanguard Balanced y S&P500, se observa una alta correlación entre dichos índices y la rentabilidad de los fondos de pensiones desde 2016. De manera similar a la evolución de los índices

mencionados, en el primer trimestre del 2019, el portafolio en el exterior de los fondos de pensiones ha recuperado parte de las pérdidas registradas en el año 2018. Sin embargo, el reavivamiento de las tensiones comerciales a partir de mayo puede afectar negativamente el rendimiento del portafolio en el exterior de las AFP.



Empresas de Seguros

- 34. El portafolio de inversiones de las empresas de seguros siguió creciendo en los últimos 12 meses, en línea con la mayor demanda de coberturas en los ramos de vida y generales.** El portafolio de inversiones se concentra en instrumentos de deuda (76,7%) e inversión inmobiliaria (6,8%). Ello les permite obtener flujos de ingresos para lograr el calce adecuado con sus obligaciones.

Cuadro 2.6
CARTERA ADMINISTRADA POR LAS EMPRESAS DE SEGUROS

	Estructura (% del total)					Saldo (mill. S/)		Rentabilidad anualizada (%)
	Caja y depósitos	Deuda corporativa	Deuda soberana	Instrumentos de Capital	Inversión inmobiliaria	Otras inversiones	Inversiones elegibles	
Dic.17	4,2	61,1	13,7	7,6	7,5	5,9	36 005	6,84
Mar.18	5,5	61,7	14,7	5,6	6,9	5,6	36 347	6,72
Dic.18	4,8	61,8	15,3	5,2	6,5	6,3	39 027	6,38
Mar.19	4,9	61,6	15,1	5,3	6,8	6,3	40 280	6,38

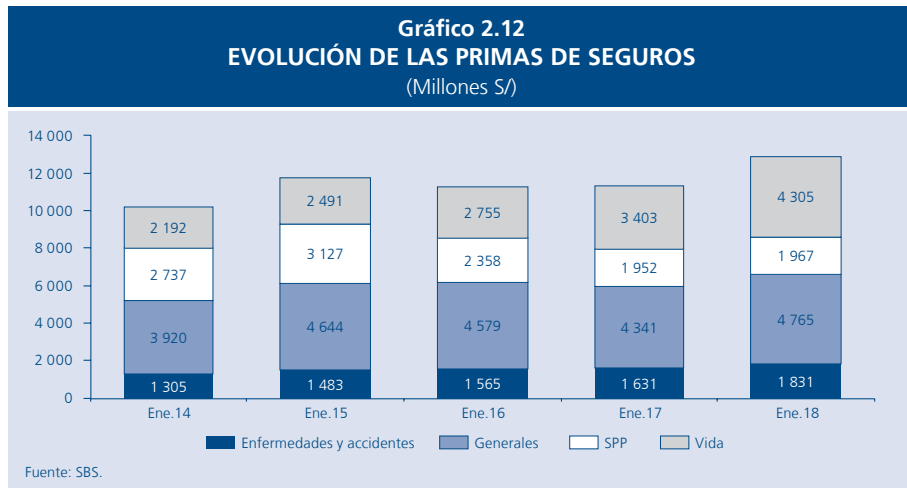
Fuente: SBS.





Las inversiones de las empresas de seguros han obtenido retornos superiores al 6% en los últimos 3 años, dada su orientación a la inversión en instrumentos de renta fija. En el año 2018, dichas empresas adquirieron el 35% de las colocaciones en el mercado de valores emitidos por oferta pública primaria. Estos activos se mantienen en gran proporción hasta su vencimiento.

Desde el año 2017, las primas de seguros vienen retomando su proceso de crecimiento. En relación al PBI, las primas netas se incrementaron de 1,6% en el año 2017 a 1,7% en el 2018, aunque este ratio aún sigue siendo menor al promedio de 3,9% de otros países de América Latina. El segmento que registra un mayor dinamismo es el de seguros de vida, especialmente la Renta Particular²³, tras la promulgación de la ley que permite el retiro de los fondos acumulados en el Sistema Privado de Pensiones (SPP) cuando el afiliado cumple con los criterios legales de jubilación como los considerados en el Régimen Especial de Jubilación Anticipada para Desempleados y en el Régimen de Jubilación Anticipada Ordinaria (Recuadro 4).



23 Las pólizas de Renta Particular se adaptan al perfil y preferencias del asegurado, quien puede recibir una renta mensual hasta su fallecimiento (perpetuidad) o elegir el período por el que desea recibir una renta temporal (anualidad) con la opción de obtener la devolución total o parcial de la prima pagada al inicio del contrato.

Recuadro 4 RÉGIMEN ESPECIAL DE JUBILACIÓN ANTICIPADA (REJA) Y RÉGIMEN DE JUBILACIÓN ANTICIPADA ORDINARIA (JAO)

El REJA fue creado en octubre de 2009 (Ley N° 29426) para los afiliados al SPP, con carácter temporal, y estuvo vigente hasta diciembre de 2018, luego de haberse prorrogado en tres oportunidades consecutivas.

La Ley N° 30939, publicada el 3 de mayo de 2019, reestablece el REJA con carácter permanente aun que incorpora algunas modificaciones respecto al régimen creado por la Ley N° 29426:

- Respecto a los requisitos de acceso al REJA, se mantiene la edad mínima (55 años para hombres y 50 años para mujeres) y el período en condición de desempleado que el afiliado debe acreditar (12 meses consecutivos o más). Sin embargo, se incorpora la posibilidad que, en ese período, el afiliado pueda haber recibido ingresos de cuarta categoría que no excedan las 7 Unidades Impositivas Tributarias (UIT)²⁴, sustentado con documento de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT). Además, se elimina el requisito de que la pensión calculada del afiliado sea igual o mayor a una Remuneración Mínima Vital (RMV)²⁵.
- Respecto a la redención anticipada del Bono de Reconocimiento, se precisa que el REJA da derecho al Bono de Reconocimiento después de 2 años o al cumplir los 65 años (lo que ocurra primero), aun cuando se haya agotado con anterioridad el fondo de pensiones del afiliado y previa comunicación de la AFP sobre los afiliados calificados para acceder a este beneficio.

De otro lado, la Ley N° 30939 también modifica el Texto Único Ordenado de la Ley del SPP (Decreto Supremo 054-97-EF), estableciendo requisitos más exigentes para el acceso de los afiliados del SPP a la JAO y precisando la base de cálculo del aporte que el afiliado que acceda a la jubilación anticipada debe destinar al Seguro Social de Salud (ESSALUD).

- Se establece un requisito de edad mínima para acceder al JAO similar al del REJA (55 años para hombres y 50 años para mujeres). La normativa anterior no establecía restricción alguna de edad.
- Se mantiene el requisito de que la pensión estimada del afiliado sea igual o superior al 40% de las remuneraciones percibidas y rentas declaradas recibidas durante los últimos 120 meses debidamente actualizados. Sin embargo, a diferencia de la normativa anterior, se precisa que dichas remuneraciones y rentas deben deducir las gratificaciones.
- Para el cálculo de la pensión referida anteriormente, se establece que no se considerará los aportes voluntarios (con o sin fin previsional) que excedan el 20% de la CIC de aportes

24 Equivalente a S/ 29 400.

25 Equivalente a S/ 930.





obligatorios y tengan una permanencia menor a 9 meses en la CIC. En la normativa anterior, no se establecía restricción alguna a los aportes voluntarios para efectos del cómputo de la pensión del afiliado.

- Al igual que en el REJA, se establece que la JAO da derecho a la redención del Bono de Reconocimiento después de 2 años de acogimiento al régimen o al cumplir 65 años (lo que ocurra primero).
- Se precisa que el monto a ser retenido por la AFP y transferido a ESSALUD para garantizar el acceso a prestaciones y beneficios del asegurado equivale al 4,5% del fondo utilizado para el acceso a los regímenes de jubilación (incluyendo los aportes voluntarios efectuados para acceder al JAO). En la normativa anterior, el aporte a ESSALUD era el 4,5% de la CIC de aportes obligatorios, es decir no incluía los aportes voluntarios con o sin fin previsional realizados a fin de cumplir el requisito de pensión para acceder a la JAO.

En conclusión, la Ley N° 30939 establece, por un lado, condiciones más flexibles para que el afiliado del SPP pueda acceder al REJA y, por el otro, condiciones más restrictivas para que pueda acceder a la JAO²⁶.

Otro aspecto importante establecido en la Ley es la creación de un Consejo encargado de evaluar, en un plazo de 180 días, la situación actual de los sistemas de pensiones. El Consejo tiene carácter multisectorial²⁷ y su Secretaría Técnica, que estará a cargo del MEF, deberá informar de sus resultados a las comisiones de Economía, Banca, Finanzas e Inteligencia Financiera, y de Trabajo y Seguridad Social del Congreso de la República.

El Consejo tendrá las siguiente funciones: i) evaluar las condiciones de acceso, los costos y beneficios de los regímenes de jubilación anticipada actualmente vigentes en el SPP; y ii) evaluar integralmente las condiciones principales del sistema de pensiones público y privado, incluyendo aspectos como la sostenibilidad fiscal, la suficiencia de las pensiones (pensión mínima), la evolución demográfica y la cobertura universal de la población, así como emitir recomendaciones concretas sobre estos aspectos.

El restablecimiento del REJA con carácter permanente y no temporal era necesario, pues anteriormente se había venido prorrogando su vigencia, de manera sucesiva, hasta que venció definitivamente el 31 de diciembre de 2018, pese a que antes de esa fecha se presentaron en el Congreso diversos proyectos de ley que proponían prorrogar su vigencia. En ese sentido, el carácter permanente de este régimen otorgará mayor certeza a los afiliados del SPP sobre la posibilidad de acceder a la jubilación anticipada en caso de desempleo.

26 Recientemente, la SBS ha publicado un proyecto normativo que establece el procedimiento operativo para el acceso de los afiliados del SPP a ambos regímenes de jubilación anticipada, de acuerdo a lo dispuesto en la Ley N° 30939.

27 Está conformado por un representante de las siguientes entidades: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF); Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS); Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo; y Oficina de Normalización Previsional (ONP).

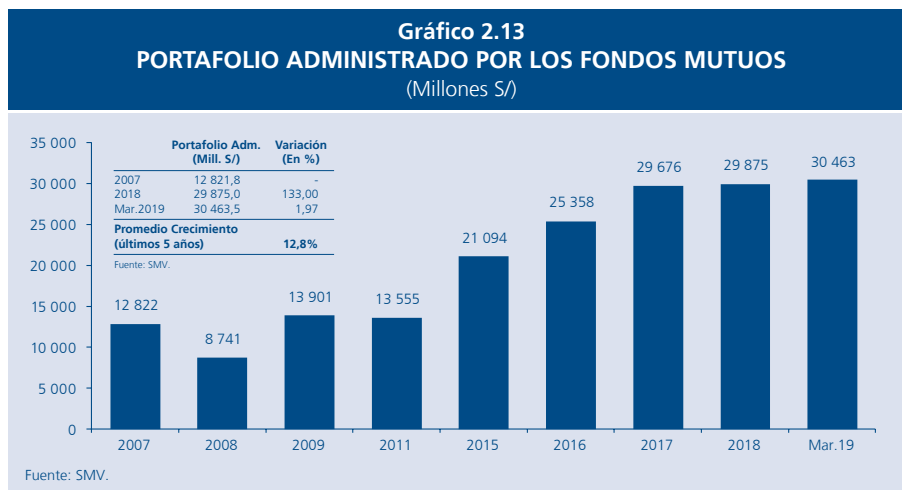
Por otro lado, es oportuno que se haya introducido requisitos más exigentes para acceder a la JAO con la finalidad de garantizar el fin previsional de los fondos acumulados (se observaba una tendencia creciente en el número de afiliados menores de 65 años que han venido accediendo a esta modalidad de jubilación anticipada a través del uso de aportes voluntarios).

Finalmente, resulta importante la creación de un consejo multisectorial encargado de evaluar y emitir recomendaciones sobre diversos aspectos concernientes a los sistemas pensionarios actualmente existentes, pues se requiere una reforma integral que aborde los principales problemas del sistema de pensiones peruano, como son el bajo nivel de cobertura (asociado a la alta informalidad laboral) y las bajas tasas de reemplazo, entre otros.

Fondos Mutuos

35. En lo que va del año 2019, el patrimonio administrado por estos vehículos de inversión continúa mostrando una tendencia positiva. En 2018, los fondos mutuos mostraron un bajo crecimiento, principalmente por el bajo desempeño que tuvieron los instrumentos de deuda asociados a la volatilidad del mercado internacional (más del 80% de los fondos de la industria invierte principalmente en este tipo de instrumentos). En lo que va de 2019, los Fondos Mutuos mostraron un mayor dinamismo en un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros a nivel global.

El crecimiento que vienen mostrando los fondos mutuos²⁸ desde el año 2007 se atribuye, en parte, al mayor número de partícipes, los rendimientos positivos, las perspectivas económicas locales y globales optimistas y a la innovación de productos atractivos para los partícipes. Actualmente existe una mayor oferta de productos que atrae a partícipes de distintos perfiles de inversión.



28 Tan solo en los últimos 5 años, estos inversionistas han crecido 9,3% y entre el 2007 y 2018 aumentaron 133%.





Cuadro 2.7
ESTRUCTURA DE INVERSIONES DE LOS FONDOS MUTUOS POR TIPO DE ACTIVO
(Estructura participativa en % y en S/ millones)*

	2007	2008	2009	2011	2015	2016	2017	2018	Mar.19
Depósitos	28,9	46,6	49,8	50,9	83,6	80,9	77,0	73,4	71,6
Bonos	43,8	41,8	37,8	35,0	11,7	13,5	14,7	17,8	18,6
Otras Obligaciones	11,2	5,4	5,3	6,4	1,1	2,3	3,4	2,5	2,7
Renta Variable	16,2	6,1	7,1	7,8	3,5	3,4	5,0	6,2	7,1
Total (en %)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Total (S/ Millones)	12 822	8 741	13 901	13 555	21 094	25 358	29 676	29 875	30 463

* Otras obligaciones: Incluyen inversiones en instrumentos de corto plazo, certificados de depósito negociables y operaciones de reporte.
Fuente: SMV.

Los cambios regulatorios que se vienen introduciendo han venido fomentando el desarrollo de estos inversionistas institucionales en el mercado de capitales. Durante el año 2018, la SMV formalizó diversas iniciativas con el propósito de facilitar el acceso al mercado de valores y fortalecer la protección al inversionista. Entre las más relevantes:

- (i) Reconocimiento en el país de los fondos de los países de la Alianza del Pacífico. El pasaporte de fondos permite a una administradora de fondos de un país de la Alianza del Pacífico comercializar su fondo en cualquiera de los cuatro países de este mercado con la sola aprobación de su regulador local. Así, se incrementan las alternativas para cualquier inversionista de estos países.
- (ii) Se redujo el requerimiento de capital adicional a las Sociedades Administradoras y se incorporó el gestor externo y el agente colocador²⁹ de cuotas de participación. Estas medidas buscan reducir los costos operativos de las sociedades administradoras y hacerlas más competitivas con respecto a sus pares de la Alianza del Pacífico. Por otra parte, la creación del distribuidor y promotor³⁰ permitirá mejorar los canales de colocación de las cuotas de fondos mutuos así como incrementar la información acerca de los fondos mutuos que tienen las personas naturales.
- (iii) Se redujeron las contribuciones aplicables a emisores, fondos y patrimonios, valores extranjeros y a la negociación de valores del índice del Buen Gobierno Corporativo con la finalidad de promover su negociación y mejorar la liquidez del mercado.

29 El Reglamento establece que la sociedad administradora podrá contratar un Gestor Externo para realizar funciones de inversión y pertenecer al comité de inversiones. Asimismo, el Reglamento define al Agente Colocador como la persona jurídica contratada por la sociedad administradora para realizar la distribución de las cuotas de fondos mutuos.

30 Los promotores también brindan asesoría a las personas naturales para que sus inversiones en fondos mutuos se ajusten a su perfil y objetivos de inversión.

Fondos de Inversión

- 36. Los fondos de inversión³¹ de oferta pública continúan siendo una fuente de financiamiento atractiva para las empresas.** Estos fondos han venido creciendo a una tasa promedio de 9% anual en el último quinquenio, teniendo un alto potencial de desarrollo dado su aún bajo nivel de profundidad (representa el 13,1% de los fondos mutuos y el 2,6% del portafolio administrado por los fondos de pensiones).

En el mercado peruano existe una amplia variedad de fondos, entre los que destacan los fondos que invierten en derechos de acreencias y en activos inmobiliarios. Los fondos de derechos sobre acreencias son los de mayor crecimiento, entre los cuales destacan los fondos que participan en préstamos sindicados y los que adquieren cuentas por cobrar de las empresas (*factoring*).

La amplia gama de los fondos de inversión, en general, permite que se adapten a las distintas necesidades de financiamiento de las empresas, atrayendo recursos principalmente de los fondos de pensiones locales. Un tipo de fondo que también se viene desarrollando es el de *private equity* que invierte en el capital de las empresas, sobre todo de medianas empresas, por un determinado número de años.

Cuadro 2.8
PATRIMONIO ADMINISTRADO POR FONDO DE INVERSIÓN DE OFERTA PÚBLICA
(Estructura participativa en % y en USD millones)

	2014	2015	2016	2017	2018
Derechos Sobre Acreencias	21,5%	19,5%	19,6%	23,2%	28,6%
Fondo de Inversión Mobiliario	11,7%	11,3%	17,8%	19,4%	19,3%
Fondo de Inversión Inmobiliario	21,7%	26,9%	20,8%	26,1%	22,1%
Fondo Leasing Operativo	31,5%	30,8%	29,8%	23,7%	18,9%
Otros (Fondo Forestal, Estructurado, Renta fija, Inst. de Deuda)	13,6%	11,6%	12,1%	7,7%	11,1%
Total (en %)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Total (USD millones)	818	868	962	1 098	1 160

Fuente: SMV.

Balance de Riesgos del Mercado de Capitales

- 37. Un eventual cambio en las condiciones financieras internacionales que lleve a los inversionistas no residentes a buscar liquidar rápidamente sus posiciones o cubrir su riesgo cambiario de forma más agresiva podría afectar**

31 Los fondos de inversión representan inversiones de patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en operaciones financieras y otros activos. Los fondos de inversión pueden ser administrados por Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), que se encuentran bajo supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y por Sociedades Gestoras, las cuales no están bajo la supervisión de la SMV y tienen como fin administrar fondos cerrados colocados por oferta privada.





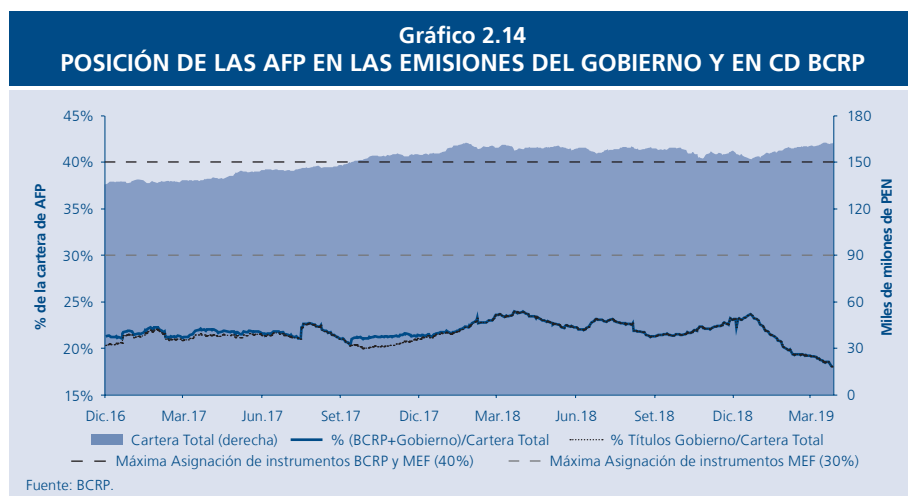
el mercado financiero y cambiario local, en particular al mercado de deuda pública y al mercado bursátil.

Un incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, podría revertir las ganancias en el primer trimestre del año en el mercado bursátil y un deseo repentino de retiro de los inversionistas no residentes. En este escenario, la participación significativa de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos peruanos (52% a marzo de 2019) podría ser una fuente de vulnerabilidad, que podría resultar en un efecto negativo en el precio de los bonos y un aumento en los rendimientos de los mismos. Un resultado similar ocurriría con el mercado de acciones.

Sin embargo, el reducido tamaño y la baja liquidez del mercado secundario local llevaría a una mayor necesidad de cobertura cambiaria por parte de los inversionistas no residentes. Esto, a su vez, generaría presiones en el mercado de derivados y de dinero, lo que implicaría una mayor volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés.

Además, el riesgo asociado a un escenario de una liquidación rápida de las posiciones de los inversionistas no residentes se encuentra limitado por la disponibilidad de depósitos del sector público.

Asimismo, las AFP podrían desempeñar un rol estabilizador al contar con un margen para adquirir estos activos³². La venta de títulos públicos por parte de las AFP en el último semestre les ha permitido acumular liquidez que potencialmente podría utilizar para comprar los valores liquidados por los inversionistas no residentes. A la fecha, las AFP mantienen títulos del gobierno que representan menos del 20% del portafolio de los fondos de pensiones (siendo 30% su límite regulatorio).



32 Las AFP están sujetas a límites operativos máximos para inversión en instrumentos emitidos por el Estado Peruano (30% de su cartera total) y para el agregado de instrumentos del BCRP y del Estado (40% de su cartera total).

38. La liquidez del mercado de capitales doméstico se mantiene estructuralmente baja, especialmente en el mercado bursátil, lo que podría acarrear una reclasificación de la Bolsa de Valores de Lima por parte de MSCI y afectar el precio de los valores transados en dicho mercado.

El potencial impacto de una reclasificación de la BVL de mercado emergente a mercado frontera por parte de MSCI sería significativo. En primer lugar, se prevé un riesgo financiero y de tipo de cambio relevante, asociado a la salida de los inversionistas institucionales globales que asignan sus portafolios de inversión en mercados emergentes de acuerdo a los índices de MSCI. Ello podría generar presiones depreciatorias sobre la moneda doméstica y además impactaría adversamente a la bolsa de valores local.

Específicamente, se ha observado que las acciones que listan en bolsas clasificadas como emergentes por MSCI se negocian a múltiplos significativamente superiores en comparación con las que se encuentran listadas en bolsas clasificadas como mercado frontera.

A pesar de las diversas medidas implementadas, la bolsa local aún tiene una baja liquidez en comparación con otros mercados emergentes. Además, su desempeño está altamente correlacionado con los precios de los minerales, lo que lo hace altamente cíclico y vulnerable a factores externos. En ese sentido, la BVL y la SMV prevén implementar nuevas acciones este año para seguir mejorando la liquidez del mercado. Por ejemplo, luego de terminar el proceso de prueba en el primer trimestre, se estarán iniciando las operaciones de ventas en corto y de préstamo de valores (acciones).

39. El desarrollo futuro del mercado de capitales peruano debe centrarse en fomentar la participación y facilitar las emisiones de las empresas, a fin de que este mercado propicie una mayor competencia con el sistema financiero.

El acceso al mercado de capitales de las empresas de menor tamaño todavía es limitado, por lo que se requiere continuar promoviendo una mayor profundidad del mismo a fin de que más empresas accedan a fuentes más baratas de financiamiento. Una fuente alternativa es el *factoring*, operación en la cual una empresa vende a descuento sus cuentas por cobrar a un inversionista. De consolidarse estos instrumentos, el *factoring* se convertiría en una fuente alternativa de financiamiento para las empresas de menor tamaño, con tasas de interés menores a la que obtendría en el sistema financiero.

En tal sentido, las propuestas para mejorar la competencia deben apuntar principalmente a la identificación de trabas y oportunidades de mejora para el desarrollo del mercado de capitales.





Recuadro 5 OPORTUNIDADES PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

El objetivo de este Recuadro es presentar trabas que podrían convertirse en oportunidades de mejora para el desarrollo del mercado de capitales en torno a temas referidos a la oferta de valores, demanda de valores y desarrollo de nuevos mercados e instrumentos.

Oferta de Valores

El proceso de emisión, por su duración, puede desincentivar a algunas empresas a optar por el financiamiento a través del mercado de capitales. El proceso consta de diversas etapas (preparación del informe de clasificación, elaboración del *due diligence* por los estudios de abogados, marketing del prospecto a potenciales inversionistas, inscripción del programa en el registro de la SMV, entre otros) que pueden durar más de 3 meses. Por lo tanto, si una empresa requiere los fondos en un menor tiempo optará por otras fuentes de financiamiento.

De lo anterior, resulta necesario seguir reduciendo el tiempo invertido en el proceso de emisión, para que no constituya una limitante en el incremento del número de emisores de instrumentos representativos de capital y deuda.

El proceso de inscripción de las emisiones bajo la modalidad de oferta pública en la SMV se ajusta a los estándares internacionales, con plazos determinados; sin embargo, para estructuras de deuda más complejas el plazo puede resultar prolongado, desincentivando el desarrollo de estos instrumentos. Para las estructuras de deuda más complejas, como las titulizaciones, el procedimiento de registro bajo oferta pública sí presenta algunas dificultades, ya que en algunos casos el procedimiento de inscripción puede demorar más de un mes por las observaciones a la que pudiera estar sujeta el expediente. Esto llevaría a que algunas empresas opten por realizar las emisiones bajo oferta privada o simplemente acudan al sistema financiero.

Por lo tanto, acortar los plazos de autorización en el proceso de inscripción en el mercado local de estas estructuras podría incrementar otras fuentes alternativas de financiamiento para las empresas (frente al tradicional del sistema bancario).

Los costos de emisión pueden ser una traba para los emisores que decidan emitir un monto relativamente bajo en el mercado de capitales, ya que estos costos serán considerables para el monto que emitirán en el mercado. Sin embargo, para emisiones de un mayor monto, los costos de emisión se diluyen y no representan una traba para obtener financiamiento en el mercado de capitales. Cabe resaltar que la SMV ha venido efectuando un proceso de reducción de los costos y comisiones vinculados al proceso de emisión, buscando que un mayor número de empresas pueda acceder al mercado de capitales.

De lo anterior, resulta importante que los agentes participantes en el proceso de emisión sigan evaluando medidas para reducir los costos asociados a las emisiones a fin de facilitar el ingreso de nuevos emisores al mercado.

Las empresas peruanas no están obligadas a cumplir un estándar mínimo de gobierno corporativo aunque la SMV señala los principios de buen gobierno corporativo que deberían adoptar. El objetivo de estos principios es acrecentar una verdadera cultura de buen gobierno que mejore la percepción de las sociedades anónimas por parte de los inversionistas y promueva el desarrollo empresarial³³. Las empresas deben velar por el cumplimiento de los Derechos de los Accionistas, de la Transparencia de la Información, entre otros. No obstante, algunas empresas prefieren no divulgar su información financiera o memoria anual para que sus competidores no accedan a ellos.

Dado lo anterior, es importante que los accionistas propietarios y controladores superen la reticencia a revelar información financiera y los hechos de importancia del negocio al mercado. Así, deben considerar que, al tomarse esta información pública, se incrementa el valor de mercado de la empresa y con ello se reduce el costo de financiamiento, además de potenciar las posibilidades de crecimiento.

Los esfuerzos por contar con información financiera de empresas con potencial para obtener financiamiento en el mercado de capitales local han tenido fuerte resistencia.

En el año 2011, para incentivar el ingreso de nuevas empresas al mercado de capitales, se dispuso que las sociedades cuyos ingresos anuales por venta o activos totales superiores a 3 mil Unidades Impositivas Tributarias (S/ 10 millones) debían remitir sus estados financieros auditados a la SMV con el objetivo de generar una central de balances (artículo 5° de la Ley N° 29720).

Esta disposición era positiva, ya que buscaba que las empresas se hagan conocidas en el mercado de capitales, con lo que se facilita la búsqueda de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y proyectos³⁴. Sin embargo, esta ley fue sujeta de una demanda de inconstitucionalidad, la cual se declaró fundada en el año 2016, por lo que la central de balances ya no se encuentra vigente.

Demanda de Valores

Si bien los límites regulatorios a las inversiones a las AFP son requeridos por motivos prudenciales, algunos de estos límites restringen la demanda de las AFP por títulos de deuda de emisores corporativos locales. En particular, las AFP están sujetas a límites regulatorios (en función a las cuentas de balance de los emisores) que impiden que adquieran un mayor porcentaje de una emisión corporativa.

Estos límites diferenciados se establecieron inicialmente con fines prudenciales y se quería evitar que los fondos de pensiones estuvieran muy concentrados en instrumentos emitidos por

33 En el año 2013, se publicó el “Código de Buen Gobierno Corporativo”, actualizando la versión del año 2002, el cual incorpora estándares de buen gobierno corporativo identificados a nivel internacional, aplicables a la realidad peruana, poniendo énfasis en la dinámica de la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Alta Gerencia, así como en la gestión de riesgos.

34 El acceso a esta información por parte de los distintos usuarios del mercado financiero puede contribuir a aminorar las asimetrías de información y, con ello, ampliar el acceso a fuentes de financiamiento (por ejemplo, estructuración de deuda) y así reducir su costo.





pocos emisores. Sin embargo, con el transcurrir del tiempo y el consecuente crecimiento de los fondos administrados, algunos de esos límites ya dejaron de ser relevantes, por lo que podrían ser reemplazados por un único límite. Una simplificación de los límites de inversión vigentes favorecerá el proceso de inversión de las AFP.

Desarrollo de nuevos mercados e instrumentos

Se observan factores adicionales que constituyen retos y, a la vez, oportunidades para el desarrollo del mercado de capitales, tales como:

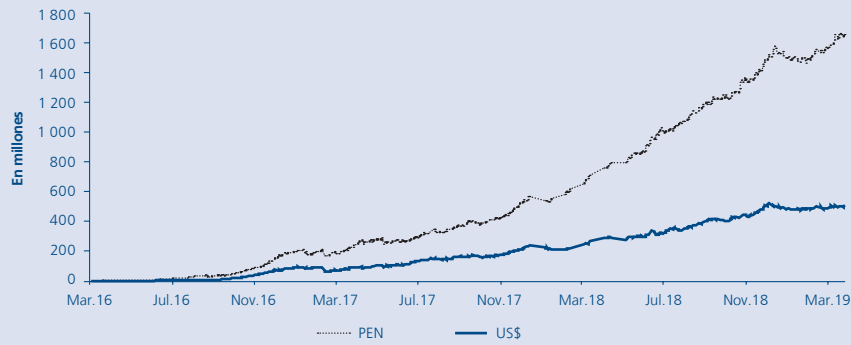
- i. Completar la curva de referencia de los bonos soberanos.** El desarrollo del mercado de renta fija requiere de una curva de rendimiento de referencia continua, líquida y con información en todos los tramos de la misma. La disponibilidad de puntos de referencia ha mejorado con la emisión de bonos soberanos bajo formatos según estándares internacionales como la participación de Euroclear en el proceso de emisión. Sin embargo, es necesario completar los puntos para el tramo corto de la curva de referencia.
- ii. Seguir consolidado el mercado de operaciones de reporte.** Las operaciones de reporte permiten a los tenedores de un título valor obtener liquidez temporal sin la necesidad de vender definitivamente el título valor. El repo interbancario es un ejemplo de un instrumento que permite desarrollar un mercado de dinero con colaterales, incrementando el financiamiento a plazos mayores del *overnight*. Si bien las operaciones de reporte entre los bancos se viene efectuado con valores del BCRP, es necesario impulsar el desarrollo de estas operaciones con títulos del gobierno.
- iii. Desarrollar el mercado de *swaps OIS (Overnight Index Swap)*.** El BCRP viene publicando desde el segundo trimestre de 2010 un Índice de Tasa de Interés Interbancaria *Overnight*, el cual sirve como una tasa de referencia variable en soles que permita desarrollar el mercado de *swaps OIS* de tasa de interés en moneda nacional que pueda ser usada por los principales participantes de mercado.

Los bancos locales han venido realizando coordinaciones y llegando a acuerdos importantes entre ellos para impulsar el desarrollo de estos instrumentos. Uno de estos acuerdos sería la creación de la figura del "*market maker*", en el cual los participantes se comprometerían al poner diariamente precios en firme, en determinados plazos y por montos mínimos.

- iv. Seguir consolidado el mercado de facturas negociables.** La política gubernamental de fomentar el desarrollo del mercado de *factoring*, iniciada desde el año 2015 con la aprobación de la Ley de *Factoring* y la posterior desmaterialización de las facturas negociables en CAVALI, ha impulsado el crecimiento tanto del saldo de operaciones de *factoring* como del número de empresas especializadas en estas operaciones. A marzo de 2019, el saldo de facturas negociables registradas en CAVALI en moneda nacional y extranjera ascendió a S/ 1 600 millones y a US\$ 500 millones, respectivamente. Esto ha facilitado que las Fintech y los fondos de inversión especializados en la adquisición de

acreencias cobren relevancia en el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

SALDO DE FACTURAS NEGOCIABLES REGISTRADAS EN CAVALI



Para continuar impulsando las facturas negociables, se debería promover la inscripción gradual de las empresas adquirentes de bienes y servicios en el registro de CAVALI, de tal manera que la comunicación entre las partes intervinientes (proveedor, participante y adquirente) se realice a través de la plataforma de CAVALI, con lo cual dicha comunicación se hará de manera electrónica. A la fecha, en el caso una empresa no se encuentre en dicha plataforma la comunicación se realiza a través del uso de medios físicos (por ejemplo, cartas notariales).





III. SISTEMAS DE PAGOS

- 40. Las transferencias de fondos de alto y bajo valor mantienen una tendencia de rápido crecimiento.** Esta tendencia refleja una mayor aceptación de los pagos digitales por parte del público, en el contexto de una regulación que promueve la seguridad y la eficiencia de sistemas y de acuerdos de pago; así como la innovación en el mercado de pagos peruano.

Actualmente, los riesgos que enfrentan los sistemas y acuerdos de pago se encuentran controlados gracias al diseño de los mismos, a las medidas adoptadas y a la supervisión del Banco Central. Sin embargo, los riesgos asociados a eventos naturales extremos y de ciberataques requieren medidas adicionales a nivel individual y colectivo para continuar fortaleciendo la resiliencia de los Sistemas de Pagos, lo que se viene coordinando con autoridades y agentes del mercado de pagos.

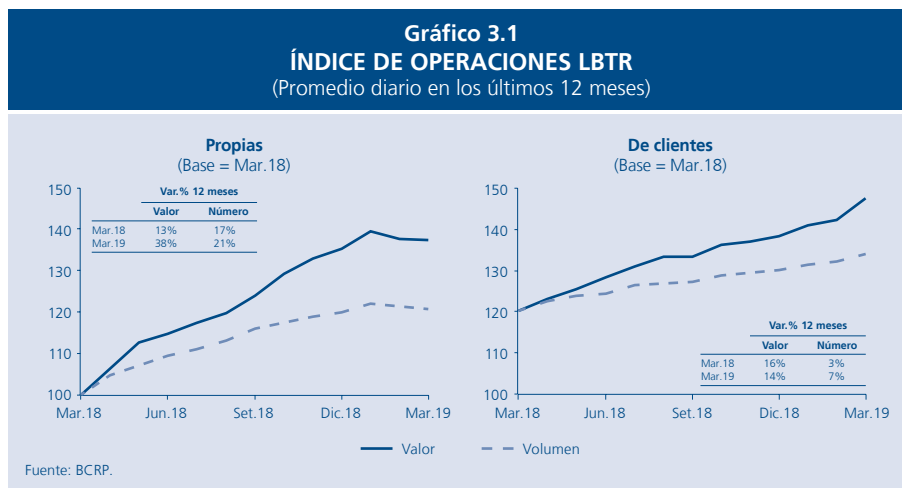
Sistemas de Pagos Sistémicos (SIPS)

- 41. En los últimos 12 meses a marzo de 2019, las transferencias en los Sistemas de Pago continuaron su tendencia de rápido crecimiento.** Los SIPS registraron un crecimiento significativo en valor (25,5%) y en número de operaciones (24,1%) respecto a similar periodo del año anterior, debido al mayor dinamismo observado en las transferencias electrónicas en los Sistemas LBTR y CCE.

Cuadro 3.1 SISTEMAS DE PAGOS (Promedio diario en los últimos 12 meses)*						
	Mar.18		Mar.19		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	291 004	73	371 546	81	27,7	11,2
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)	7 325	13	6 074	9	-17,1	-31,7
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)	20 584	2 166	22 698	2 705	10,3	24,9
TOTAL	318 914	2 252	400 319	2 795	25,5	24,1

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

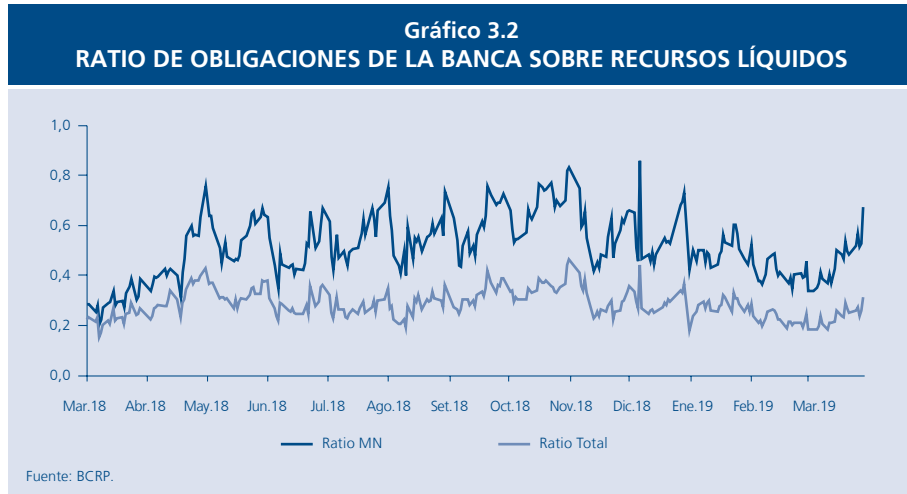
42. En el Sistema LBTR, su crecimiento se basó en el rápido aumento tanto de las transferencias propias de las empresas del sistema financiero (ESF), como de clientes. Las operaciones propias de las ESF (compra y venta de moneda extranjera, préstamos interbancarios, entre otros) registraron un mayor dinamismo tanto en valor como en número, principalmente por las operaciones cambiarias, como resultado de decisiones de portafolio de no residentes y AFPs durante estos últimos doce meses. Sin embargo, en febrero y marzo del presente año se desaceleró el crecimiento de las operaciones propias. Por su parte, las operaciones de clientes de las ESF, que representan el 37% del total de operaciones en el Sistema LBTR, mantienen una tendencia creciente, reflejando el dinamismo del sector real de la economía.



43. El riesgo de incumplimiento de pagos en el Sistema LBTR no es significativo. La banca mantiene en el período una amplia capacidad para hacer frente a sus obligaciones en ambas monedas. Al respecto, el ratio total de obligaciones sobre recursos líquidos³⁵ se mantuvo en un bajo nivel (ver Gráfico 3.2); mientras que el ratio en moneda nacional se incrementó en marzo por estacionalidad de las obligaciones de las empresas bancarias.

35 Indicador de riesgo que compara las obligaciones diarias de los bancos en los Sistemas de Pagos respecto de los recursos mantenidos en el BCRP: cuenta corriente, valores y depósitos. Así, niveles del ratio por debajo de 1 indican holgura de liquidez en los Sistemas de Pagos.

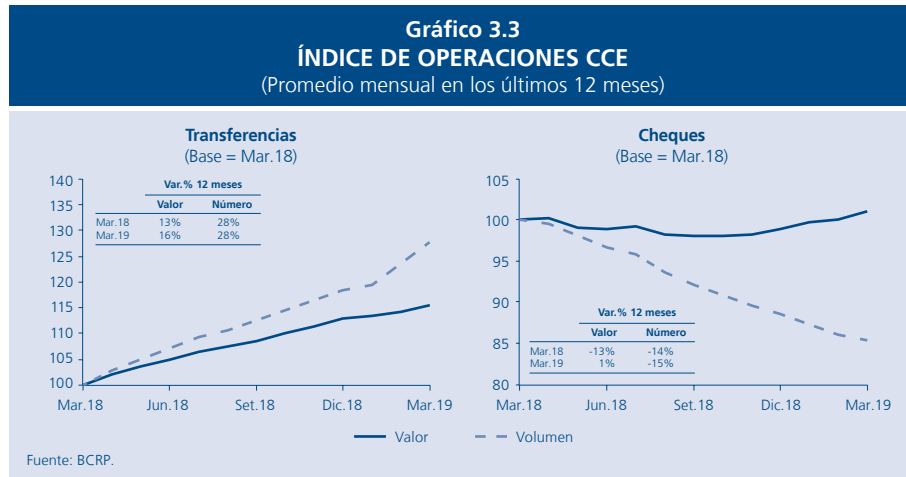




- 44. El BCRP viene tomando medidas de control de riesgos ante potenciales eventos extremos.** Los eventos naturales pueden resultar en la interrupción de las operaciones para todo el sistema financiero al afectar la disponibilidad de infraestructura física, energía y comunicaciones. En ese contexto, se ha venido coordinando pruebas con diferentes autoridades y agentes del mercado para evaluar dicho escenario. Para el caso de ciberataques, que puedan afectar la confidencialidad (violación de datos), la integridad (exposición de sistemas a fraudes) y la disponibilidad (interrupciones del negocio) de la información, se viene adoptando medidas por parte del Banco Central para minimizar dicho riesgo y se está evaluando principios y estándares internacionales. Asimismo, se está coordinando con ASBANC y otros administradores de sistemas la adopción de medidas para fortalecer los Sistemas de Pagos.
- 45. En el Sistema CCE, su crecimiento se basó en el rápido aumento de las transferencias de crédito en los últimos doce meses a marzo de 2019.** Dicho crecimiento (ver Gráfico 3.3) refleja un mayor uso de pagos electrónicos de bajo valor por parte del público. En el período continuó la reducción del número de operaciones con cheques, cayendo su participación de 19% a 13% en número y de 44% a 40% en valor, en el total procesado por la CCE. Ello señala que los cheques de alto valor siguen siendo importantes. Al respecto, se espera que en este año se pueda trasladar dichos cheques al ámbito del Sistema LBTR para minimizar el riesgo sistémico que representan.

Cabe destacar el crecimiento en 73,7% del volumen de operaciones de las transferencias de crédito ordinarias con costo nulo para el usuario (TIN Especial), que representan el 10% del total de transferencias de crédito.

Asimismo, se debe mencionar el aumento del volumen de operaciones de pago a proveedores.



Cuadro 3.2
VALOR Y VOLUMEN DE TRANSFERENCIAS DE CRÉDITO EN LA CCE
(Promedio Mensual en los últimos 12 meses)*

	Mar.18		Mar.19		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Ordinarias	5 683	565	6 534	666	15,0	17,9
Haberes	742	341	873	391	17,6	14,8
Proveedores	4 406	492	5 063	690	14,9	40,4
CTS	9	4	11	5	31,3	37,9
Pago de Tarjetas de Crédito	470	118	589	135	25,1	14,3
TIN Especial	17	121	29	210	63,6	73,7

* Valor expresado en millones de soles. Número expresado en miles de operaciones.
Fuente: BCRP.

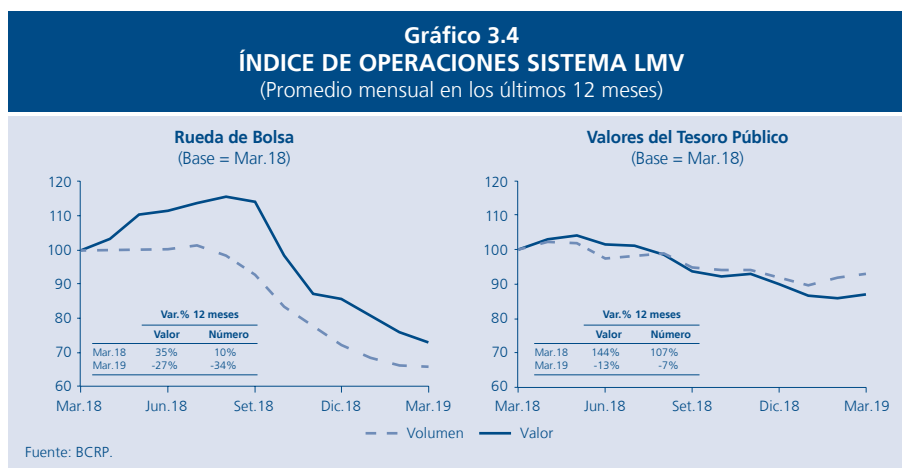
46. **Las Transferencias Inmediatas, que permiten a los clientes contar con los fondos en tiempo casi real, también han venido creciendo aceleradamente.** En los últimos doce meses a marzo de 2019, estas transferencias han registrado un significativo aumento en valor y número de operaciones, pasando de representar el 5,8% a representar el 9,9% del total de operaciones en la CCE en el periodo de análisis.
47. **Continúa la implementación del proyecto de cambio de plataforma tecnológica de la CCE teniendo como operador a la empresa internacional**





Vocalink. A marzo de 2019, se viene trabajando en la primera etapa de la migración de operaciones, que incluye transferencias de crédito y cheques. Entre abril y mayo de 2019, el cronograma del proyecto implica la realización de pruebas con las entidades participantes y el BCRP. Con relación a las Transferencias Inmediatas, la implementación de esta etapa se iniciaría en julio de 2019. Esta etapa incluirá la ampliación del servicio de transferencias inmediatas de 8 horas en días hábiles a 24 horas todos los días, entre otros servicios.

48. **El Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (Sistema LMV) continuó registrando una caída en el valor y en el número de operaciones en los últimos doce meses a marzo de 2019.** Este menor dinamismo se observa tanto en operaciones de Rueda de Bolsa como en las operaciones con valores del Tesoro Público. En el caso de Rueda de Bolsa, la caída de operaciones se explica por la menor negociación en el mercado secundario de acciones; mientras que en el caso de valores del Gobierno, por la menor demanda de residentes por Bonos del Tesoro Público³⁶ (ver Gráfico 3.4).



Pagos minoristas fuera de los SIPS

49. **La billetera móvil de dinero electrónico (Bim) administrada por Pagos Digitales Peruanos S.A. (PDP) mostró un crecimiento considerable de operaciones.** En últimos doce meses a marzo de 2019 se registraron 526 mil operaciones por mes y un valor promedio mensual de S/ 37,5 millones. A dicha fecha se registraron 640 mil usuarios, lo que representó un incremento de 52%

36 Cabe precisar que las operaciones de no residentes en Euroclear no se liquidan en el Sistema LMV.

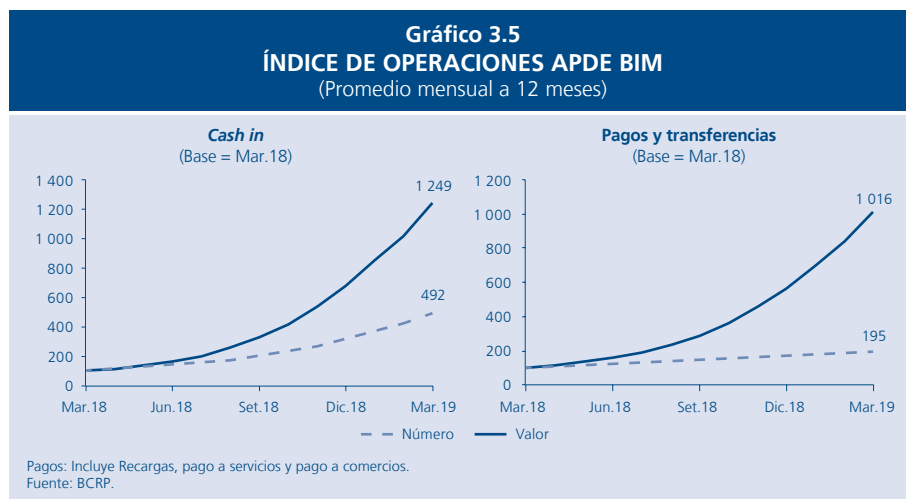
respecto a marzo de 2018. El principal incremento se dio en diciembre cuando PDP realizó una campaña de afiliación a través de Facebook Messenger.

- 50. El desarrollo de Bim ha estado liderado por la expansión de la red de puntos de acceso, canales innovadores y nuevos casos de negocio.** La integración de operaciones (*cash-out* y *cash-in*) en los cajeros corresponsales y cajeros automáticos de los principales bancos del país, la incorporación de Facebook Messenger como canal y el ingreso de una Caja Municipal, han incrementado el uso de todos los tipos de operaciones de Bim, corroborando que dicha infraestructura es esencial para la creación del ecosistema de un instrumento de pago electrónico (Ver recuadro 6).

Asimismo, la recuperación de créditos de una Financiera mediante Bim es un modelo de negocio exitoso que ha venido impulsando el desarrollo de este esquema y que otras entidades financieras vienen evaluando replicar para reducir sus costos. Cabe agregar que se continúa ofreciendo la tarifa promocional gratuita para transferencias entre cuentas de dinero electrónico.

Recientemente, PDP ha migrado del formato USSD a una aplicación móvil (APP) como canal de comunicaciones; esta medida le permitirá reducir costos de operación y expandirse en segmentos juveniles a través de redes sociales.

Finalmente, Bim y PMP (adquirente de Mastercard) han realizado una alianza estratégica que le permitirá a Bim ser un instrumento de pago en los POS de los comercios afiliados de PMP. Esto último representa un gran avance en la interoperabilidad de los medios de pago.





Recuadro 6 DESAFIOS Y BARRERAS PARA EL DESARROLLO DE BIM

De acuerdo a una consultoría de *Better Than Cash Alliance*, uno de los principales retos de Bim es constituirse en un instrumento para los pagos del gobierno (subsidios, pensiones, pago de impuestos, etc.). La digitalización de los pagos del gobierno a través de las billeteras de dinero electrónico, permitiría que, en lugares en los que no existan puntos de atención del sistema financiero, se incentive las transferencias de persona a persona, las cuales reemplazarían la necesidad de retirar dinero en efectivo para efectuar pagos. Asimismo, la recaudación de contribuciones como EsSalud, ONP y AFPs sería más eficiente en términos de tiempo y costos tal como lo es la recaudación del pago del Régimen Único Simplificado (RUS) a través de Bim.

Las normas vigentes que regulan los pagos gubernamentales no reconocen al dinero electrónico como un medio de pago válido para efectuar transacciones. En ese sentido se debe modificar el Decreto Legislativo No. 1441, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Tesorería, para reemplazar el término “cuentas bancarias” por “cuentas” en general y se incluya al dinero electrónico como medio de pago en el Sistema Integrado de Administración Financiera (SIAF).

Asimismo, se debe modificar la Directiva de Tesorería N° 001-2007-EF/77.15 para incluir en el SIAF que los ingresos públicos puedan ser recaudados mediante cuentas de dinero electrónico y que los convenios de recaudación del Banco de la Nación puedan realizarse con dinero electrónico.

Otro aspecto a revisar es la Res. SBS No. 6283-2013, Reglamento de Operaciones con Dinero Electrónico, para ampliar los límites aplicables a las cuentas de dinero electrónico simplificadas, para el caso de receptores de pagos contra fondos públicos remitidos por la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público (DGETP).

- 51. Las operaciones con transferencias de crédito intrabancarias y tarjetas de pago continúan con una tendencia creciente, tanto en valor como en número de operaciones.** En términos de valor dichas operaciones crecieron en 36%, reflejando un mayor uso por parte del público (ver Cuadro 3.3). Cabe precisar que las transferencias de crédito intrabancarias continúan siendo el instrumento de pago más utilizado para realizar pagos digitales minoristas por parte de los clientes de las ESF, ello impulsado, entre otros, por el desarrollo de aplicaciones móviles por parte de la banca que requieren sólo del número celular del beneficiario para realizar transferencias de fondos.

Cuadro 3.3
VALOR Y NÚMERO DE OPERACIONES CON INSTRUMENTOS DIGITALES DE PAGO
 (Promedio Mensual en los últimos 12 meses)*

	Mar.18		Mar.19		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Transferencias de crédito intrabancarias	90 450	19 586	123 461	24 672	36,5	26,0
Tarjetas de Crédito	4 038	14 442	4 804	16 949	19,0	17,4
Tarjetas de Débito	1 580	17 582	1 928	22 395	22,0	27,4
TOTAL	96 068	51 611	130 194	64 016	35,5	24,0

* Valor expresado en millones de soles. Número expresado en miles de operaciones.
 Fuente: BCRP.

Por su parte, el valor y número de operaciones con tarjetas de débito crecieron a tasas superiores respecto a las tarjetas de crédito. Se debe señalar que las tarjetas de débito mantienen un volumen de transacciones mayor que las de crédito, aunque su valor solo representa el 29% del total de pagos con tarjetas.

52. El BCRP ha venido participando activamente en la promoción de los pagos digitales en el ámbito de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF).

Al respecto, se organizó el séptimo curso de Sistemas de Pagos "Infraestructura de comunicaciones en el desarrollo de los pagos digitales" para conocer el avance de la Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica³⁷, que facilitará el uso de medios de pagos digitales. Si bien los esfuerzos públicos y privados han permitido que se cuente con 70 mil km de fibra óptica (56,9 mil km desarrollados por operadores privados), todavía existe una brecha importante en la infraestructura de telecomunicaciones que ha implicado que nuestro país esté rezagado en el ranking internacional de digitalización publicado por el BBVA³⁸.

Se viene coordinando con el Banco de la Nación la digitalización de los pagos del gobierno, reduciendo el uso de cheques, y la integración del SIAF (Sistema Integrado de Administración Financiera) al Sistema LBTR.

Debido al todavía limitado uso de pagos digitales en el Perú, el BCRP, en el marco de la ENIF elaboró una agenda para coordinar con otras autoridades la implementación de acciones que promuevan el acceso y uso de pagos digitales en el país, siendo temas importantes la ampliación de la infraestructura digital, inclusión de comercios

37 En telecomunicaciones, las redes de transporte llevan gran cantidad de información a gran velocidad, conectando puntos ubicados dentro de un departamento, o entre departamentos. En nuestro país, el medio más utilizado para las redes de transporte es la fibra óptica, que usa la luz para enviar y recibir información a velocidades superiores a otros medios de transmisión.

38 Índice de Digitalización DiGix 2017 del BBVA.





a los pagos digitales, resolver temas que limitan el desarrollo de los pagos con dinero electrónico, evaluar las innovaciones que se introducen al mercado de pagos.

Innovaciones financieras

- 53. En el mercado de tarjetas se viene implementando los POS móviles interoperables para pequeños comercios.** Las marcas de tarjetas, los adquirentes y sus facilitadores de pago, realizaron los desarrollos tecnológicos para ofrecer un POS móvil interoperable para que los comercios de menor tamaño reciban pagos con tarjetas de todas las marcas y tipo (crédito, débito y prepago). Este dispositivo es más pequeño que el POS tradicional, tiene incorporado un chip y conexión a internet que le permite procesar los pagos y para adquirirlo se hace un único desembolso y no tiene costo por mantenimiento.
- 54. Los adquirentes de tarjetas (Visanet y PMP) vienen trabajando para utilizar Códigos QR para pagos a comercios.** Esta innovación facilitará la inclusión de los pequeños comercios y promoverá los pagos digitales. El Banco Central viene evaluando el desarrollo de esta innovación con la finalidad de asegurar el acceso e interoperabilidad a los participantes en el mercado de pagos.
- 55. Diferentes agentes vienen implementando billeteras electrónicas en el ámbito de sus canales de pagos y como mecanismo para facilitar el comercio electrónico.** Al respecto, los bancos han lanzado al mercado sus propias billeteras (Yape, Lukita, Tunki, Walli, etc.). Asimismo, otros proveedores de pago han lanzado sus billeteras asociadas a operaciones de comercio electrónico.
- 56. Los bancos centrales de la región están evaluando el tema de monedas digitales.** Recientemente, el Banco Central participó en un Foro Regional del CEMLA para tratar el tema de monedas digitales emitidas por bancos centrales (CBDC). Por el momento, los bancos centrales evalúan las tecnologías y su posible implementación. Hasta ahora, sin embargo, los experimentos realizados con CBDC mayoristas no justifican claramente su emisión inmediata y los experimentos con CBDC de propósito general son pilotos a pequeña escala (Ver recuadro 7).

Recuadro 7 MONEDAS DIGITALES DE BANCOS CENTRALES (CBDC)

Si bien no existe consenso sobre su definición, se puede señalar que una CBDC es dinero digital emitido por un banco central que está denominado en la moneda de curso legal. Respecto a las monedas virtuales privadas, una CBDC tiene una clara ventaja porque cumple con las funciones del dinero. De acuerdo al Banco de Pagos Internacionales (BIS), la CBDC puede ser utilizada en pagos:

- a. **Mayoristas:** se emite para los intermediarios financieros con la finalidad de realizar transacciones de alto valor en sistemas de liquidación bruta en tiempo real. El objetivo es obtener una mayor eficiencia en dichos sistemas de pagos aplicando nuevas tecnologías como *blockchain*.
- b. **De propósito general:** se emite para el público en general, compitiendo con el efectivo, ya sea a través de *tokens* (activo digital que representa un valor y que puede ser almacenado en una billetera digital) o a través de cuentas (siendo una opción que sean ofrecidas por el banco central).

Respecto a la motivación que los bancos centrales tienen para evaluar una CBDC, en una reciente encuesta del Fondo Monetario Internacional (FMI) se muestra que la disminución del uso del efectivo y la inclusión financiera son las principales razones para que los bancos centrales de economías avanzadas y de países emergentes, respectivamente, estudien una posible aplicación de una CBDC.

La implementación de una CBDC implica definir su diseño, siendo los aspectos relevantes a considerar: (1) el formato a utilizar (cuentas o *tokens*); (2) los usuarios objetivo (público en general o intermediarios financieros) y (3) las características operativas, esto es, disponibilidad (24x7), grado de anonimato, transacciones permitidas, pago de interés, trazabilidad del pago, límites de monto y número de las transacciones, etc. Cabe mencionar que en el caso de que se utilice cuentas de CBDC se pierde el anonimato ya que las mismas están a nombre del titular. En contraste, el uso de *tokens* ofrece cierto grado de anonimato, aunque no al nivel del uso del efectivo.

La introducción de una CBDC por parte de un banco central no asegura su demanda por parte del público en general, sobre todo si existen diversos instrumentos de pago. Al respecto, el FMI destaca que los actuales instrumentos de pago vienen mejorando sus características. Por ejemplo, se pueden realizar transferencias desde cuentas bancarias a través de dispositivos móviles y en tiempo real. Asimismo, se debe considerar que la naturaleza de la CBDC puede ser más atractiva para el público en tiempos de estrés financiero y en tiempos “normales” dependerá, entre otros factores, de si paga intereses en las cuentas y el grado de accesibilidad y anonimato.





A pesar de las potenciales ventajas, una CBDC -dependiendo de su diseño- podría afectar tanto la integridad financiera como la intermediación financiera. Con relación a la Integridad financiera; las políticas de Anti-lavado de Activos y lucha contra el Financiamiento del Terrorismo (AML/CFT) pueden verse afectadas dependiendo del grado de anonimato y trazabilidad de operaciones.

En el caso de la intermediación financiera; una CBDC de propósito general que paga intereses podría competir con los depósitos bancarios, por lo que los bancos podrían verse obligados a buscar fuentes de financiamiento mayorista, que son más costosos e inestables o empezar a aumentar las tasas de interés de depósitos y préstamos para competir con una CBDC. Un caso extremo sería que la CBDC implique que no opere el multiplicador bancario llevando a una situación de *narrow banking*. Por ello, los bancos centrales evalúan que el diseño de una CBDC debe contener límites de saldos, retiros, transferencias etc. que eviten una potencial desintermediación financiera (Ver Tabla).

Con relación a las implicancias sobre la política monetaria, todavía no hay consenso sobre los efectos de una CBDC en los canales de transmisión y efectividad de los instrumentos monetarios. Donde existe cierto consenso es en la necesidad de empezar a revisar las definiciones de los agregados monetarios, multiplicador de dinero, ingresos por señoreaje, etc. y evaluar si los bancos centrales deben ampliar su mandato legal, sus objetivos de política o su rol como prestamista de última instancia.

Tabla
PRINCIPALES PROYECTOS CBDC

País	Denominación	Descripción
Bahamas	Anuncio de Piloto CBDC	El gobierno anunció en 2019 la emisión de un piloto de CBDC (Sand Dollar) para el año 2020.
Canadá	Proyecto Jasper	El Banco de Canadá ha probado los sistemas de pago de Alto Valor usando tecnología DLT. La fase IV del proyecto incluye analizar pagos transfronterizos.
Eastern Caribbean	Anuncio de Piloto CBDC	El banco central anunció en 2019 el lanzamiento de un piloto para probar la tecnología blockchain con la finalidad de reducir el uso del efectivo.
Ecuador	Dinero electrónico	En 2014, el banco central proporcionó cuentas al público en general y las personas podían depositar o retirar dinero en centros designados. El servicio fue desactivado porque no alcanzó la escala suficiente.
Filipinas	Piloto	En 2018, el sector privado lanzó el piloto de dinero digital (ePiso) que servirá de base para el CBDC del banco central.
India	Anuncio de Proyecto	El banco central formó un grupo para evaluar el desarrollo de una CBDC como alternativa a la Rupia.
Islas Marshall	Anuncio de emisión de CBDC	El gobierno anunció en 2018 que está desarrollando la tecnología blockchain para la emisión de una CBDC.
Singapur	Proyecto Ubin	El Proyecto Ubin desarrolló prototipos de software para pagos interbancarios descentralizados y liquidación con mecanismos de ahorro de liquidez.
Suecia	Proyecto e-krona	Desde 2017, el Riksbank está evaluando la emisión de una CBDC (e-krona) y se encuentra analizando factibilidad legal y técnica. En 2019 lanzarían piloto.
Unión Europea	Proyecto Stella	El Proyecto Stella (BCE y Banco de Japón) evalúa si los sistemas de pago pueden ejecutarse de manera segura y eficiente con una aplicación DLT.
Uruguay	Piloto culminado	En 2018 el banco central realizó un piloto (e-Peso) con dinero digital para pagos minoristas con el objetivo de evaluar inclusión financiera.

Fuente: Prasad (2018).