

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA*

Prefacio	3
Resumen	5
I. Entorno Macroeconómico	9
I.1 Contexto Externo.....	9
I.2 Contexto Interno.....	10
II. Sistema de Pagos	14
II.1 Evolución de los Sistemas de Pagos.....	16
II.1.1 Sistema de Pagos de Alto Valor.....	18
II.1.2 Sistema de Pagos de Bajo Valor.....	19
II.1.3 Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.....	22
II.2 Factores a considerar en el desarrollo de los sistemas de pagos.....	23
III. Sistema Financiero	25
III.1 Principales Desarrollos.....	25
III.2 Tamaño, Estructura y Competencia.....	27
III.3 Riesgo de Crédito.....	30
III.4 Riesgo de Liquidez.....	32
III.5 Eficiencia Operativa	33
III.6 Colocaciones por Sector Económico.....	33
III.6.1 Financiamiento Empresarial.....	36
III.6.2 Financiamiento a las Familias.....	39

* Con información a diciembre de 2006.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

III.7 Colocaciones por Regiones.....	41
III.8 Fuentes de Financiamiento.....	41
III.9 Rentabilidad.....	43
III.10 Factores a considerar en el desarrollo del Sistema Financiero.....	45
IV. Mercado de Capitales.....	48
IV.1 Principales Desarrollos.....	48
IV.1.1 Mercado de Renta Fija.....	48
IV.1.2 Mercado de Renta Variable.....	56
IV.2 Inversionistas Institucionales.....	59
IV.3 Factores a considerar en el desarrollo del Mercado de Capitales.....	69



PREFACIO¹

La finalidad del Banco Central de Reserva del Perú, expresada en la Constitución Política del Perú y en su ley Orgánica, es preservar la estabilidad monetaria. Para el logro de este objetivo, la estabilidad financiera y el buen funcionamiento del sistema de pagos constituyen elementos fundamentales que coadyuvan a una eficiente y rápida transmisión de la política monetaria a los mercados financieros y, por este medio, al sector real de la economía.

Según lo demuestran las crisis financieras de México (1994-95), Asia (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999), la estabilidad financiera se ha convertido en una condición necesaria para la estabilidad macroeconómica. Estudios posteriores destacan la importancia de las deficiencias del sistema financiero como elementos desencadenantes o agravantes de las crisis.

En esta línea, la estabilidad financiera y monetaria son objetivos complementarios y, en conjunto, una condición necesaria para el crecimiento sostenido de la economía. Un sistema financiero estable, con capacidad para limitar y resolver los desequilibrios, permite a la moneda del país desempeñar su función como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. De otro lado, la estabilidad monetaria fomenta los planes de largo plazo, facilita una correcta asignación de recursos y evaluación del riesgo, incentiva el crédito de largo plazo y el desarrollo del mercado de capitales.

De acuerdo con Schinasi²: *“Un sistema financiero se encuentra en el rango de estabilidad cuando facilita el desempeño de la economía y logra que se disipen los desequilibrios financieros, sean de origen endógeno o resultado de eventos adversos no anticipados.”* Para el Bank of England: *“un sistema financiero estable es aquél en que los choques que emanen de él o se propaguen por el sistema financiero no generen cambios en los planes de ahorro e inversión de los agentes económicos”* y el Banco Central Europeo añade que *“es una condición en la que el sistema financiero es capaz de ejecutar adecuadamente todas sus tareas normales y se espera que lo haga así en el futuro predecible”*. Así, la estabilidad financiera implica para el sector financiero una serie de condiciones:

- Que desarrolle adecuadamente su función de asignar recursos a los mejores proyectos; y, de administrar y transferir riesgos.
- Que el sistema de pagos funcione adecuadamente.
- Que posea mecanismos de disciplina de mercado que permitan limitar, contener y resolver desequilibrios antes de que se conviertan en un peligro sistémico.

Un pilar clave para la estabilidad financiera es contar con una adecuada infraestructura financiera. Para ello y como señalan Rosengren, Eric S. y Jordan, John S. (*“Building an Infrastructure for Financial Stability: An Overview”*, New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, noviembre-diciembre 2000), se requiere de un marco legal y regulatorio que asegure:

¹ Documento elaborado por la Gerencia de Estabilidad Financiera.

² Schinasi, Gary, *“Defining Financial Stability”*, IMF Working Paper WP/04/187 International Monetary Fund, octubre 2004. Oosterloo y Haan; *“Central Banks and Financial Stability: A Survey”*; versión a setiembre de 2004 que ha sido publicada en el Journal of Financial Stability.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

- El respeto de los derechos de propiedad; la capacidad de ejecutar los contratos a través del poder judicial; la presencia de mecanismos de resolución de conflictos de manera rápida y clara; el adecuado equilibrio entre los derechos de los deudores y de los acreedores; y, establezca eficientes leyes de bancarrota.
- El desarrollo de una supervisión y regulación prudencial que incentive la adopción de las mejores prácticas bancarias (préstamos a no vinculados, manejo de riesgos, calce de monedas y plazos, etc.).
- El desarrollo de un mercado de capitales que cumpla los Principios de Buen Gobierno Corporativo; que enfatice la divulgación oportuna de la información relevante; que regule la información privilegiada y los conflictos de interés; que establezca estándares contables de alta calidad; y, que regule los mecanismos centralizados de negociación.
- El establecimiento y desarrollo de un sistema de pagos que transmita de manera segura y eficiente los mensajes de pago entre los participantes por las transacciones que realizan. Caso contrario, se pueden originar riesgos de liquidez, crédito, legal y operacional para sus participantes cuyos efectos tienen el potencial de propagarse hacia otros agentes o sectores del sistema financiero o de la economía, creando problemas de crédito o liquidez sistémicos.

Por todo lo anterior, la vigilancia de la estabilidad financiera se ha convertido en una necesidad. Es por ello que son cada vez más los bancos centrales que realizan un monitoreo y análisis de los diversos riesgos que afectan al sistema en su conjunto. En este contexto es que se inscribe el presente Reporte de Estabilidad Financiera, cuya finalidad es coadyuvar a la mejor comprensión de los diferentes elementos que componen el concepto de estabilidad financiera y de los factores que la afectan.

El Reporte consta de cuatro partes: entorno macroeconómico, sistema de pagos, sistema financiero y mercado de capitales.



RESUMEN

La economía mundial ha mostrado una continua expansión en los últimos años, lo que se ha reflejado en los mayores precios de los *commodities* que nuestro país exporta. Este dinamismo ha favorecido a las economías emergentes, en particular a Latinoamérica.

La economía nacional ha seguido mostrando importantes tasas de crecimiento, registrando 8,0% en el 2006, en un contexto de baja inflación. Sobre esto último, en el período 2002-2006, se registró una tasa de inflación promedio de 2,0%, una de las más bajas de la región. Cabe anotar que desde el 2002 la política monetaria que diseña y aplica el Banco Central se hace bajo el Esquema de Metas Explícitas de Inflación.

El dinamismo mostrado por la demanda interna resulta del crecimiento del consumo privado asociado a la mayor disponibilidad de crédito; de la expansión sostenida de la inversión privada, que está permitiendo aumentar la capacidad productiva de la economía, con la consiguiente ganancia de productividad; y, de la mayor demanda externa, en particular, por productos mineros, textiles y agropecuarios.

Sistema de Pagos

El crecimiento económico se está reflejando en una utilización cada vez mayor de los sistemas electrónicos de pago, uso que está permitiendo una mayor fluidez de las transacciones y una mayor rapidez en la recepción de los fondos. Actualmente existen tres sistemas de pagos que, por el valor de las transacciones procesadas, su naturaleza y la trascendencia potencial de sus riesgos, se consideran de importancia sistémica: el sistema de pago de alto valor administrado por el Banco Central, que se denomina Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR); el sistema de bajo valor de la Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE), administrado por las empresas bancarias; y, el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.

Desde su inicio en el año 2000, el Sistema LBTR y la CCE registraron un importante dinamismo. En el 2006, el Sistema LBTR mostró un crecimiento de 33,5% en el valor total de las transferencias procesadas, mientras que la CCE aumentó en 21,4%. Estos resultados reflejan la expansión económica interna y una mayor bancarización.

Además de la CCE, existen otros sistemas de pago de bajo valor en los que se liquidan instrumentos como las tarjetas de crédito y débito aunque su participación es aún reducida (1,8% en valor). De otro lado, esas tarjetas han mostrado un alto crecimiento entre los medios de pago de bajo valor (38,7% en valor), después de las transferencias de crédito de la CCE las que tuvieron un crecimiento de 58,6%.

El Sistema de Liquidación Multibancaria liquida las transferencias de fondos de las transacciones realizadas con valores de renta variable. Este sistema cuenta con la participación de seis empresas bancarias que funcionan como bancos liquidadores, lo cual ha permitido ampliar la capacidad para atender los requerimientos temporales de liquidez de las sociedades agentes de bolsa (el sistema anterior dependía para ello de una sola empresa bancaria). Además, la transferencia de fondos entre los bancos liquidadores se realiza en las cuentas que mantienen en el Banco Central y no en una empresa bancaria como era antes, con lo cual se refuerza significativamente la seguridad e integridad del proceso de la liquidación final de fondos, asegurando el pago contra entrega de valores.

Sistema Financiero

Las entidades del sistema financiero muestran una posición financiera sólida y un aumento de sus colocaciones principalmente hacia el sector *retail* (consumo, microempresa e hipotecario) y en moneda nacional, creando las condiciones para que se incorporen nuevos sujetos de crédito, en un contexto de expansión sostenida de la actividad económica.

Cabe señalar que no obstante el aumento de la participación de las colocaciones al sector *retail*, rubro que demanda mayores gastos operativos que las colocaciones al segmento corporativo, las entidades del sistema financiero registran mejoras en su indicador de eficiencia operativa, en particular los bancos; lo que se explicaría en parte por una mejora tecnológica en sus procesos productivos.

En el 2006, la rentabilidad de las entidades del sistema financiero en su conjunto ha sido menor a la del año 2005, debido principalmente a la reducción del margen financiero de las entidades financieras no bancarias especializadas en el sector *retail*, en un entorno en el que las tasas activas por sus créditos en moneda nacional, han disminuido por la competencia proveniente de los bancos; los cuales por el contrario, vienen obteniendo una rentabilidad creciente.

La mayor participación bancaria en los sectores de microempresa y de consumo ha sido posible por el desarrollo de las centrales de riesgo que ha permitido a los bancos el acceso a la información crediticia de clientes que sólo eran atendidos por las entidades financieras especializadas. La estrategia competitiva de la banca se ha centrado en el ofrecimiento de tasas de interés más bajas y de una gama más amplia de servicios

De otro lado, la estabilidad monetaria siguió propiciando la desdolarización de las colocaciones y de los depósitos. Un aspecto a resaltar es la creciente colocación de créditos hipotecarios en soles, lo que está acompañando la solarización de los créditos de consumo y microempresa.

El sistema financiero, en particular los bancos, viene enfrentando tanto del lado de las colocaciones como del fondeo una creciente competencia del mercado de capitales, lo que unido a la mejor posición de liquidez de las empresas no financieras, ven reducir sus operaciones en el mercado de crédito corporativo. Las empresas no financieras están de manera creciente emitiendo bonos a plazos largos, nominados en soles y a menor costo. De otro lado, Los fondos mutuos, el ahorro no provisional que ofrecen las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Bolsa de valores son importantes alternativas al ahorro tradicional vía depósitos.

Mercado de Capitales

En los últimos años, se viene registrando un crecimiento sostenido del mercado de capitales, impulsado por el incremento de las emisiones de Bonos del Tesoro y Bonos Corporativos así como por el aumento del portafolio administrado por los inversionistas institucionales. Este desarrollo, tiene además como característica la creciente participación de instrumentos en nuevos soles a mayores plazos.

Las emisiones de bonos corporativos han representado una creciente alternativa de financiamiento al crédito bancario para las empresas no financieras. Mientras que la emisión de Bonos del Tesoro, a plazos cada vez más largos (hasta 20 años en soles



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

nominales), ha permitido la creación de una curva de rendimiento la cual ha servido de referencia al sector privado para la emisión de instrumentos financieros de largo plazo.

El mercado de acciones viene registrando una alta rentabilidad en comparación a los mercados bursátiles de la región, el incremento en los precios de las acciones se relaciona al aumento de las utilidades de las empresas en un contexto de crecimiento sostenido de la economía peruana y de los mayores precios de los metales que benefició a las empresas mineras.

El continuo aumento del portafolio administrado por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, por los aportes y por el efecto de la rentabilidad, ha tenido un rol fundamental en el desarrollo del mercado de capitales y viene generando una demanda creciente por valores. A ello se agrega el importante crecimiento de los fondos mutuos.

El mercado hipotecario ha mostrado también un crecimiento importante, impulsado por el financiamiento del Fondo Mivivienda canalizado a través del sistema financiero. Estos recursos han permitido el financiamiento de más de 33 mil viviendas, y han significado un importante impulso al crecimiento y generación de empleo en el sector construcción.

Principales Retos

No obstante los avances logrados, se requiere identificar aquellos factores que podrían estar impidiendo mayores desarrollos del sistema de pagos y una mayor profundidad de los mercados financieros y de capital, y, con ello, fortalecer la estabilidad macroeconómica con una mejor asignación de los recursos y administración de los riesgos financieros, e impulsar el financiamiento de las empresas que operan en el sector real de la economía.

Entre estos factores destaca el manejo del nivel de dolarización de las colocaciones del sistema financiero, sobre todo por los efectos que la exposición cambiaria pueda tener en la capacidad de pago de los prestatarios que generan ingresos en nuevos soles. Se requiere desarrollar el mercado de coberturas y con ello los instrumentos que permitan una mejor administración de los riesgos financieros. Observamos que tanto las instituciones financieras cuanto las empresas del sector real tienen un rol importante a desempeñar.

Un segundo factor es el que se deriva del dinamismo de la economía nacional y del nivel de liquidez que goza el sistema financiero en la actualidad y es la necesidad de que las familias y las instituciones financieras realicen un manejo prudente del crédito, para evitar que los mayores préstamos puedan superar la capacidad de pago de los prestatarios.

Un tercer factor está relacionado con la necesidad de ampliar el número de emisores y la oferta de instrumentos en el mercado de capitales. En esta línea, las medianas y pequeñas empresas deben realizar los esfuerzos necesarios para acceder a este mercado implementando las prácticas del buen gobierno corporativo, mejorando la calidad de su información financiera y abriendo el capital. El mercado de capitales ofrece también, importantes posibilidades para impulsar el desarrollo de instrumentos hipotecarios que, a su vez, masifique el financiamiento de viviendas e impulse el desarrollo del sector inmobiliario.





Un cuarto factor está referido a la valorización del portafolio de los inversionistas institucionales, la cual no es estándar entre los inversionistas institucionales. La baja negociación en los mercados secundarios de valores impide contar con cotizaciones vigentes de mercado. La valorización del portafolio de inversión de las AFP se efectúa diariamente siguiendo las políticas, criterios, metodologías y procedimientos establecidos en el Manual del Vector de Precios. Dicha valorización se realiza con base en valores de mercado y ante la ausencia de éstos, se procede a su mejor estimación o al empleo de encuestas entre los participantes más representativos del mercado para recoger su apreciación en cuanto a la tasa de descuento relevante para cada instrumento del mercado. En cambio, en el caso de los fondos mutuos, la regulación permite que cada administradora cuente con un reglamento propio de valorización de los instrumentos de renta fija de poca liquidez. Esta falta de uniformidad en la valorización de las inversiones puede originar un arbitraje regulatorio que es necesario corregir.

Cabe señalar que si bien la curva cupón cero constituye una referencia de las tasas de interés o de los rendimientos de bonos cupón cero sin riesgo de *default*, su uso para la valorización de instrumentos privados es limitado debido a que el mercado no cuenta con información relevante y confiable que proporcione el *spread* asociado a las emisiones de valores deuda del sector privado.

Un quinto factor lo constituye el marco institucional en el que opera nuestro sistema financiero y el mercado de capitales. Es importante la estabilidad en las reglas que impliquen el respeto de los derechos de propiedad y al equilibrio de los derechos de los deudores y acreedores en casos de controversias e incumplimientos. En este aspecto, le cabe al Poder Judicial un rol preponderante a efectos de que ofrezca mecanismos eficientes como previsibles en la solución de conflictos. Se requiere verificar que los cambios efectuados en el Proceso de Reestructuración Patrimonial sean los suficientes para asegurar su funcionamiento adecuado ante un eventual aumento de la demanda por acogerse a procesos de insolvencia en períodos de inestabilidad económica y financiera.

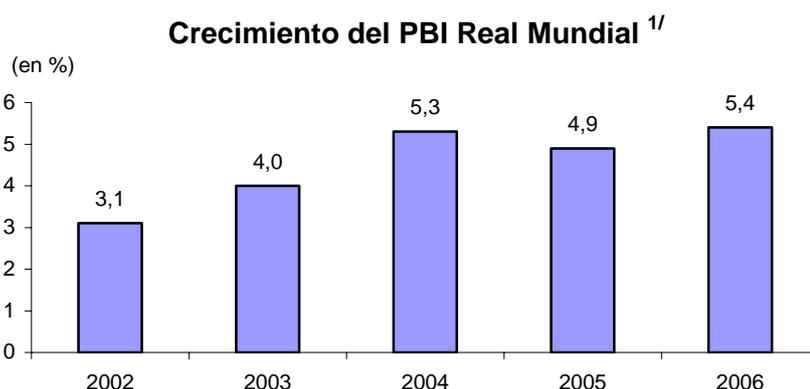
Un sexto factor es la necesidad de expandir el uso de los pagos electrónicos en particular los de bajo valor, sustituyendo el efectivo por el mayor uso de los instrumentos electrónicos compensables (transferencias de crédito y débito directo) y con ello profundizar el proceso de bancarización. El acceso a los servicios financieros permitirá mejorar la gestión de la liquidez a los agentes económicos (empresas y consumidores). Por esta razón, es conveniente que las entidades financieras no bancarias, principalmente las cajas municipales, cuenten con los servicios de la cámara de compensación electrónica y por lo tanto puedan hacer uso de los instrumentos compensables.

Un séptimo factor está relacionado con el Pilar 3 de Basilea II: la disciplina de mercado. Los inversionistas institucionales y los analistas que operan en el mercado financiero enfrentan el reto de ejercer una efectiva labor de seguimiento de la situación financiera de las entidades que operan en el sistema financiero así como de las entidades empresariales que acuden al mercado en busca de financiamiento, que imprima a dichas entidades una sana disciplina. Esta labor puede ser ejercida a través del monitoreo de los estados financieros que periódicamente se publican así como de la información empresarial disponible al mercado.

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

I.1 Contexto Externo

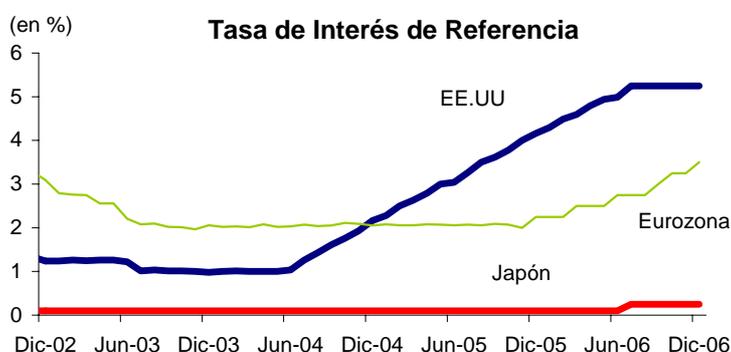
1. La economía mundial ha mostrado una continua expansión en los últimos años, impulsada principalmente por el dinamismo de la economía China y por la evolución favorable de las economías de algunos países desarrollados, en particular, de los Estados Unidos de América. Esta evolución se reflejó en los mayores precios de los *commodities*, que han beneficiado particularmente a los países exportadores de materias primas.



^{1/} Ponderado de acuerdo con la paridad del poder de compra.

Fuente: FMI: *World Economic Outlook de abril de 2007*.

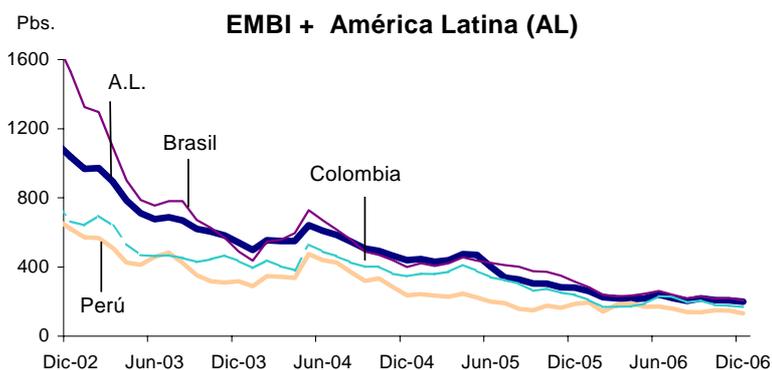
2. En este entorno favorable, los bancos centrales elevaron sus tasas de interés de corto plazo para contener las presiones inflacionarias. La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) efectuó cuatro ajustes en el 2006³, elevando su tasa de referencia de 4,25% a 5,25%, ante señales de presiones inflacionarias. En la Eurozona, el Banco Central Europeo siguió incrementando su tasa de referencia, alcanzando un nivel de 3,5% al cierre del 2006, debido a que la inflación se mantuvo durante casi todo el año por encima de su nivel meta (2,0%). Por otra parte, el Banco de Japón incrementó su tasa de política a 0,25% en julio de 2006, reflejando una mayor confianza en su actual recuperación económica.



³ 31 de enero, 28 de marzo, 10 de mayo y 29 de junio.



3. El dinamismo de la economía mundial ha favorecido a las economías emergentes, en particular a Latinoamérica. Desde el 2003, la actividad económica de la región continuó su expansión de manera sostenida, beneficiándose de un contexto externo positivo, caracterizado por los continuos incrementos en los precios de las materias primas, especialmente de los minerales. Así, el indicador de riesgo país para la región ha mostrado una continua reducción. Cabe anotar, que en general las primas de riesgo se han reducido fuertemente, en particular en los mercados emergentes, debido a que parte importante de los flujos de capital están buscando mejores rendimientos y son importantes demandantes de valores (acciones y bonos) en dichos mercados.



4. No obstante lo anterior, ante temores de un endurecimiento de la política monetaria de los principales países industrializados, las economías emergentes experimentaron, en el período mayo y junio de 2006, una fuerte presión vendedora en sus mercados financieros, en particular de acciones y bonos, que significó una importante salida de recursos al exterior en algunos de ellos, con el consiguiente impacto sobre sus mercados monetarios y cambiarios⁴. Posteriormente, se corrigieron las expectativas y, hacia julio de 2006, los mercados emergentes retornaron a la calma, lo que se vio reforzado por la decisión de la FED de mantener su tasa de referencia. Sin embargo, periodos de turbulencia financiera como el reseñado constituyen una alerta para impulsar medidas preventivas que fortalezcan al sistema financiero.

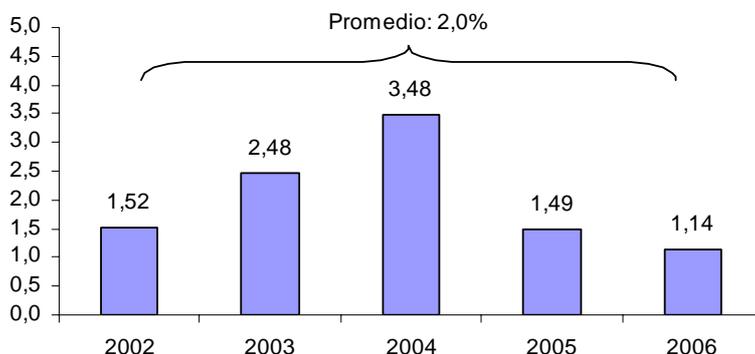
1.2 Contexto Interno

5. Entre los años 2002-2006, la moneda peruana se ha comportado de una manera estable, registrándose una tasa de inflación promedio de 2,0%, una de las más bajas de la región. Este resultado se debe a la conducción de la política monetaria del Banco Central bajo un Esquema de Metas Explícitas de Inflación, que para el período se situó en 2,5% anual, con un rango de tolerancia entre 1,5% y 3,5%. La inflación en el 2006 se ubicó en 1,14% por debajo del límite inferior de la meta debido a las mejores condiciones de oferta de alimentos y la reducción de los precios de los combustibles, servicios públicos, alquileres y aparatos electrodomésticos. Ello, se dio además en un contexto de aumento de la capacidad productiva e incrementos de productividad, apreciación del Nuevo Sol, mayor competencia reflejada en menores márgenes y bajas expectativas de inflación.

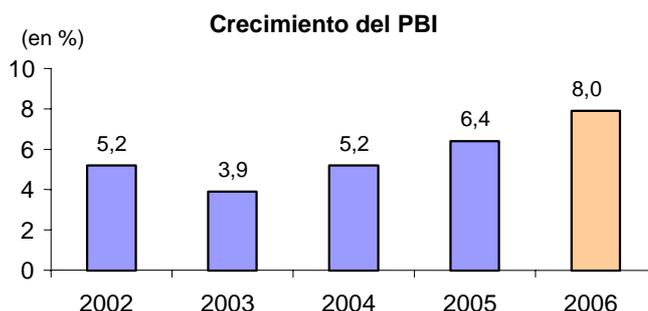
⁴ Financial Stability Review, setiembre de 2006, Reserve Bank of Australia.



Índice de Precios al Consumidor
(Variación porcentual anual)



6. El Directorio del Banco Central ha decidido que a partir de 2007 el diseño y la conducción de la política monetaria se orienten a que la inflación últimos 12 meses converja a un nivel meta de 2,0% con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia debajo de dicha tasa. Con la reducción de la meta, se refuerza el compromiso de mantener el poder adquisitivo de la moneda en el largo plazo fortaleciendo la confianza en el Nuevo Sol y reduciendo la vulnerabilidad asociada a la dolarización financiera de la economía. Asimismo, una meta de inflación de 2,0% es más próxima a las tasas de inflación de nuestros principales socios comerciales.
7. La economía nacional sigue mostrando importantes tasas de crecimiento, registrándose una tasa de 8,0% en el 2006, en un contexto de baja inflación. La expansión económica estuvo impulsada principalmente por la mayor demanda interna y, en menor medida, por la demanda externa neta. Asimismo, esta evolución ha sido acompañada por el aumento de los términos de intercambio (26%)⁵, el superávit fiscal (2,0% del PBI) y el resultado favorable de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos (2,8% del PBI).



8. En cuanto a los componentes de la demanda doméstica, destaca el crecimiento del consumo privado asociado a la mayor disponibilidad de crédito y la expansión sostenida de la inversión privada, que está permitiendo aumentar la capacidad productiva de la economía, con la consiguiente ganancia de productividad.

⁵ Los términos de intercambio crecieron por el fuerte aumento de los precios promedio de las exportaciones (36%) mientras que los precios promedio de las importaciones sólo crecieron 7% en dicho lapso.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

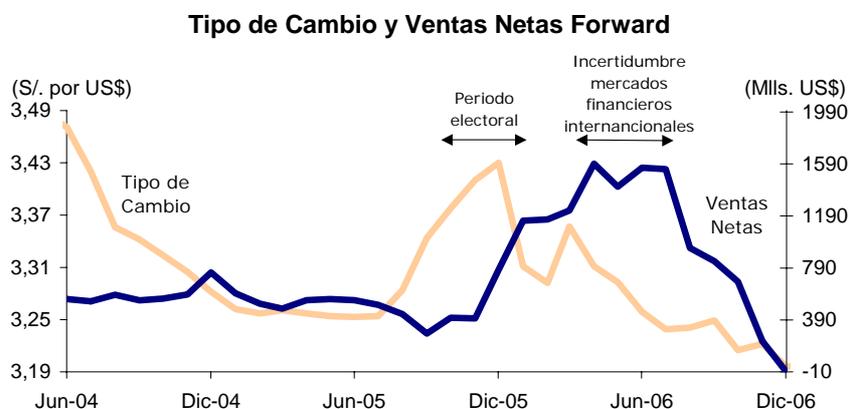
No. 2 – 7 de junio de 2007

La mayor demanda externa se reflejó en el crecimiento de las exportaciones, especialmente de minerales y de productos no tradicionales, principalmente textiles y agropecuarios.

9. El tipo de cambio continuó su tendencia apreciatoria iniciada desde fines del 2003, la cual estuvo asociado al desempeño favorable de las cuentas externas, a la reducción del riesgo país y al debilitamiento global del dólar.

No obstante, el mercado cambiario registró periodos de fuerte volatilidad en los últimos doce meses. En el periodo electoral (diciembre de 2005 - junio de 2006), los agentes económicos, en particular los no residentes, realizaron coberturas a través de operaciones *forward*, las cuales fueron vendidas por las entidades bancarias, quienes a su vez demandaron dólares en el mercado *spot* para cubrirse del riesgo cambiario. Ante esta situación, el Banco Central vendió dólares a la banca por US\$ 786 millones y emitió certificados de depósitos reajustables por US\$ 409 millones en el periodo señalado.

Culminado el periodo electoral y la tensión en los mercados financieros de mayo-junio de 2006, la demanda por cobertura de los no residentes se redujo drásticamente. El saldo de las ventas netas a futuro de dólares disminuyó en US\$ 1 550 millones, registrándose por primera vez en el año una posición neta de compras a futuro de dólares de US\$ 8 millones a fines de diciembre. En este periodo, el Banco Central compró dólares por US\$ 4 237 millones.



10. La tasa de interés de referencia de la política monetaria del BCRP fue elevada en seis oportunidades, desde un nivel de 3,0% en noviembre de 2005 hasta uno de 4,5% en mayo de 2006, tasa que se ha mantenido hasta finales de 2006.





Contrato *Forward*⁶

El *forward* es un contrato entre dos partes, en el cual una de ellas acuerda comprar a la otra parte una cantidad determinada de un activo financiero a una fecha futura y a un precio determinado en el contrato⁷. El acuerdo es de cumplimiento obligatorio para ambas partes. Los bancos son usualmente los principales actores en el mercado.

El contrato *forward* es una operación extra bursátil, que se negocia en los mercados conocidos como OTC (*Over the Counter*) y son preparados de acuerdo a las necesidades de cada cliente. Los activos sobre los cuales se realizan estos contratos *forward* pueden ser acciones, instrumentos de deuda, y monedas. En el Perú, el contrato *forward* más difundido en nuestro mercado financiero es el de monedas (http://www.bcrp.gob.pe/bcr/dmdocuments/Estadistica/Cuadros/Semanales/NC_058.xls)

El **Forward de monedas** consiste en una transacción mediante la cual dos partes acuerdan un intercambio de monedas a realizarse en una fecha futura y a un tipo de cambio determinado en el momento del contrato. El objetivo del *forward* es el manejo del riesgo cambiario cuando una parte tiene una posición descubierta en una moneda (por ejemplo, si sus pasivos en dólares son mayores que sus activos en dicha moneda, el agente está expuesto a una pérdida cambiaria si se deprecia el nuevo sol). La compra de moneda extranjera (dólares) en un contrato *forward* otorga al comprador una cobertura ante una subida en el tipo de cambio (depreciación del nuevo sol) y al vendedor una cobertura frente a una disminución del tipo de cambio (apreciación del nuevo sol).

Hay dos tipos básicos de *forward*:

- **Con entrega física (*Delivery forward*)**: al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado (tipo de cambio *forward*).
- **Sin entrega física (*Non delivery forward*)**: al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio *spot* o de mercado contra el tipo de cambio *forward* y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.

En estos contratos las partes acordarán los siguientes términos:

- **Fecha de vencimiento**: cuando vence la operación y se realiza la liquidación del contrato.
- **Monto Nominal**: monto en dólares de la operación.
- **Precio *Forward***: tipo de cambio al cual se transará la moneda extranjera al vencimiento.

El tipo de cambio *forward* se forma a partir del tipo de cambio *spot* (por ejemplo, soles por dólar) y las tasas de interés de las dos monedas (por ejemplo, soles y dólares) que se intercambian y el plazo de la operación (en número de días), de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$TC_{forward} = TC_{spot} \times \left(\frac{1 + \text{tasa.int.erés.en.soles} \times \left(\frac{\text{plazo.de.la.operación}}{360} \right)}{1 + \text{tasa.de.int.erés.en.dólares} \times \left(\frac{\text{plazo.de.la.operación}}{360} \right)} \right)$$

⁶ “*Fundamental of Futures and Options Markets*”, John Hull. Prentice Hall, cuarta edición, 2002.

⁷ La posición de la parte compradora en el *forward* se la denomina como posición larga mientras que a la de la vendedora se le denomina posición corta.

II. SISTEMAS DE PAGOS

11. Los sistemas de pagos, están conformados por instrumentos, reglas y procedimientos comunes que permiten a sus participantes transferirse fondos entre sí, forman parte de la infraestructura básica a través de la cual se moviliza el dinero en una economía.

Mediante estos sistemas se lleven a cabo las transferencias de fondos relacionadas no solo a las transacciones de bienes y servicios sino también a las operaciones con valores, productos derivados, moneda extranjera y otras del mercado de dinero y de capitales. De esta manera, los sistemas de pagos se constituyen en unos de los pilares de la estabilidad financiera.

12. Cabe resaltar que el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago es esencial para el buen funcionamiento de la economía, para la efectividad de la política monetaria y para la estabilidad y desarrollo del sistema financiero.

De especial importancia son aquellos sistemas que se califican como de importancia sistémica. Los criterios para atribuir tal importancia son variados y no necesariamente los mismos en todos los países. En la práctica, los criterios utilizados por el BCRP incluyen el volumen y la naturaleza de las transacciones, la trascendencia de los riesgos de los sistemas y las conexiones con otros sistemas. Con base en ello se considera como sistemas de pago de importancia sistémica a los siguientes: El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR), la Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.

13. El **Sistema LBTR** se considera como un sistema de **alto valor**, ya que liquida transferencias interbancarias de fondos de alto valor, por operaciones propias de las instituciones financieras o por cuenta de terceros. Este sistema, opera desde febrero del año 2000, es administrado por el BCRP. En él las órdenes de transferencia pago se procesan una por una (liquidación bruta), en el instante en que se envían al sistema (en tiempo real) y se liquidan en las cuentas que las instituciones financieras mantienen en el Banco Central, siempre que exista disponibilidad de fondos en dichas cuentas. En caso contrario, entran a un sistema de colas hasta la obtención de los fondos disponibles necesarios dentro del horario establecido o su rechazo definitivo.

El Sistema LBTR dispone de mecanismos para minimizar los riesgos de crédito y liquidez, como son las facilidades de liquidez intradiaria⁸ y la liquidación en tiempo real, lo cual facilita la transferencia de fondos y la circulación del dinero y permite una mayor efectividad de la política monetaria.

14. En los sistemas de pagos de **bajo valor** se efectúan transferencias de montos menores, en lo general por concepto de operaciones de consumo. En el caso de la **Cámara de Compensación Electrónica (CCE)**, única empresa de esta índole que opera en el Perú desde noviembre del 2000, dichas transferencias son compensadas y luego liquidadas. Así, la CCE es un sistema de pagos neto y diferido, donde primero se compensan los instrumentos compensables⁹

⁸ Compras temporales del Banco Central de dólares y valores del BCRP y del Tesoro Público.

⁹ En la actualidad, la CCE compensa cheques y transferencias de crédito y está previsto que el futuro se compense adicionalmente débitos directos, letras de cambio, pagarés, entre otros.

presentados por los participantes, los que son luego liquidados. La compensación consiste en calcular los saldos netos multilaterales acreedores o deudores de los participantes para cada tipo de instrumento, mientras que la liquidación de dichos saldos se realiza a través del Sistema LBTR.

Las Recomendaciones Internacionales para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica

El crecimiento en el volumen de operaciones de los principales sistemas de pagos de los países desarrollados, originados a su vez por los avances en la tecnología de la información y por el marcado desarrollo de los mercados financieros y de capitales, motivó a que la comunidad financiera internacional tomara creciente interés por la eficiencia y seguridad de los sistemas de pago, lo que condujo a que en 2001 el Comité sobre Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (BIS) publicara el documento “Principios Básicos para Sistemas de Pagos de Importancia Sistémica” (www.bis.org/publ/cpss43/htm).

Los Principios Básicos constituyen recomendaciones internacionales para el diseño y funcionamiento adecuado de sistemas de pago de importancia sistémica.

En relación al control de los riesgos de crédito y de liquidez, se recomienda que los sistemas indiquen las responsabilidades y obligaciones de los participantes y del operador; así como, que los sistemas estén en condiciones de liquidar las operaciones durante el día o al final del día, y que los activos utilizados para la liquidación sean preferentemente obligaciones del Banco Central. Igualmente, se enfatiza la importancia de que los participantes y el operador del sistema entiendan claramente los riesgos financieros a los que podrían estar expuestos.

Respecto al riesgo legal se recomienda la necesidad de contar con un marco legal robusto y que el sistema disponga de normas claramente establecidos, entre otros. En cuanto al riesgo operacional, los Principios Básicos recomiendan disponer de sistemas con un alto grado de seguridad y confiabilidad operativa, así como planes de contingencia.

Respecto a los bancos centrales, se les reconoce una función de vigilancia y de implementación de los Principios Básicos, tanto para los sistemas que operan directamente como aquellos operados por terceros. Cabe precisar que el artículo 68° de la Ley Orgánica del BCRP establece que: “El Banco reglamenta las operaciones de compensación entre los bancos en las que interviene directamente. Le compete autorizar la constitución y reglamentar el funcionamiento de otras cámaras de compensación”.

Existe un conjunto de pagos que no se procesan por la CCE ni se liquidan por el Sistema LBTR, sino a través de los propios sistemas de los bancos: los pagos intrabancarios. Estos pagos lo realizan entre ellos los clientes de una misma entidad y comprenden únicamente transferencias de fondos entre cuentas de una misma institución financiera. Estas operaciones, que tienen una elevada participación en los pagos totales del sistema nacional de pagos, reflejan el elevado grado de concentración de la banca nacional¹⁰.

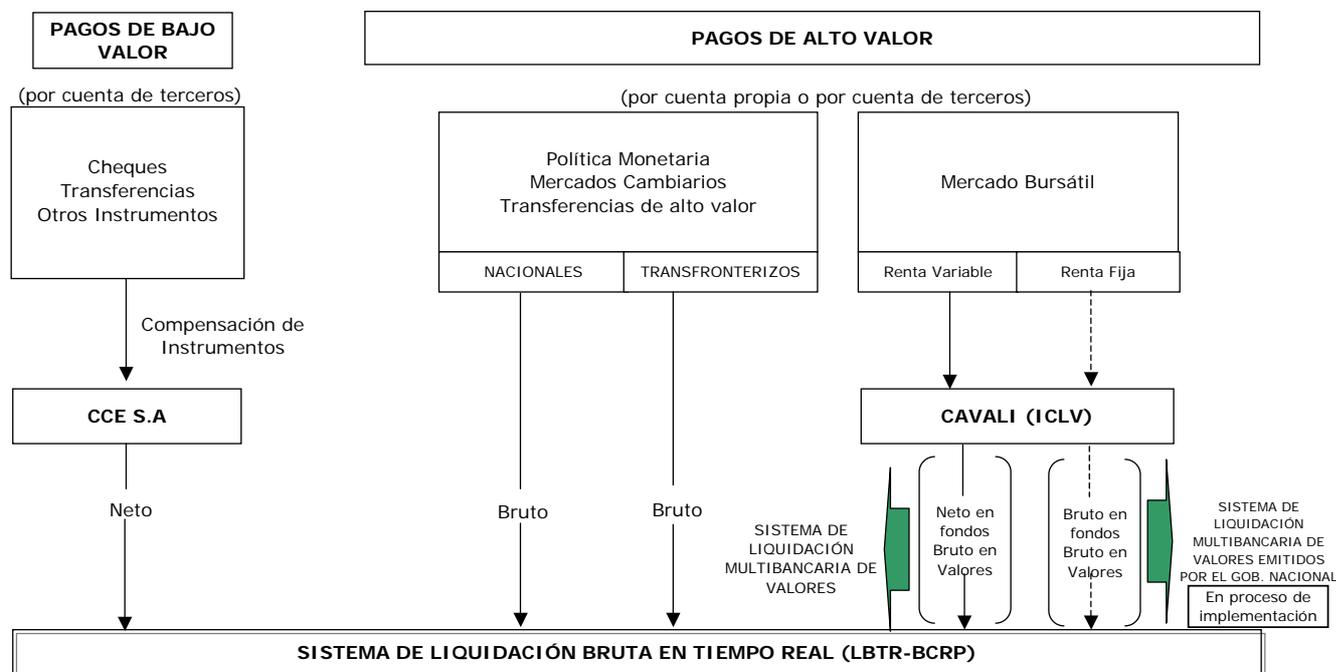
¹⁰ Si bien en los sistemas de pagos se realizan únicamente transferencias de fondos entre instituciones financieras, en este reporte se incluye a los pagos intrabancarios como parte de los pagos de bajo valor, debido a su volumen significativo en el total de pagos.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

15. Finalmente, mediante el **Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores de renta variable (acciones)** se liquidan las obligaciones de pago que surgen de las negociaciones de los valores registrados en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores (CAVALI). La liquidación de este sistema también se realiza a través del Sistema LBTR.

ORGANIZACIÓN DEL SISTEMA PERUANO DE PAGOS INTERBANCARIOS



II.1 Evolución de los sistemas de Pagos

16. Desde el año 2000 con la puesta en marcha del Sistema LBTR y de la CCE, los pagos en la economía han mostrado un importante dinamismo y se está extendiendo el uso de los pagos electrónicos de bajo valor, lo que podría estar contribuyendo a aumentar el grado de bancarización. Así, durante el 2006 se registró un significativo incremento tanto del valor (24,3 %) cuanto del volumen (10,4 %) de pagos efectuados a través de los sistemas de pagos de alto valor y de bajo valor.

Sistemas de Pago: En millones de soles

	2005	2006	Estructura %		Variación %
			2005	2006	
Pagos de Alto Valor: Sistema LBTR	556 792	743 255	53.1	57.0	33.5
Moneda Nacional	342 516	449 653	61.5	60.5	31.3
Moneda Extranjera	214 276	293 602	38.5	39.5	37.0
Pagos de Bajo Valor	491 646	559 560	46.9	43.0	13.8
CCE	109 920	133 434	22.4	23.8	21.4
Moneda Nacional	72 088	85 925	65.6	64.4	19.2
Moneda Extranjera	37 832	47 509	34.4	35.6	25.6
Operaciones Intrabancarias	374 312	415 845	76.1	74.3	11.1
Moneda Nacional	236 778	247 229	63.3	59.5	4.4
Moneda Extranjera	137 534	168 616	36.7	40.5	22.6
Otros Sistemas de Pago	7 414	10 281	1.5	1.8	38.7
Moneda Nacional	5 860	8 321	79.0	80.9	42.0
Moneda Extranjera	1 554	1 959	21.0	19.1	26.1
TOTAL	1 048 437	1 302 815	100.0	100.0	24.3
Moneda Nacional	657 242	791 129	62.7	60.7	20.4
Moneda Extranjera	391 195	511 687	37.3	39.3	30.8



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007



17. Resalta el mayor incremento de los pagos realizados a través del **Sistema LBTR**, tanto en valor (33,5 %) cuanto en volumen (15,3 %) producto, entre otros, de la expansión económica. Los pagos de alto valor llegaron a concentrar el 57 % del valor total de pagos realizados en la economía, aunque en volumen (número de transacciones) son poco significativos, dado que al ser transferencias interbancarias, el volumen procesado diariamente es relativamente reducido, aunque el valor individual de cada transferencia es muy superior al de las transferencias cursadas por la CCE.
18. Los **pagos de bajo valor** sirven para liquidar transacciones de consumo y se caracterizan por el gran número de pagos procesados. En esta categoría destacan las operaciones intrabancarias, que representan el 53,3 % del total de número de transacciones efectuadas, seguidas de los pagos realizados por otros sistemas (sistemas que se procesan a través de las tarjetas de crédito y débito) que representa el 42,1 %, expandiéndose en 15,9 % durante el período bajo análisis.

Los pagos realizados a través de los instrumentos compensables en la CCE alcanzaron el 4,6 % de los pagos de bajo valor, pero en términos de valor representan el 23,8 %. Su evolución registra un comportamiento ascendente.

19. Por monedas, **el 60,7 % del valor total de los pagos se efectúa en moneda nacional**, a pesar del nivel de dolarización de los depósitos en el sistema financiero. Sin embargo, los pagos en moneda extranjera tuvieron mayor crecimiento (30,8 %) que los pagos en moneda nacional (20,4 %), con lo cual la participación de los pagos en moneda extranjera aumentó en 2 puntos porcentuales con respecto a igual período de 2005, alcanzando un nivel de 39,3 %.

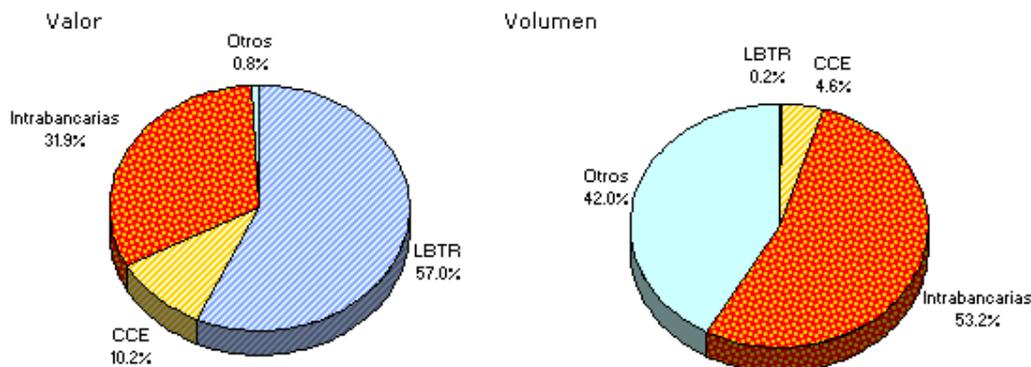
Sistemas de Pago: En miles de unidades

	2005	2006	Estructura %		Variación %
			2005	2006	
Pagos de Alto Valor: Sistema LBTR	331	381	0.2	0.2	15.3
Moneda Nacional	195	226	58.9	59.3	16.1
Moneda Extranjera	136	155	41.1	40.7	14.1
Pagos de Bajo Valor	174 715	192 802	99.8	99.8	10.4
CCE	8 404	8 913	4.8	4.6	6.1
Moneda Nacional	5 379	5 712	3.1	64.1	6.2
Moneda Extranjera	3 025	3 201	1.7	35.9	5.8
Operaciones Intrabancarias	96 222	102 684	55.1	53.3	6.7
Moneda Nacional	79 141	85 379	82.2	83.1	7.9
Moneda Extranjera	17 080	17 305	17.8	16.9	1.3
Otros Sistemas de Pago	70 089	81 206	40.1	42.1	15.9
Moneda Nacional	65 345	76 100	93.2	93.7	16.5
Moneda Extranjera	4 744	5 106	6.8	6.3	7.6
TOTAL	175 046	193 184	100.0	100.0	10.4
Moneda Nacional	150 061	167 417	85.7	86.7	11.6
Moneda Extranjera	24 985	25 767	14.3	13.3	3.1

En términos de número o volumen de transacciones, las efectuadas en nuevos soles registraron un mayor aumento (11,6%) que las efectuadas en dólares, representando el 86,7% del total de las transacciones, lo que reflejaría que los pagos en moneda extranjera son mayormente de alto valor, particularmente efectuados por las empresas no financieras a través del Sistema LBTR .



Participación de los Sistemas de Pagos (2006)



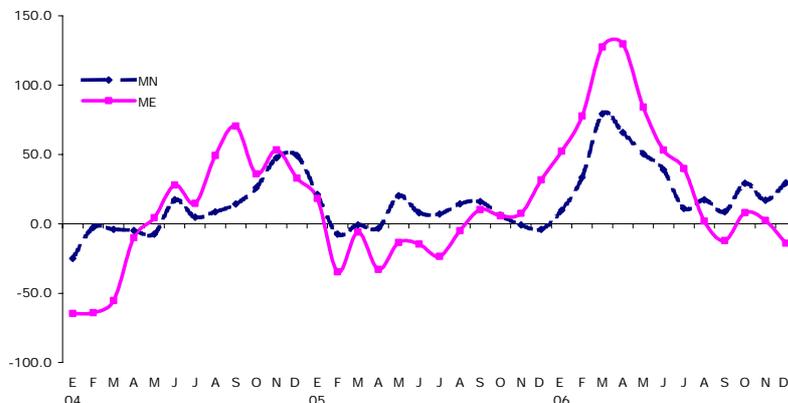
II.1.1 Sistema de Pagos de Alto Valor

20. La evolución del valor de los pagos realizados a través del sistema LBTR muestra una tendencia creciente, alcanzando una variación de 33,5 % durante el 2006, producto del aumento de las transferencias de clientes y el incremento de las operaciones de compra y venta de moneda extranjera.

Asimismo, el número de operaciones se expandió en 15,3 %, siendo las realizadas en moneda nacional las que experimentaron un mayor crecimiento (16,1 %), mientras que en moneda extranjera la expansión fue de 14,1 %, contrariamente a lo sucedido en el valor de las transacciones, donde el mayor dinamismo se registró en moneda extranjera (37 %). Ello nos indica que las operaciones individuales procesadas en moneda extranjera fueron de un monto mayor que las realizadas en moneda nacional.

21. Esta evolución estuvo enmarcada en la continua expansión económica, así como por factores especulativos generados por la incertidumbre electoral presentada a inicios de año. En efecto, en el 2005, y en particular en el segundo semestre de dicho año, la demanda interna se expandió rápidamente (5,5 %), lo que se sustentó por la expansión del crédito doméstico y la mejora en los términos de intercambio, comportamiento que se ha mantenido a lo largo del 2006.

Var. % . Del Valor de los Pagos Liquidados en el LBTR (Var. %)



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

22. En lo que respecta a las transferencias del Sistema LBTR por tipo de institución financiera, se mantiene la importancia de las efectuadas por las empresas bancarias tanto en moneda nacional cuanto extranjera (87,7 % y 94,8 %, respectivamente), seguidas por las realizadas por el Banco de la Nación (9,9 % y 3,1 %, en moneda nacional y extranjera, respectivamente).

Transferencias de Alto Valor	(millones de soles)				
	2005	2006	Estructura %		Var. %
Empresas Bancarias	316 505	394 199	92.4	87.7	24.5
Compra-Venta de M/E	63 709	69 405	18.6	15.4	8.9
Préstamos y devoluciones interbancarios	95 373	93 761	27.8	20.9	-1.7
Transferencias al Banco de la Nación	31 290	33 835	9.1	7.5	8.1
Transferencias de Clientes	126 133	197 198	36.8	43.9	56.3
Banco de la Nación	20 654	44 559	6.0	9.9	115.7
Compra-Venta de M/E	6 245	10 683	1.8	2.4	71.1
Transferencias	14 409	33 876	4.2	7.5	135.1
Cofide, Financieras y Cajas	5 357	10 895	1.6	2.4	103.4
Total	342 516	449 653	100.0	100.0	31.3

La importancia de las transferencias de las empresas bancarias se debe sobre todo a aquellas ordenadas por los clientes. Así, estas últimas crecieron significativamente, tanto en moneda nacional (56,3 %) como extranjera (44,8 %), producto del crecimiento de la actividad productiva. Cabe precisar, que esta expansión de los pagos estuvo acompañada por el incremento de los depósitos en moneda nacional (21,2 %) y extranjera (3,3 %) en la banca.

Transferencias de Alto Valor	(millones de dólares)				
	2005	2006	Estructura (%)		Var. (%)
Empresas Bancarias	61 345	84 928	94.6	94.8	38.4
Compra-Venta de M/E	19 262	21 855	29.7	24.4	13.5
Préstamos y Devoluciones interbancarios	5 375	9 928	8.3	11.1	84.7
Transferencias de Clientes	36 708	53 145	56.6	59.3	44.8
Banco de la Nación	2 361	2 766	3.6	3.1	17.1
Compra-Venta de M/E	1 890	2 424	2.9	2.7	28.3
Transferencias	472	342	0.7	0.4	-27.5
Cofide, Financieras y Cajas	1 118	1 919	1.7	2.1	71.6
Total	64 824	89 613	100.0	100.0	38.2

II.1.2 Sistemas de Pagos de Bajo Valor

23. Los pagos de bajo valor crecieron 13,8 % en valor, destacando la tendencia en el mayor uso de las tarjetas de crédito y débito (38,7 %) y de las transferencias de crédito procesadas a través de la CCE (21,4 %).

Más del 50% del monto de los pagos entre los clientes de las instituciones financieras se realiza con cheques. Sin embargo, en número de transacciones, alrededor del 60 % de los pagos de bajo valor se efectúan con transferencias de crédito (intrabancaria y a través de la CCE) y con tarjeta de crédito. Es decir, los pagos con cheque son, en promedio, por montos mucho mayores a los que se efectúan utilizando los otros medios de pago de bajo valor, lo que indicaría que el cheque es más utilizado por las empresas, mientras que los otros instrumentos de pago son utilizados básicamente para pagos personales.

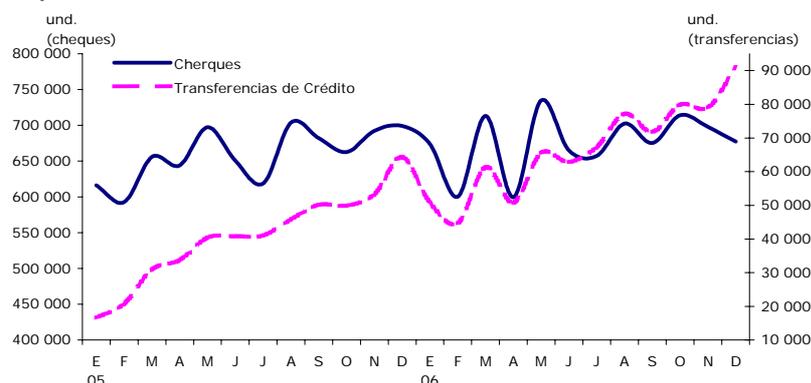
24. Cabe resaltar el desplazamiento del uso del cheque por el de los otros medios de pago, especialmente las transferencias electrónicas y tarjetas. El uso de estas últimas se expandió 15,9 % hasta diciembre del 2006, representando el 42,1 % del total de los pagos de bajo valor.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

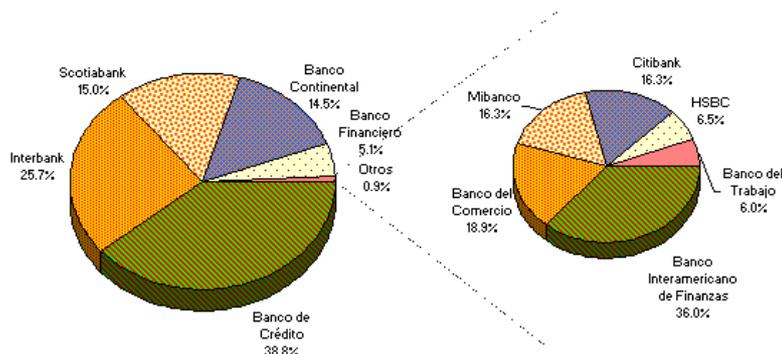
No. 2 – 7 de junio de 2007

Evolución del número de operaciones realizadas con instrumentos compensables en la CCE



25. Si bien los pagos intrabancarios mostraron un menor incremento (11,1 % en valor), su importancia en los pagos de bajo valor alcanza el 74,3 %, aunque menor en 1,5 puntos porcentuales con respecto a igual período de 2005; esta importancia de los pagos intrabancarios reflejaría la elevada concentración bancaria. A diciembre de 2006 las transacciones intrabancarias se encontraban dominadas por el Banco de Crédito (38,8 %), Interbank (25,7 %), Scotiabank (15 %) y el Banco Continental (14,5 %).

Participación % en las Operaciones Intrabancarias (Diciembre 2006)



El Banco de la Nación posee un alto monto de operaciones intrabancarias, debido a que se encarga del pago a los proveedores del Estado, así como del pago a los pensionistas del sistema nacional de pensiones y la planilla de los empleados públicos, lo que implica transferir recursos desde las cuentas del Sector Público. Las transferencias intrabancarias del Banco de la Nación representan el 37,5 % del total.

Sistema de pago de bajo valor: En millones de soles

	2005	2006	Estructura %		Variación (%)
			2005	2006	
Pagos de Bajo Valor	491 646	559 560	100.0	100.0	13.8
CCE	109 920	133 434	22.4	23.8	21.4
Cheques	106 202	127 538	96.6	95.6	20.1
Transferencias de Crédito	3 718	5 896	3.4	4.4	58.6
Operaciones Intrabancarias	374 312	415 845	76.1	74.3	11.1
Cheques	176 425	201 940	47.1	48.6	14.5
Cobrados en Ventanilla	104 661	121 484	28.0	29.2	16.1
Depositados en Cuenta	71 764	80 456	19.2	19.3	12.1
Débitos en la misma entidad	15 240	15 123	4.1	3.6	-0.8
Transferencias de Crédito	182 647	198 782	48.8	47.8	8.8
Otros Sistemas de Pago	7 414	10 281	1.5	1.8	38.7
Pagos por Tarjeta de Débito	1 721	2 582	23.2	25.1	50.1
Pagos por Tarjeta de Crédito	5 693	7 698	76.8	74.9	35.2



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

26. La cámara de compensación sólo realiza el 4,6 % del número de operaciones, ya que el mayor porcentaje de ellas se realiza a través de operaciones intrabancarias (53,3 %). Los otros sistemas se expandieron en 15,9 % (42,1 % de participación), convirtiéndose el sistema de pagos de bajo valor más dinámico tanto en número como valor.

Si bien la CCE no incrementó en gran medida el número de operaciones que procesa, el valor de los pagos a través de la CCE muestra una tendencia creciente, en especial el que corresponde a los pagos mediante transferencias electrónicas. Así, la importancia de los montos pagados a través de la CCE se ha incrementado ligeramente, al haber aumentado su participación en el valor total de los pagos de bajo valor, de 22 a 24 %.

Sistema de pago de bajo valor: En miles de unidades

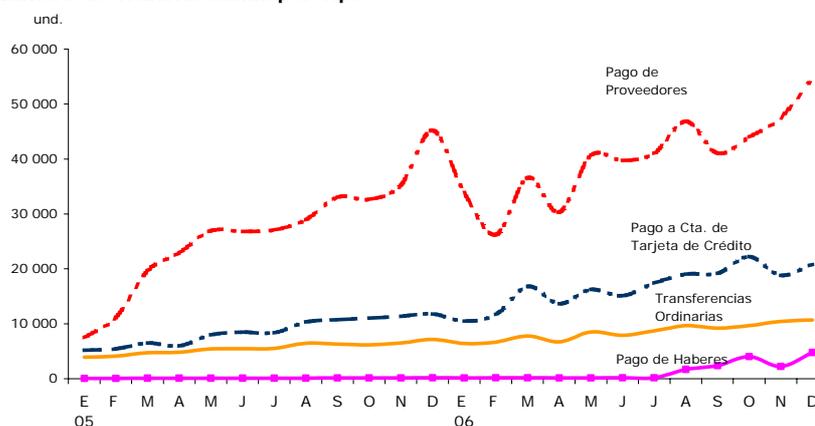
	2005	2006	Estructura %		Variación (%)
			2005	2006	
Pagos de Bajo Valor	174 715	192 802	100.0	100.0	10.4
CCE	8 404	8 913	4.8	4.6	6.1
Cheques	7 917	8 111	94.2	91.0	2.5
Transferencias de Crédito	488	802	5.8	9.0	64.5
Operaciones Intrabancarias	96 222	102 684	55.1	53.3	6.7
Cheques	37 709	40 981	39.2	39.9	8.7
Cobrados en Ventanilla	27 187	29 665	28.3	28.9	9.1
Depositados en Cuenta	10 523	11 316	10.9	11.0	7.5
Débitos en la misma entidad	7 696	7 846	8.0	7.6	2.0
Transferencias de Crédito	50 817	53 856	52.8	52.4	6.0
Otros Sistemas de Pago	70 089	81 206	40.1	42.1	15.9
Pagos por Tarjeta de Débito	21 242	23 649	30.3	29.1	11.3
Pagos por Tarjeta de Crédito	48 847	57 556	69.7	70.9	17.8

Cabe indicar que el número de las transferencias de crédito de la CCE creció en más de 60 %, fundamentalmente por los pagos a proveedores del Estado.

De otro lado, la mayor parte de las transferencias son en moneda nacional, aunque en las transferencias ordinarias predominan las de moneda extranjera. Es decir, los clientes de los bancos que tienen que transferir US dólares entre las entidades financieras están utilizando la CCE con mayor frecuencia.

Es importante señalar que el uso de las transferencias electrónicas y los otros medios de pago compensables podría estar incentivando el uso de cuentas bancarias y por lo tanto la bancarización, lo que favorecería el crecimiento del sistema financiero y los beneficios que de ello se derivarían en el financiamiento y el crecimiento de la economía en general.

Número de Transferencias por Tipo





II.1.3 Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores¹¹

27. Este nuevo sistema de transferencia de fondos para las operaciones con valores que perfecciona y reemplaza al anterior desde noviembre de 2005, está basado en múltiples empresas bancarias que actúan como representantes de los participantes directos (denominados Bancos Liquidadores). Con ello, el riesgo de liquidación¹² de los participantes directos, es decir, las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) se controla adecuadamente, ya que en vez de depender de una sola empresa bancaria para hacer frente a posibles necesidades de liquidez de los participantes directos, como sucedía anteriormente, ahora existen seis empresas bancarias (entre las más grandes del país) para otorgar líneas de crédito a los participantes, con lo que la capacidad del sistema para atender requerimientos temporales de liquidez aumenta considerablemente.
28. El monto mensual promedio transado en el 2006 ha sido de S/. 162,2 millones (S/. 1 946 millones en el año) y US\$ 15,9 millones (US\$ 191,1 millones).

Entre las principales transacciones efectuadas destacan la compra del 100% de las acciones (S/. 1 213,9 millones) de inversión de la Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A. por parte de SAB Millar, por la propuesta de Latin American Cellular Holdings B.V. (empresa subsidiaria de Telefónica Móviles) para la adquisición del total de las acciones de Perú Holdings S.A.A., la oferta pública de venta de acciones comunes de Siderperú (40 % de su capital) y a la transferencia de 39 millones de acciones comunes de Cía. La Poderosa (37,3 % de su capital) así como la OPA por parte de la corporación minera San Manuel (subsidiaria de Atacocha) para adquirir acciones de la minera La Poderosa.

29. La principal característica del Sistema de Liquidación de Valores es que la liquidación ocurre bajo el esquema de entrega contra pago¹³ (DVP por sus siglas en inglés). Este esquema corresponde al vínculo entre la fase de transferencia de valores y la fase de transferencia de fondos, garantizando que la entrega de valores ocurra, única y exclusivamente, si se produce el pago.

El Sistema de Liquidación Multibancaria contempla principalmente lo siguiente:

- La Caja de Valores y Liquidación (CAVALI) mantendrá dos cuentas liquidadoras en el BCRP, una en moneda nacional y otra en moneda extranjera, que serán utilizadas para la liquidación de las obligaciones de pago, así como para la recepción de las comisiones que CAVALI cobra por las operaciones objeto de liquidación. Al cierre de las operaciones diarias, el saldo de las Cuentas Liquidadoras debe ser cero.
- Las transferencias efectuadas desde y hacia las Cuentas Liquidadoras son irrevocables.

¹¹ Este sistema se ha restringido a los valores de renta variable (acciones), pero se hará extensivo próximamente a los Bonos Soberanos y, posteriormente, a todos los instrumentos de renta fija.

¹² El riesgo de que una liquidación no se produzca según lo esperado.

¹³ El DVP reduce o elimina el riesgo de principal en la liquidación de valores, esto es, el riesgo de que el vendedor del valor envíe el valor sin que haya recibido el pago respectivo, o que el comprador del valor realice el pago sin recibir el valor.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007



- CAVALI recibirá en la Cuenta Liquidadora que corresponda, los fondos que le transfieren los Bancos Liquidadores. CAVALI podrá conocer los detalles de la transferencia, incluyendo la fecha de la operación y el número que identifica la operación en el Sistema Centralizado de Negociación de Deuda Pública o de otros sistemas de negociación y registro de operaciones previstos en las normas a que se refiere el artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores, que les serán enviados a través del LBTR por los Bancos Liquidadores representantes para este efecto de los Participantes Directos Liquidadores.
- La transferencia de fondos de los Bancos Liquidadores hacia la Cuenta Liquidadora de CAVALI está sujeta a que dicho Banco Liquidador cuente con los recursos disponibles en sus cuentas en el BCRP.
- Los fondos transferidos desde o hacia los Bancos Liquidadores, hacia o desde la Cuenta Liquidadora de CAVALI, son identificados con un código de operación que permite que su único destino sea la mencionada Cuenta Liquidadora de CAVALI o la cuenta de un Banco Liquidador, según corresponda.
- Una vez completados los abonos en la Cuenta Liquidadora de CAVALI efectuados por los Bancos Liquidadores quienes representan para este efecto a los Participantes Directos Liquidadores Compradores de los valores emitidos por el Gobierno Nacional dentro del límite establecido en el horario indicado en el proyecto de Reglamento adjunto, corresponderá a CAVALI verificar la disponibilidad de valores por parte de los Participantes Directos Liquidadores Vendedores de los valores emitidos por el Gobierno Nacional y en caso de conformidad transferirá los fondos a las cuentas de los Bancos Liquidadores de los Participantes Directos Liquidadores Vendedores de dichos valores, cumpliéndose la entrega contra pago.

II.2. Factores a considerar en el desarrollo de los sistemas de pagos

30. Si bien los sistemas de pagos han mostrado un gran dinamismo desde su modernización en el año 2000, hay todavía un amplio margen para un mayor desarrollo de los instrumentos y de los sistemas de pagos lo que contribuiría al fortalecimiento de la estabilidad financiera.
31. El marco normativo de los sistemas de pagos peruanos se deriva de la finalidad del BCRP de preservar la estabilidad monetaria, la misma que se encuentra estipulada en el artículo 84° de la Constitución Política del Perú y en el artículo 2° de su Ley Orgánica. El marco legal sobre el que se basa la regulación de los sistemas de pagos nacionales a cargo del BCRP es el Art. 68° de su Ley Orgánica, que se refiere a las compensaciones interbancarias. No obstante esta base legal, teniendo en cuenta que el BIS recomienda que los sistemas de pagos deben contar con bases legales bien fundadas para todos los aspectos involucrados en estos sistemas, el Banco Central está revisando el actual marco legal a la luz de la experiencia de otros bancos centrales en este campo, y de ser el caso, se fortalecerá la normatividad vigente de los sistemas de pagos.



Sistema LBTR

32. Dado que el Sistema LBTR es un sistema de importancia sistémica, la eficiencia en su operatividad es fundamental para el desarrollo de los sistemas de pagos en su conjunto, por esa razón una tarea permanente es la introducción de innovaciones que permitan mejorar la eficiencia y la seguridad de las transacciones de alto valor.

CCE

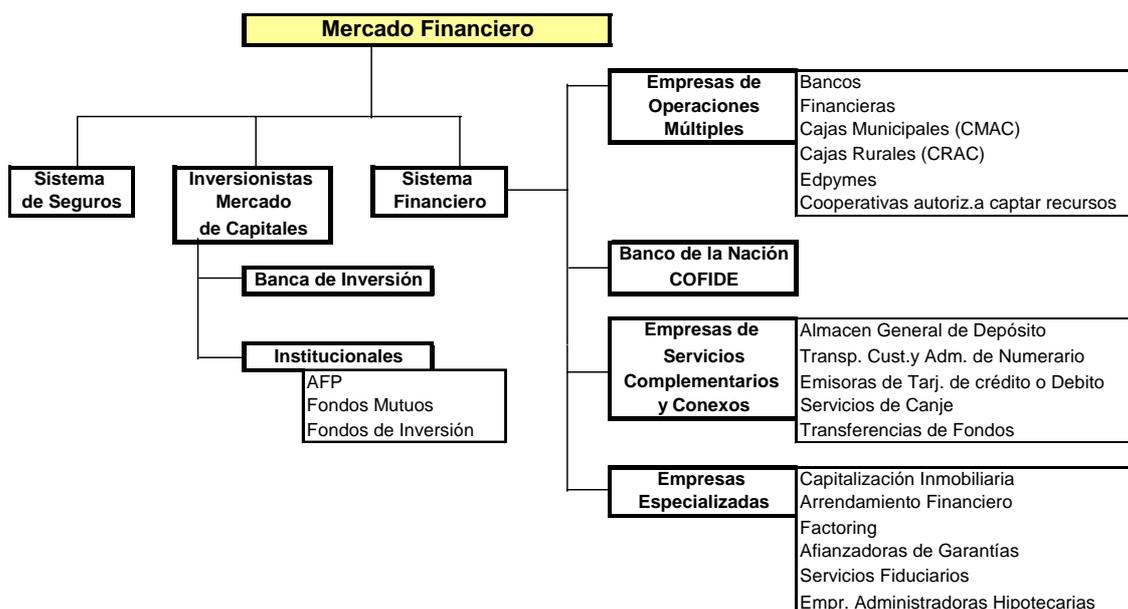
33. Uno de los objetivos estratégicos del Banco Central es expandir el uso de los instrumentos compensables, es decir incentivar la sustitución del efectivo por el mayor uso de los instrumentos electrónicos (transferencias de crédito y débito directo). Esto conllevaría a una mayor bancarización y un mayor acceso a los servicios financieros que a su vez permitiría mejorar la gestión de la liquidez de los agentes económicos (empresas y consumidores) lo que contribuiría a una mayor eficiencia de la economía.
34. Hasta el momento el uso de estos instrumentos electrónicos es mínimo. Por un lado, las transferencias de crédito se usan, principalmente, para procesar las operaciones del Estado (pago a los proveedores del Estado), mientras que los débitos directos no registran operaciones. Las instituciones financieras tienen un papel importante que desempeñar en la promoción del uso de estos instrumentos lo que beneficiará no sólo a sus clientes sino también a toda la industria financiera.

Por esta razón, es conveniente que las entidades financieras no bancarias, en particular las Cajas Municipales, participen en la CCE; ya que dada la naturaleza de sus operaciones y sus clientes, permitirá que los pequeños ahorristas y las pequeñas y microempresas se beneficien del desarrollo de los nuevos instrumentos de pago.

III. SISTEMA FINANCIERO

III.1 Principales desarrollos

35. El sistema financiero está conformado por entidades de diversos tipos, que canalizan los recursos del ahorro a la inversión. Para los efectos de este capítulo se analiza el desempeño de las siguientes entidades: los bancos (11); las financieras (4); las cajas municipales (13)¹⁴; las cajas rurales de ahorro y crédito, CRAC, (12); las empresas de desarrollo a la pequeña y mediana empresa, EDPYMES, (14) y el Banco de la Nación. Ésta última entidad se considera en el análisis por la importancia que viene adquiriendo en el mercado de créditos.



36. Las entidades del sistema financiero vienen mostrando en los últimos años una posición financiera sólida, lo cual se refleja en sus indicadores de solvencia. Todo ello en un contexto de mayor actividad económica, en el que la demanda interna creció a tasas de 10,0% en el 2006¹⁵, favoreciendo el aumento de las colocaciones principalmente hacia los sectores *retail*¹⁶ y en moneda nacional y creando las condiciones para que se incorporen nuevos sujetos de crédito al sistema financiero, aunque ello implica la toma de nuevos riesgos.

37. En este informe se consideran como indicadores de solvencia los siguientes: riesgo de crédito: cartera morosa neta de provisiones / patrimonio (exposición patrimonial al riesgo de crédito); calidad de activos: cartera morosa / colocaciones brutas y provisiones / cartera morosa; riesgo de liquidez: activos líquidos / pasivos de corto plazo; eficiencia operativa: gastos operativos / margen

¹⁴ Está constituido por doce cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC) y una Caja Municipal de Crédito Popular (la Caja Metropolitana de Lima). Esta última entidad inició sus operaciones en 1947, mientras que las CMAC son entidades relativamente recientes siendo la CMAC Piura la más antigua (comenzó operaciones en 1982). El marco legal de las CMAC está definido por el D.S. 157-90-EF (29/05/1990).

¹⁵ Reporte de Inflación, BCRP, enero 2007.

¹⁶ Incluye a los créditos de consumo, microempresa e hipotecario.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

financiero + ingresos no financieros; rentabilidad: ROA: utilidad /activos promedio y ROE: utilidad / patrimonio promedio

Cartera Morosa Neta / Patrimonio (%)

	Empresas Bancarias*	Empresas Financieras	CM**	CRAC	Edpymes	Banco de la Nación
Dic. 2000	56,3	21,1	4,2	80,4	4,3	2,0
Dic. 2001	57,3	29,3	0,6	78,8	5,7	57,5
Dic. 2002	38,1	19,7	-2,0	75,0	4,7	0,8
Dic. 2003	31,5	6,9	-1,8	63,5	7,1	-3,2
Dic. 2004	21,9	1,1	1,3	41,4	5,7	-3,3
Dic. 2005	11,8	-2,0	1,1	25,9	1,1	-3,1
Dic. 2006	2,4	-3,9	-0,4	19,1	-1,0	-2,8

* La cartera morosa de la banca incluye bonos 099-99, bienes adjudicados y realizables netos de provisiones, titulizaciones y fideicomisos.

** Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima.

38. La **rentabilidad** de las entidades del sistema financiero obtenida en promedio en el 2006 ha sido menor a la del año 2005, debido, principalmente, a la reducción del margen financiero de las entidades financieras no bancarias especializadas en el sector *retail*¹⁷, en un entorno en el que las tasas activas por sus créditos en moneda nacional, se han reducido por la mayor competencia proveniente de los bancos; los cuales por el contrario, han obtenido la rentabilidad más alta de los últimos 11 años. Ello, como resultado de su incursión en los sectores de microempresa y consumo, dado el mayor desarrollo de las centrales de riesgo que les ha permitido acceder a clientes que sólo eran atendidos por las entidades financieras especializadas, ofreciéndoles tasas de interés más bajas y una gama más amplia de servicios.

Rentabilidad (% del patrimonio)

	Empresas Bancarias	Empresas Financieras	CM*	CRAC	Edpymes	Banco de la Nación	TOTAL
Dic. 2000	2,9	22,6	24,3	1,9	2,6	15,4	n.d.
Dic. 2001	4,4	31,4	28,8	6,1	5,0	10,3	n.d.
Dic. 2002	8,2	27,5	31,4	8,3	6,2	4,2	n.d.
Dic. 2003	10,6	36,8	36,9	8,3	0,4	8,6	12,8 **
Dic. 2004	11,5	34,1	29,5	10,0	0,0	10,4	13,2 **
Dic. 2005	22,1	51,0	31,9	23,2	17,0	21,2	26,4
Dic. 2006	23,8	38,3	28,4	25,0	12,8	5,0	21,5

* Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima.

** No incluye al Banco de la Nación

Así, se observa que durante el 2006 la tasa de interés promedio de los créditos a la microempresa en moneda nacional de la banca se redujo de 43,6% a 37,6%, siendo la menor tasa cobrada en comparación con el resto de las entidades financieras. En el caso de los créditos de consumo, la banca mostró un aumento en la tasa de interés promedio en moneda nacional, pero continua siendo inferior a la cobrada por las financieras y EDPYMES.

¹⁷ Financieras, Edpymes, cajas municipales y rurales.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Entidad	Tasas de interés activa en moneda nacional (%)								Variación			
	Dic-06				Dic-05				Dic06/Dic05			
	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.
Banca	9,2	37,6	38,4	10,0	7,9	43,6	36,7	10,2	1,3	-6,0	1,7	-0,1
CMAC	26,9	47,8	32,1	25,5	33,5	49,4	35,2	-	-6,6	-1,6	-3,1	-
CRAC	22,5	52,7	32,3	-	25,8	52,1	36,2	11,0	-3,3	0,6	-3,9	-
Financieras	-	-	53,7	-	-	-	51,9	-	-	-	1,8	-
Edpymes	36,3	53,8	74,8	-	34,1	58,1	72,1	40,9	2,2	-4,3	2,7	-

Entidad	Tasas de interés activa en moneda extranjera (%)								Variación			
	Dic-06				Dic-05				Dic06/Dic05			
	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.
Banca	9,2	27,4	18,1	9,7	9,0	27,2	18,4	9,7	0,3	0,2	-0,3	0,0
CMAC	17,7	24,6	19,9	13,3	18,1	26,0	23,0	14,3	-0,4	-1,4	-3,1	-1,0
CRAC	17,8	24,4	23,1	12,0	16,5	22,5	24,4	12,6	1,4	1,9	-1,2	-0,6
Financieras	-	-	12,7	-	-	-	10,3	-	-	-	2,5	-
Edpymes	19,7	28,3	26,9	-	21,9	30,6	36,8	11,5	-2,2	-2,3	-9,9	-

Com.= Comercial, MES = microempresa, Cons.= consumo, Hip.= hipotecario.

Fuente: SBS

39. En el periodo bajo análisis, la estabilidad monetaria siguió propiciando la desdolarización de las colocaciones y depósitos de las instituciones financieras. Las colocaciones en moneda extranjera se redujeron de 64,7% a 59,3% del total de colocaciones entre diciembre de 2005 y de 2006; mientras que los depósitos en moneda extranjera cayeron de 57,4% a 53,1% en el mismo período. Los bancos fueron las entidades que registraron la mayor caída en el nivel de dolarización de sus colocaciones (de 70,2% a 63,5% en los últimos 12 meses)¹⁸. Por el contrario, las financieras registraron un incremento en la dolarización de sus colocaciones y depósitos durante el 2006 (de 6,3% a 9,4% y de 1,4% a 3,9%, respectivamente). El incremento en la dolarización de sus colocaciones se debió al aumento de los créditos hipotecarios en moneda extranjera, constituyéndose en un factor de riesgo ante un evento de devaluación monetaria.

Nivel de Dolarización (%)

	Dic. 2006		Dic. 2005	
	Colocac.	Depto.	Colocac.	Depto.
Empresas Bancarias	63,5	60,6	70,2	64,8
Empresas Financieras	9,4	3,9	6,3	1,4
Cajas Municipales*	31,8	30,8	35,1	34,5
Cajas Rurales	27,5	30,7	35,5	34,1
Edpymes	27,3	-	34,8	-
Banco de la Nación	63,6	15,9	56,0	17,2
Total	59,3	53,1	64,7	57,4

* Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima

III.2 Tamaño, Estructura y Competencia

40. En conjunto, las entidades financieras poseen activos que superan los S/. 99 mil millones (32,6% del PBI) a diciembre de 2006, siendo las colocaciones el rubro más importante (58,2% del total de activos), habiendo registrado un crecimiento de 10,8% durante el 2006, principalmente aquellas dirigidas al segmento *retail* (21,0%).

¹⁸ Si se excluye a los créditos hipotecarios, que son otorgados principalmente en moneda extranjera, la dolarización de los créditos se habría reducido en mayor proporción (de 65,1% a 58,0%).



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Las colocaciones de las entidades del sistema financiero representan el 19,0% del PBI y las de la banca el 15,6%; asimismo cabe señalar que a junio de 2006, el indicador de crédito / PBI para la banca de México, Argentina, Chile y Colombia alcanzaba el 13,0%, 15,4%, 70,1% y 24,9%, respectivamente.

PRINCIPALES EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO (Diciembre 2006)

(Millones S/.)

Variables	Empresas Bancarias	Empresas Financieras	CM*	CRAC	Edpymes	Banco de la Nación	TOTAL
Activos	78 897	1 867	4 594	845	986	12 455	99 644
Colocaciones brutas	47 645	1 554	3 499	637	798	3 831	57 965
comercial	29 627	0	687	111	51	2 530	33 006
microempresa	2 672	0	1 744	308	628	0	5 351
consumo	8 281	1 436	926	184	78	1 301	12 206
hipotecario	7 065	118	143	35	42	0	7 402
Depósitos	58 545	786	2 830	558	6	8 470	71 195
Patrimonio	7 911	344	770	111	236	1 277	10 650
Número de entidades	11	4	13	12	14	1	55
Número de deudores (en miles)	2 745	997	660	119	270	n.d.	4 790
Número de oficinas	935	26	199	76	127	n.d.	1 363
Número de personal	29 668	2 222	4 503	1 509	2 138	n.d.	40 040

* Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima

41. El dinamismo mostrado por estas empresas estuvo acompañado por un aumento del número de oficinas y de personal, rubros que aumentaron en 7,6% y 24,7% respectivamente en el 2006, sin afectar el indicador de eficiencia operativa¹⁹ de las entidades del sistema financiero (51,8% vs. 52,5% a diciembre de 2005). Asimismo, el número de deudores de las entidades financieras a diciembre de 2006 supera los 4,7 millones (superior en 17,8% al registrado a diciembre de 2005), de los cuales más del 20% son microempresarios, cuyo crecimiento respecto a diciembre 2005 ha sido de 23,2%; aunque dicho monto estaría sobreestimado, debido a que la información no depura el hecho de que un mismo deudor tenga créditos en varias entidades a la vez.
42. Los **bancos** representan el 82,2% del total de colocaciones y constituyen el principal competidor de las entidades financieras especializadas en el mercado *retail*, registrando la mayor participación en los mercados de microempresa (49,9%), consumo (67,8%) e hipotecario (95,4%). Cabe señalar que al interior de la banca se observa que tres entidades mantienen el 73,6% de las colocaciones y el 78,1% de los depósitos, registrando un nivel de *concentración* elevado según el índice de *Herfindahl Hirschmann* (IHH)²⁰.

Índice de Herfindahl-Hirschmann (IHH) 1/

Respecto a :	Dic-98	Dic-02	Dic-03	Dic-05	Dic-06
Colocaciones brutas	1 196	1 582	1 816	1 940	2 075
Depósitos	1 590	1 965	2 166	2 252	2 340
Patrimonio	1 248	1 848	2 007	2 217	2 179
Número de bancos	25	15	14	12	11

1/ Valores menores a 1000 indica mercado desconcentrado, entre 1000 y 1800 moderadamente concentrado, superior a 1800 altamente concentrado.

¹⁹ Gastos operativos / (margen financiero + ingresos no financieros).

²⁰ Las otras entidades del sistema financiero también registran altas concentraciones. Así, se observa que 3 cajas municipales concentran el 50,4% de las colocaciones de las cajas municipales, 3 cajas rurales concentran el 55,9% de las colocaciones de las cajas rurales y 3 Edpyme concentran el 63,5% de las colocaciones de las Edpyme.





El índice de Herfindale-Hirschman (IHH)

El IHH es la medida de concentración más utilizada por la legislación internacional y se calcula como la sumatoria al cuadrado de las participaciones porcentuales de cada una de las empresas en el mercado. Así, el IHH de una industria compuesta por “n” firmas se define como:

$$IHH = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

donde “S_i” es la cuota de mercado de la “i-ésima” empresa.

Si existe monopolio el IHH tendrá un valor de 10 000.

Los lineamientos básicos establecidos en la legislación norteamericana para el análisis de fusiones entre empresas, no sólo bancarias, están contenida en los *Horizontal Merger Guidelines* y la concentración se calcula aplicando el IHH, determinando los siguientes niveles:

Concentración luego de la fusión	Niveles de IHH	Potencial cambio en el IHH luego de fusión y acción del supervisor sobre fusión
Elevada	Mayor que 1 800	<p>>100 Generaría poder de mercado. Se analiza el efecto sobre la competencia, facilidad de entrada, eficiencias y potencial salida de una de las partes para su aprobación.</p> <p>50-100 Genera preocupación sobre su efecto en la competencia. Se toma en cuenta los factores antes mencionados.</p> <p>< 50 No tendría efecto negativo sobre la competencia.</p>
Moderada	1 000 a 1 800	<p>>100 Genera preocupación sobre su efecto en la competencia. Se toma en cuenta los factores antes mencionados.</p> <p>< 100 No genera preocupación y no requiere mayor análisis porque no tiene impacto en la competencia.</p>
No concentrado	Menos de 1 000	No tendría efecto negativo sobre la competencia.

Fuente: Saunders, Financial institutions management, McGraw-Hill 1997, 2° edición y *Horizontal Merger Guidelines*, 1992.

43. Las **cajas municipales** (CM) mantienen el 4,6% del total de activos del sistema financiero y han venido ganando cada vez mayor participación en el mercado de créditos debido al crecimiento continuo del nivel de sus colocaciones al sector microempresario, en particular de los sectores de comercio, transportes, industria manufacturera y construcción.
44. Las **financieras**, que representan el 1,9% de los activos totales del sistema financiero, son entidades especializadas en los créditos de consumo, especialmente dirigido a tiendas por departamento. Cabe mencionar que la Financiera CMR solicitó autorización para transformarse en empresa bancaria, habiendo sido ya autorizada por la SBS para organizar una empresa bancaria denominada “Banco Falabella S.A.”²¹.
45. Las **EDPYMES** son las principales empresas en ampliar la “bancarización” en el sector retail, representan el 1% de los activos del sistema y orientan el 60% del total de sus créditos al sector comercio. Estas entidades no están autorizadas a

²¹ Resolución SBS N° 1604-2006 del 05/12/2006.



captar depósitos del público y sus fondos provienen de su patrimonio, la reinversión de utilidades y de los adeudados²², registrando un bajo ratio de activos sobre el patrimonio (4,35 veces). En el 2006, la SBS autorizó²³ la fusión de las EDPYMES Edyficar y Crear Cusco. Esta última se extinguiría sin liquidarse, mientras que Edyficar adsorberá el bloque patrimonial y los demás derechos y obligaciones de Crear Cusco.

46. Las **cajas rurales** (CRAC) son las entidades cuyos activos tienen la menor participación en el sistema financiero (0,9% del total). En los últimos años, las CRAC han reestructurado su portafolio de colocaciones hacia actividades ligadas al comercio, reduciendo la participación del crédito agrícola (de 43,8% a 33,0% entre diciembre de 2003 y de 2006).
47. El **Banco de la Nación**, es el agente financiero del Estado y participa activamente en el mercado de créditos. Sobre esto último, viene incursionado en el crédito de consumo²⁴ dirigido a trabajadores del Estado cuyas remuneraciones son pagadas a través de dicha entidad bancaria (sus créditos de consumo representan el 10,7% del total de colocaciones del sistema). Asimismo, ha ampliado sus actividades como banco de segundo piso de las instituciones financieras no bancarias especializadas en el sector microempresario.

Al respecto, cabe señalar que mediante D.S N° 134-2006-EF, publicado el 10 de agosto de 2006, se creó en el Banco de la Nación el “Programa de Apoyo Financiero a la Micro y Pequeña Empresa – PROMYPE”, que cuenta con una línea de S/. 200 millones. Dichos recursos vienen siendo subastados a las entidades financieras (CMAC, CRAC y EDPYMES), las cuales pagan al Banco de la Nación una tasa de interés de 8%. La subasta se adjudica en función a la menor tasa de interés a la cual las entidades financieras colocan sus recursos al público. A diciembre último se han colocado S/. 25 millones.

III.3 Riesgo de crédito

48. La **banca** continúa fortaleciendo su posición financiera, lo que se refleja en la fuerte reducción de la exposición patrimonial al riesgo de crédito²⁵ que registra un nivel de 2,4% a diciembre de 2006 frente al 11,8% del año anterior, debido al efecto conjunto de la mayor cobertura de provisiones (99,0% de la cartera morosa) y de la reducción del monto de la cartera morosa (46,1%), producto de las ventas y castigos de cartera efectuada por los bancos. Esta evolución favorable ocurre en un escenario caracterizado por el ciclo expansivo de la economía.

²² Su adeudado es con COFIDE, sistema financiero nacional y de fuentes externas.

²³ Resolución SBS N° 1743-2006 publicada del 05/01/2007.

²⁴ Decreto Supremo N° 039-2002.

²⁵ Cartera morosa neta de provisiones / patrimonio. La cartera morosa incluye a los créditos en vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Indicadores de Riesgo de Crédito (%)

	Cartera Morosa Neta de Provisiones / Patrimonio 1/		Cartera Morosa / Colocaciones Brutas		Provisiones / Cartera morosa	
	Dic-05	Dic-06	Dic-05	Dic-06	Dic-05	Dic-06
Bancos *	7,7	0,3	6,5	4,3	79,5	99,0
Financieras	-2,0	-3,9	3,9	4,5	111,0	119,2
CM	1,1	-0,4	6,4	6,0	96,3	101,5
CRAC	25,9	19,1	13,9	12,0	67,5	72,3
Edpymes	1,1	-1,0	7,9	5,2	95,2	105,4
Nación	-3,1	-2,8	3,0	1,8	126,1	153,2
Total	5,6	-0,1	6,2	4,3	83,1	100,5

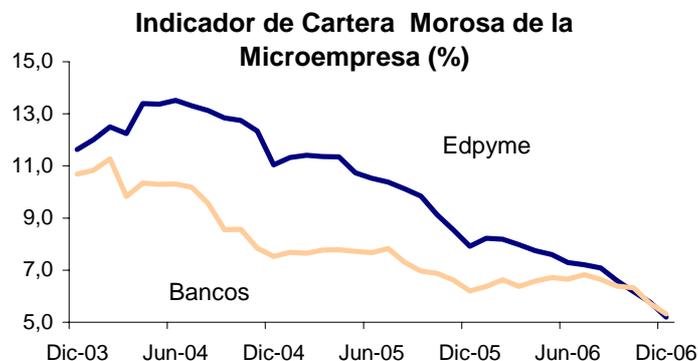
* Si a la cartera morosa de los bancos se le agrega los bienes adjudicados y realizables netos de provisiones, titulaciones y fideicomisos, el indicador de cartera morosa neta de provisiones sobre patrimonio se elevaría de 7,7% a 11,8% en el año 2005 y de 0,3% a 2,4% en el año 2006

49. Cabe precisar que el indicador de riesgo de crédito mide, en un escenario crítico, cuál es el impacto sobre el patrimonio de una entidad financiera si la cartera morosa no provisionada se vuelve irrecuperable. En general, las empresas del sistema financiero y, en particular, los bancos, muestran una mejora importante en este indicador, siendo las cajas rurales las que presentan un indicador muy encima del promedio.
50. Las **cajas municipales** (CM) continúan fortaleciendo su posición financiera, producto de la reducción de su cartera morosa (representa el 6,0% de sus colocaciones brutas a diciembre de 2006) y del aumento del nivel de cobertura de dicha cartera (las provisiones cubren el 101,5% de la cartera morosa); no registrando como consecuencia de ello exposición patrimonial al riesgo de crédito. Sin embargo, las CM vienen enfrentando una fuerte competencia de las empresas bancarias, quienes vienen atrayendo a sus clientes con tasas de interés más bajas y una amplia gama de servicios.



51. Las **cajas rurales** (CRAC) vienen reduciendo en los últimos años su exposición patrimonial al riesgo de crédito, aunque este aún sigue siendo el más alto del sistema financiero. Así, la cartera neta de provisiones se redujo a 19,2% (25,9% en diciembre de 2005), lo cual obedece a los mayores gastos en provisiones que les permitieron aumentar su cobertura a 72,3% de la cartera morosa. Es probable que en el mediano plazo las CRAC pasen por un proceso de fusión y fortalecimiento patrimonial para poder enfrentar la competencia y seguir actuando en el mercado *retail*.
52. Las **EDPYMES** continúan fortaleciendo su posición financiera, debido a que la morosidad ha tenido una tendencia decreciente. En particular, el ratio de morosidad de las EDPYMES para el segmento microfinanzas ha pasado de poco

más de 11% en diciembre de 2003 a 5,2% en diciembre de 2006, registrando un comportamiento similar al observado por los bancos cuyo indicador pasó de 10,7% a 5,3% en el mismo periodo. Asimismo, las provisiones cubren el 105,4% del total de la cartera deteriorada.



53. Las **financieras** si bien muestran una posición financiera sólida, debido a la mayor cobertura de su cartera morosa (119,2% frente a 111,0% de 2005), registran un ratio de morosidad con tendencia creciente (4,5% a diciembre de 2006 vs. 3,9% en similar mes del año anterior), explicada por el deterioro de sus créditos de consumo.

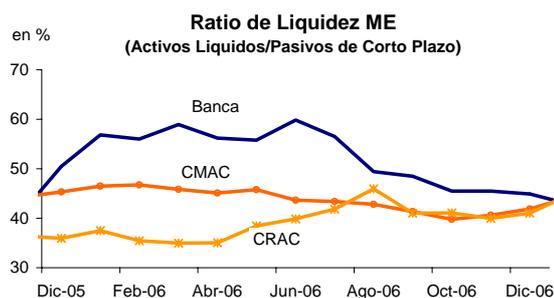
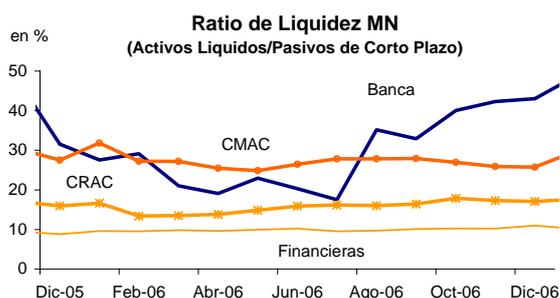
III.4 Riesgo de Liquidez

54. El riesgo de liquidez se mide a través del indicador de activos líquidos / pasivos de corto plazo. La SBS determina que dicho indicador no puede ser menor de 8% para moneda nacional y de 20% para moneda extranjera (Resolución SBS. N° 472-2001 del 20 de junio de 2001). Los activos líquidos incluyen a la caja y fondos fijos; fondos disponibles en el Banco Central, en empresas del sistema financiero nacional y en bancos del exterior; fondos interbancarios netos deudores; títulos representativos de deuda; entre otros. Los pasivos líquidos incluyen a las obligaciones a la vista, de ahorro y a plazo, fondos interbancarios netos acreedores, adeudados de corto plazo, entre otros.
55. A diciembre de 2006, los **bancos** mantienen una alta posición de liquidez comparada con el resto de entidades del sistema financiero. Los ratios de liquidez en moneda nacional y extranjera fueron 43,8% y 45,0%, respectivamente (38,6% y 49,2% al cierre de 2005), cumpliendo en promedio con los mínimos exigidos por la SBS.

Durante el 2006 los niveles de liquidez en moneda nacional y moneda extranjera de la banca mostraron comportamientos contrapuestos. Así, en el periodo electoral (hasta junio de 2006), los bancos destinaron parte de sus recursos líquidos en moneda nacional a la compra de dólares para hacer frente a la demanda por *forwards* de los agentes económicos, en particular de los no residentes. Culminado el periodo electoral, dicha demanda se redujo drásticamente y los bancos recuperaron sus niveles de liquidez en moneda nacional mostrados durante el 2005.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

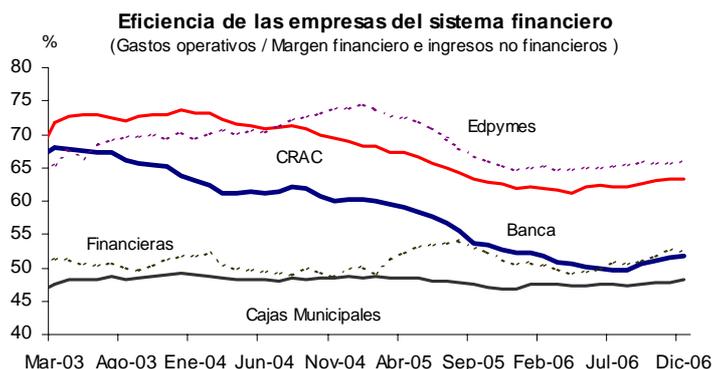
No. 2 – 7 de junio de 2007



Por su parte, las **cajas municipales** mantienen históricamente una elevada liquidez. Así, a diciembre de 2006, los ratios de liquidez alcanzaron el 25,7% en moneda nacional y 41,9% en moneda extranjera. Igualmente, las **cajas rurales** también muestran altos niveles de liquidez (el ratio de liquidez en moneda nacional asciende a 17,1% y en moneda extranjera a 41,1%), cifras por encima de lo exigido por la regulación vigente.

III.5 Eficiencia operativa

56. Las entidades del sistema financiero vienen registrando mejoras en su indicador de eficiencia operativa, en particular los bancos, a pesar que en el periodo aumentó la participación de las colocaciones al sector *retail*, rubro que demanda mayores gastos operativos que las colocaciones al segmento corporativo. Ello se explicaría en parte por una mejora tecnológica en los procesos productivos de los bancos.
57. Sin embargo, se observa que las EDPYMES y las CRAC registran una eficiencia operativa baja, esto es, un alto nivel de gastos medido en términos de los ingresos, situación que contrasta con la alta eficiencia registrada por las cajas municipales, entidades que, de manera análoga a las EDPYMES y a las CRAC, se especializan en los créditos a la microempresa.



III.6 Colocaciones por sector económico

58. Las colocaciones totales del sistema financiero vienen siendo empleadas en el financiamiento del crecimiento de la demanda interna, lo cual se refleja en la alta participación que tienen los rubros que están estrechamente asociados a dicha demanda como son la industria manufacturera, el sector comercio, los créditos de consumo e hipotecarios, los que conjuntamente representan el 68,3% del portafolio crediticio de los bancos, el 72,8% del portafolio de las CM, el 68,8% del



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

portafolio de las CRAC y el 74,4% del portafolio de las EDPYMES. En contraste, la proporción de las colocaciones destinadas a las operaciones relacionadas con el comercio exterior se mantuvo estable en 11,1% de las colocaciones totales.

Distribución de las colocaciones por sector económico y tipo de entidad (%) 1/

Sector económico	Diciembre 2005				Diciembre 2006			
	Banca	CM	CRAC	Edpymes	Banca	CM	CRAC	Edpymes
Créditos comerciales 2/	64,4	18,7	17,7	8,0	62,2	19,6	17,4	6,4
Créditos a la microempresa (MES)	5,2	49,9	47,6	76,6	5,6	49,8	48,2	78,6
Créditos comerciales y MES	69,6	68,6	65,3	84,6	67,8	69,4	65,6	85,0
Industria Manufacturera	23,0	3,6	1,5	8,5	21,6	4,9	2,6	7,3
Comercio	13,8	43,6	33,0	50,5	14,4	37,3	22,8	52,1
Actividades inmobiliarias	5,3	3,4	2,3	3,7	5,4	3,6	3,3	2,9
Transportes y comunicaciones	4,1	5,6	2,2	5,2	4,5	7,4	3,9	6,5
Electricidad, gas y agua	3,6	0,0	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0
Minería	4,9	0,1	0,0	0,0	3,8	0,1	0,1	0,1
Pesca	2,9	0,7	1,1	0,3	2,7	0,7	0,6	0,3
Agropecuaria	2,8	3,5	20,6	4,5	2,4	3,3	21,7	4,4
Construcción	1,8	1,1	0,6	0,4	1,6	2,4	0,6	0,3
Hoteles y restaurantes	1,0	2,1	0,5	1,4	0,9	2,7	0,9	1,2
Enseñanza	0,8	1,3	0,3	0,4	0,7	1,9	0,4	0,3
Otras actividades	5,6	3,8	3,1	9,6	5,7	5,0	8,5	9,7
Créditos de consumo	15,0	27,0	27,3	6,6	17,4	26,5	28,8	9,8
Créditos hipotecarios	15,4	4,3	7,3	8,7	14,8	4,1	5,5	5,2
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (millones US\$)	12 212	828	156	156	14 908	1 095	199	250

1/ Las Financieras no tienen créditos comerciales ni a la microempresa. El 92,4% de sus créditos están en el rubro consumo y el resto en hipotecarios.

2/ Los créditos comerciales son aquellos cuyo monto excede los US\$ 30 000 por cada crédito, independientemente del sector económico al que se dedica el cliente del banco (Resolución SBS N° 808-2003). Esto implica que no hay una relación de sinonimia entre los créditos al sector comercio y los créditos "comerciales".

Fuente: SBS

Elaboración:BCRP

59. La **banca** registra una disminución en la participación de las colocaciones comerciales otorgadas a las empresas manufactureras, mineras y constructoras, lo que estaría relacionado al hecho de que tales empresas han registrado fuertes incrementos en sus flujos de caja que les habría permitido tanto autofinanciarse cuanto pagar anticipadamente sus saldos de deuda con la banca. Adicionalmente, como veremos más adelante, dichas empresas recurrieron al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento más barata.
60. Por su parte, las **CM** y, en mayor medida, las **CRAC** vienen diversificando su portafolio crediticio que estaba concentrado en el sector comercio. La incorporación de nuevos sujetos de crédito habría ocurrido en clientes dedicados a una mayor diversidad de actividades económicas, tales como transportes, industria manufacturera, hoteles y restaurantes, entre otros.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

COLOCACIONES EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Diciembre 2006 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Banco de la Nación	Empresas Financieras	CM*	CRAC	Edpymes	TOTAL
Colocaciones Brutas							
Total	47 645	3 831	1 554	3 499	637	798	57 965
Moneda nacional	17 384	1 395	1 408	2 387	462	580	23 617
Moneda extranjera (mill. US\$)	9 469	762	46	348	55	68	10 747
Tasa de crecimiento MN	39,5	-40,2	22,5	29,7	33,7	66,1	27,8
Tasa de crecimiento ME	10,4	-11,9	100,8	19,7	-1,0	25,5	8,9
Tasa de dolarización	63,5	63,6	9,4	31,8	27,5	27,3	59,3
Créditos Comerciales							
Total	29 627	2 530	0	687	111	51	33 006
Moneda nacional	8 557	94	0	142	31	9	8 833
Moneda extranjera (mill. US\$)	6 593	762	0	170	25	13	7 563
Tasa de crecimiento MN	34,3	-91,3	-99,7	64,4	42,4	28,0	16,6
Tasa de crecimiento ME	9,8	-11,9	-100,0	31,7	17,3	25,5	7,5
Tasa de dolarización	71,1	96,3	0,0	79,3	71,7	0,0	73,2
Créditos Microempresa							
Total	2 672	0	0	1 744	308	628	5 351
Moneda nacional	1 959	0	0	1 368	243	497	4 067
Moneda extranjera (mill. US\$)	223	0	0	118	20	41	402
Tasa de crecimiento MN	26,6	--	--	32,3	40,9	60,1	32,7
Tasa de crecimiento ME	22,4	--	--	5,3	-16,0	40,0	15,7
Tasa de dolarización	26,7	--	--	21,6	21,1	0,0	24,0
Créditos de Consumo							
Total	8 281	1 301	1 436	926	184	78	12 206
Moneda nacional	6 075	1 301	1 386	869	175	74	9 881
Moneda extranjera (mill. US\$)	690	0	16	18	3	1	727
Tasa de crecimiento MN	42,3	4,4	20,9	20,8	27,4	129,3	30,8
Tasa de crecimiento ME	18,1	-10,1	36,5	26,0	2,3	34,9	18,6
Tasa de dolarización	26,6	0,0	3,5	6,1	4,6	0,0	19,0
Créditos Hipotecarios							
Total	7 065	0	118	143	35	42	7 402
Moneda nacional	793	0	22	8	13	1	836
Moneda extranjera (mill. US\$)	1 962	0	30	42	7	13	2 054
Tasa de crecimiento MN	188,6	--	--	433,2	-6,6	--	188,4
Tasa de crecimiento ME	8,6	--	208,0	18,7	-5,7	-6,1	9,7
Tasa de dolarización	88,8	--	81,5	94,4	63,4	0,0	88,7

* Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima

61. Por otro lado, se observa que la línea de negocio crediticio que más ha crecido en términos relativos en los últimos doce meses en la banca son los **créditos de consumo**, cuya participación en el total de colocaciones se elevó de 15,0% a 17,4%, incluyendo a las colocaciones otorgadas mediante las tarjetas de crédito, cuyo saldo representa el 39,5% de los créditos de consumo. Análogamente, los créditos de consumo fueron la línea de negocio que más creció en términos relativos en las CRAC, elevándose su participación de 27,3% a 28,8% y en las EDPYMES de 6,6% a 9,8%.

En contraste, la línea de negocio que más creció en las CM son los créditos comerciales, cuya participación en el total de colocaciones se elevó de 18,7% a 19,6%, lo cual obedecería a la mayor escala operativa que están alcanzando algunos clientes de las cajas municipales y que los hace requerir mayores servicios.

Cabe resaltar que la rápida expansión de las colocaciones de las EDPYMES les ha permitido superar el monto de las colocaciones provistas por las CRAC, desplazándolas al último lugar en el *ranking* de las colocaciones otorgadas por las diversas entidades del sistema financiero.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LAS COCACIONES DE LAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO

Diciembre 2006

	Empresas Bancarias	Banco de la Nación	Empresas Financieras	CM*	CRAC	Edpymes	TOTAL
Colocaciones Brutas							
Total	82,2	6,6	2,7	6,0	1,1	1,4	100,0
Moneda nacional	73,6	5,9	6,0	10,1	2,0	2,5	100,0
Moneda extranjera (mill. US\$)	88,1	7,1	0,4	3,2	0,5	0,6	100,0
Créditos Comerciales							
Total	89,8	7,7	0,0	2,1	0,3	0,2	100,0
Moneda nacional	96,9	1,1	0,0	1,6	0,4	0,1	100,0
Moneda extranjera (mill. US\$)	87,2	10,1	0,0	2,3	0,3	0,2	100,0
Créditos Microempresa							
Total	49,9	0,0	0,0	32,6	5,7	11,7	100,0
Moneda nacional	48,2	0,0	0,0	33,6	6,0	12,2	100,0
Moneda extranjera (mill. US\$)	55,5	0,0	0,0	29,3	5,1	10,2	100,0
Créditos de Consumo							
Total	67,8	10,7	11,8	7,6	1,5	0,6	100,0
Moneda nacional	61,5	13,2	14,0	8,8	1,8	0,8	100,0
Moneda extranjera (mill. US\$)	94,9	0,0	2,1	2,4	0,4	0,2	100,0
Créditos Hipotecarios							
Total	95,4	0,0	1,6	1,9	0,5	0,6	100,0
Moneda nacional	94,8	0,0	2,6	1,0	1,5	0,1	100,0
Moneda extranjera (mill. US\$)	95,5	0,0	1,5	2,1	0,3	0,6	100,0

* Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de

III.6.1 Financiamiento Empresarial

62. El endeudamiento de las empresas no financieras aumentó en 6,7% (S/. 2 400 millones), principalmente en moneda nacional (21,2%). La banca financió la mayor parte de dicho endeudamiento (131,5%), aunque las entidades financieras no bancarias también registraron un significativo incremento (32,1%).

Créditos comerciales

63. El mayor crecimiento de las colocaciones comerciales en el 2006 fue en moneda nacional (27,8%). La dinámica de los créditos comerciales en moneda nacional viene siendo impulsada por el incremento de la demanda interna y por la evolución del diferencial de tasas de interés entre monedas, que ha sido favorable al endeudamiento en soles entre abril y diciembre últimos, debido principalmente a la evolución de las tasas de interés de referencia del BCRP (que se mantiene en 4,5% desde mayo de 2006) y de la FED (que se mantiene en 5,25% desde junio de 2006).

Cabe resaltar que los créditos comerciales de las cajas municipales vienen mostrando un dinamismo creciente como consecuencia de la mayor escala operativa que registran algunos de sus clientes, los cuales requieren préstamos de montos mayores a los otorgados bajo el rubro de microempresa.





Créditos a la microempresa

64. Los créditos a la microempresa vienen registrando también importante crecimiento en moneda nacional (30,8%), siendo tres bancos los que concentran el crecimiento mostrado por la banca.
65. El crédito a la microempresa promedio por deudor registra un mayor dinamismo en la banca y EDPYMES que en las CM y CRAC, incluso esta última registra una disminución. No obstante, se viene registrando una fuerte ampliación del número de deudores de este rubro a nivel del sistema financiero. Así, en el caso de las CRAC el número de deudores creció a una mayor velocidad (28,6%) que el saldo de dichas colocaciones (20,5%). Cabe resaltar que en este rubro las EDPYMES tienen el menor crédito promedio por deudor (S/. 2 981) dado que se han especializado en clientes que carecen de historial crediticio. En contraste, los bancos tienen el mayor crédito promedio por deudor debido a que se enfocan en clientes que ya cuentan con historial crediticio y compiten vía tasas de interés por captar a los mejores clientes de las CM y de las CRAC.

Créditos a la microempresa promedio por deudor de cada entidad (S/.)					Crecimiento (%)
Entidad	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-06 / Dic-05
Banca	4 902	6 182	7 205	7 701	6,9
CM	3 996	4 379	4 719	4 830	2,3
CRAC	4 454	4 869	5 030	4 715	-6,3
Edpymes	3 115	2 856	2 808	2 981	6,2

Número de deudores de los créditos a la microempresa de cada entidad					Crecimiento (%)
Entidad	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-06 / Dic-05
Banca	210 265	248 866	301 616	347 015	15,1
CM	208 390	254 935	300 229	360 985	20,2
CRAC	35 520	42 860	50 721	65 230	28,6
Edpymes	70 979	101 260	146 230	210 559	44,0

Fuente: SBS

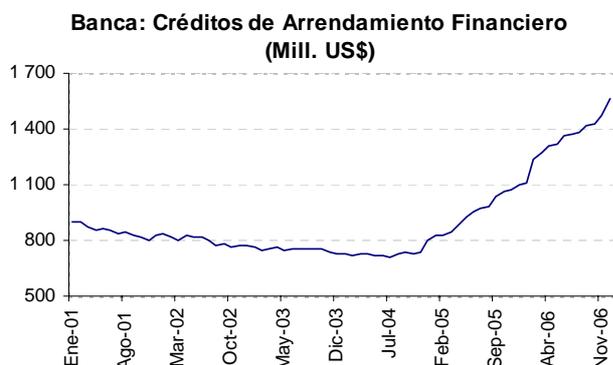
66. Cabe resaltar que el Banco de la Nación viene participando como banco de segundo piso en el financiamiento de los créditos a la microempresa. Así, mantiene convenios para impulsar el crédito a la microempresa con las cajas municipales, rurales y EDPYMES.



Colocaciones de Arrendamiento Financiero

Los préstamos de arrendamiento financiero de la banca han venido mostrando en los últimos dos años un importante dinamismo, especialmente aquellos dirigidos a la adquisición de maquinaria y equipo industrial, que permitirá ampliar la capacidad instalada en diversas industrias, con el consiguiente aumento de la productividad. A diciembre de

2006, dichos créditos alcanzan los US\$ 1 547 millones (32,1%), alcanzando una participación de 9,8% del total de créditos de la banca (9,2% a diciembre de 2005). Cabe señalar, que del total de créditos de arrendamiento financiero, el 90,3% se otorga en moneda extranjera, participación que viene disminuyendo respecto a diciembre de 2005 (92,5%).



Banca: Contratos de AF por Sector Económico Diciembre de 2006, millones de US\$

	Nº	Monto	Particip. %
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	310	31	2,0
Pesca	250	180	11,7
Minería	324	143	9,3
Industria manufacturera	2 260	384	24,8
Electricidad, gas y agua	25	209	13,5
Construcción	289	53	3,4
Comercio	1 900	177	11,5
Transp., almacen. y comunicaciones	1 237	131	8,5
Actividades Inmobil., empres. y alquiler	1 104	135	8,7
Otros	804	103	6,6
TOTAL	8 503	1 547	100,0

Fuente: SBS

Se espera que esta tendencia creciente continúe favorecida aún más por la reducción arancelaria de los insumos industriales y bienes de capital dispuesta recientemente por el Poder Ejecutivo, que redujo a cero el arancel para la importación de 2 894 partidas, entre los que se encuentran partes de motores, grupos frigoríficos; aparatos para cosecha, avicultura e industria lechera; hornos; locomotoras a diesel o eléctricas; tractores y vehículos a gasolina con capacidad para 16 pasajeros.

Adicionalmente, en el sistema financiero operan 5 empresas de arrendamiento financiero (credileasing, Citileasing, América Leasing, Leasing Total y Mitsui Masa Leasing), las cuales mantienen colocaciones por US\$ 437 millones a diciembre de 2006.

Cabe señalar que el fondeo de las empresas de AF proviene principalmente de la emisión de bonos de arrendamiento financiero (US\$ 204 millones), adeudados con el exterior (US\$ 75 millones) y adeudados del país (US\$ 66 millones).

III.6.2 Financiamiento a las Familias

67. Los hogares han incrementado sus pasivos con el sistema financiero en 19,8%, principalmente en moneda nacional (37,6%). Dicho financiamiento ha sido utilizado para adquirir artículos de línea blanca, automóviles y remodelación y adquisición de viviendas. Sin embargo, se requiere efectuar un continuo seguimiento de los créditos que reciben las familias para detectar un posible sobre endeudamiento. Cabe anotar que los saldos vigentes de las tarjetas de crédito de consumo muestran una utilización de 38% en moneda nacional y 54% en moneda extranjera, lo que muestra que aún queda margen para un mayor nivel de endeudamiento.

Créditos de consumo

68. La evolución de los créditos de consumo viene siendo determinada por el fuerte crecimiento del ingreso y del empleo, así como por la tendencia de los bancos de orientar su portafolio de colocaciones hacia rubros que le generen mayores márgenes en un entorno en el que las presiones competitivas provenientes del mercado de capitales han reducido la rentabilidad de los créditos otorgados al segmento corporativo.

Una proporción importante de los créditos de consumo otorgados por los bancos y financieras son mediante las tarjetas de crédito y el resto a través de préstamos personales. Dos bancos desatacan el último año por haber aumentado su participación en la emisión de dichas tarjetas

69. La evolución de los créditos de consumo promedio por deudor es bastante heterogénea entre las entidades del sistema financiero. Así, las CM registran un crecimiento de 22,4% en su crédito de consumo promedio por deudor en los últimos 12 meses, mientras que el número de deudores se redujo en 1,5% en dicho lapso. Asimismo, se observa que las EDPYMES han registrado un fuerte aumento en el número de clientes de los créditos de consumo (134,5%) aunque registraron una caída en el crédito de consumo promedio por deudor (6,1%). Por otro lado, se observa que la mayoría de los clientes de los créditos de consumo se encuentran en la banca y en las financieras; además éstas últimas entidades, luego de las EDPYMES, registran el menor monto del crédito de consumo promedio por cliente debido a que dichas colocaciones se emplean principalmente en el financiamiento de las compras en tiendas por departamento.

Créditos de consumo promedio por deudor de cada entidad (S/.)					Crecimiento (%)
Entidad	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-06 / Dic-05
Banca	2 843	2 924	3 219	3 516	9,2
CM	1 929	2 123	2 545	3 116	22,4
CRAC	2 732	3 105	3 450	3 556	3,1
Edpymes	1 797	1 644	1 416	1 330	-6,1
Financieras	935	943	1 278	1 442	12,9

Fuente:SBS

Créditos hipotecarios

70. En las colocaciones hipotecarias destaca el fuerte dinamismo de las colocaciones en moneda nacional. Así, en el caso de los bancos éstas se incrementaron en S/. 518 millones (188,6%). Dos bancos vienen impulsando los

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007



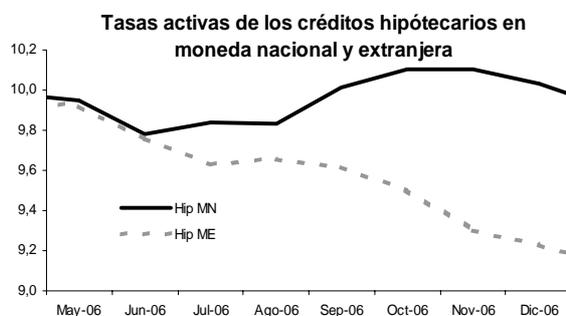
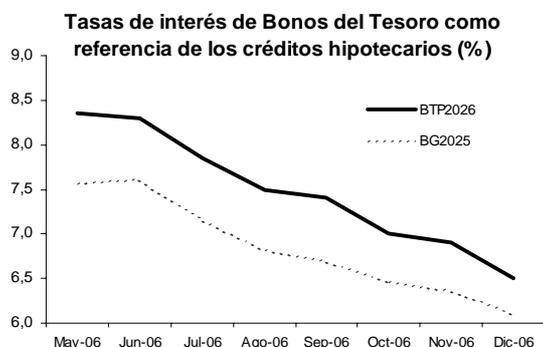
créditos hipotecarios en moneda nacional; no obstante, continúa el alto nivel de dolarización de estas colocaciones (88,8%), lo que genera una alta exposición al riesgo cambiario crediticio (RCC), derivado del hecho que la mayoría de personas que toman el crédito en dólares tienen ingresos en nuevos soles. Esta exposición implica que los prestatarios de este tipo de crédito enfrentan una mayor probabilidad de incumplimiento en sus pagos en caso de una depreciación de la moneda nacional, como consecuencia del incremento que sus deudas experimentarían, en mayor proporción que sus ingresos.

Entidad	Número de deudores de los créditos de consumo de cada entidad				Crecimiento (%) Dic-06 / Dic-05
	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	
Banca	1 456 574	1 659 207	1 948 817	2 355 000	20,8
CM	276 476	294 846	301 569	297 047	-1,5
CRAC	30 631	36 512	42 451	51 658	21,7
Edpymes	5 130	10 203	25 064	58 769	134,5
Financieras	835 408	908 170	928 325	995 735	7,3

Fuente: SBS

El RCC se define como la posibilidad de afrontar pérdidas por incumplimiento de los deudores debido al descalce entre sus posiciones en moneda extranjera. La SBS publicó el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio (Resolución SBS N° 41-2005 del 18 de enero de 2005), que establece los criterios para evaluar el flujo de caja del deudor frente a posibles efectos de los riesgos financieros relacionados a los descalces de moneda. Dicho Reglamento establece que las entidades financieras deben identificar, medir, controlar y reportar sus niveles de exposición al RCC y tomar las acciones correctivas que sean necesarias.

- Los bancos de Crédito y Continental concentran el 90,7% de los créditos hipotecarios en moneda nacional y el 64,5% en moneda extranjera. En este contexto y en el corto plazo, la creciente demanda por los créditos hipotecarios, principalmente en moneda nacional, daría a los bancos indicados un mayor poder de negociación en materia de tasas de interés. Una forma de mostrar esta evolución es a través de las correlaciones entre las tasas de interés hipotecarias con las de los bonos del Tesoro. Así, se observa que las tasas hipotecarias en moneda extranjera exhiben una mayor correlación con las tasas de los Bonos Globales 2025²⁶ que la existente entre las tasas hipotecarias en moneda nacional con las tasas de los Bonos del Tesoro (BTP2026), lo cual se debería a la mayor concentración de mercado en los créditos hipotecarios en moneda nacional que en moneda extranjera.



²⁶ El BG2025 es en moneda extranjera, mientras que el BTP2026 es en moneda nacional y fue emitido en mayo de 2006. Las tasas de estos bonos servirían de referencia para establecer un piso para las colocaciones hipotecarias en moneda extranjera y nacional, respectivamente.



III.7 Colocaciones por Regiones

72. La distribución de las colocaciones por regiones de las entidades del sistema financiero refleja la concentración de la actividad productiva. Así, la banca y las financieras tienen sus colocaciones concentradas en Lima y Callao, regiones que en conjunto absorben el 83,2% de los créditos de la banca y el 89,6% de las colocaciones de las empresas financieras. Asimismo, las CM y EDPYMES mantienen una importante participación de sus colocaciones en Lima y Callao, 14,3% y 36,2% respectivamente, mientras que las CRAC, dada su naturaleza, sólo destinan un 8,1% de su portafolio de colocaciones a Lima y Callao.

Asimismo, se observa que los bancos proporcionan los mayores montos de las colocaciones a las regiones con mayor capacidad económica, mientras que en el caso de las cajas municipales destaca su participación en aquellas regiones que registran los mayores índices de pobreza, tales como Madre de Dios, Amazonas, Apurímac y Huancavelica, regiones en las que son los principales proveedores de crédito.

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LAS COLOCACIONES POR REGIONES						
Diciembre de 2006						
REGIONES	Banca	CM	CRAC	Edpymes	Financieras	Total
Amazonas	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,1
Ancash	1,0	3,8	4,1	4,1	0,0	1,3
Apurímac	0,0	1,4	1,7	0,6	0,0	0,1
Arequipa	2,4	8,6	15,6	13,4	2,6	3,1
Ayacucho	0,1	0,7	1,9	1,2	0,0	0,2
Cajamarca	0,6	5,3	7,0	3,7	0,0	1,1
Callao	3,7	0,1	0,0	0,1	0,0	3,2
Cusco	0,7	5,9	7,8	1,8	0,0	1,1
Huancavelica	0,0	0,4	0,4	0,6	0,0	0,0
Huanuco	0,3	1,3	0,0	0,4	0,0	0,3
Ica	1,3	3,5	19,7	0,4	0,0	1,6
Junín	0,8	6,2	2,1	10,0	0,0	1,3
La Libertad	2,8	9,4	14,4	3,9	2,7	3,4
Lambayeque	1,7	6,6	3,7	4,7	2,2	2,1
Lima	79,5	14,2	8,1	36,0	89,6	74,1
Loreto	0,7	2,3	1,5	0,0	0,0	0,8
Madre de Dios	0,0	2,4	0,0	1,5	0,0	0,2
Moquegua	0,3	1,8	0,0	0,3	0,0	0,4
Pasco	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1
Piura	1,8	11,6	2,5	5,1	2,8	2,5
Puno	0,5	4,6	2,6	6,6	0,0	0,8
San Martín	0,5	2,2	6,5	0,3	0,0	0,7
Tacna	0,5	3,0	0,0	3,7	0,0	0,7
Tumbes	0,2	2,5	0,3	0,2	0,0	0,3
Ucayali	0,4	0,8	0,0	1,4	0,0	0,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: SBS

III.8 Fuentes de financiamiento

73. El fuerte crecimiento de la actividad económica también ha impulsado el crecimiento de los depósitos en el sistema financiero, los cuales aumentaron en los últimos doce meses en S/. 5 886 millones (21,3%) en moneda nacional y en US\$ 1 051 (9,7%) en moneda extranjera. Ello, en un contexto en que las tasas de interés pasivas, principalmente en moneda nacional, registraron un aumento,

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

ante la mayor competencia intrasistema y de la proveniente de otras fuentes alternativas de ahorro (bolsa de valores y de los fondos mutuos).

74. El aumento de los depósitos totales en el caso de la banca, estuvo liderado por las empresas, las cuales incrementaron sus depósitos en S/. 3 721 millones (11,7%), mientras que los depósitos de las personas naturales aumentaron S/. 970 millones (4,1%). Cabe resaltar que en la banca se observa que los depósitos de las personas naturales están más dolarizados que los de las empresas (75,4% vs. 55,4% con datos a noviembre de 2006), situación que contrasta con las colocaciones, rubro en el que la dolarización de las personas naturales es menor que la de las empresas (56,2% vs. 67,4% con datos a noviembre de 2006). Adicionalmente, se observa que un 57,2% de los depósitos de las personas naturales se concentran en montos inferiores a S/. 76 mil y un 25,3% entre S/. 76 mil y S/. 303 mil. De otro lado, el 63,4% de los depósitos de las empresas se concentran en montos superiores a S/. 7, 5 millones.

DEPÓSITOS DE LAS EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO Diciembre 2006 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	Banco de la Nación	Empresas Financieras	CM*	CRAC	TOTAL
Depósitos totales						
Total	58 545	8 470	813	3 042	576	71 447
Moneda nacional	23 088	7 123	781	2 105	399	33 496
Moneda extranjera (mill. US\$)	11 094	422	10	293	55	11 875
Tasa de crecimiento MN	22,1	19,2	14,7	22,0	28,9	21,3
Tasa de crecimiento ME	9,3	16,3	249,8	10,6	18,4	9,7
Tasa de dolarización	60,6	15,9	3,9	30,8	30,7	53,1
Obligaciones inmediatas						
Total	16 235	6 748	162	25	13	23 183
Moneda nacional	7 596	5 604	162	24	12	13 397
Moneda extranjera (mill. US\$)	2 703	358	0	0	0	3 063
Tasa de crecimiento MN	27,5	18,2	11,7	-43,6	58,5	22,9
Tasa de crecimiento ME	19,9	22,8	59,7	-11,9	227,9	20,3
Tasa de dolarización	53,2	17,0	0,2	5,0	11,5	42,2
Depósitos de Ahorro						
Total	13 327	1 495	3	780	171	15 776
Moneda nacional	5 056	1 473	3	501	119	7 151
Moneda extranjera (mill. US\$)	2 588	7	0	87	16	2 699
Tasa de crecimiento MN	12,7	23,4	798,2	18,8	30,6	15,5
Tasa de crecimiento ME	12,4	51,7	-11,0	12,5	16,9	12,5
Tasa de dolarización	62,1	1,5	5,1	35,8	30,5	54,7
Depósitos a Plazo						
Total	28 984	227	648	2 238	392	32 488
Moneda nacional	10 436	46	617	1 581	269	12 949
Moneda extranjera (mill. US\$)	5 803	56	10	206	39	6 114
Tasa de crecimiento MN	23,2	8,6	15,1	25,2	27,2	23,1
Tasa de crecimiento ME	3,8	-14,8	259,7	9,9	18,1	4,0
Tasa de dolarización	64,0	79,6	4,8	29,4	31,4	60,1
Depósitos CTS						
Total	4 329	51	11	127	44	4 561
Moneda nacional	678	27	2	87	19	813
Moneda extranjera (mill. US\$)	1 142	7	3	13	8	1 173
Tasa de crecimiento MN	35,2	13,0	34,3	44,5	117,6	36,5
Tasa de crecimiento ME	16,0	6,3	40,0	33,3	287,6	16,7
Tasa de dolarización	84,3	46,6	80,1	31,6	56,8	82,2

75. La mayor concentración de los depósitos está en Lima y Callao. Sin embargo, en los últimos doce meses, el aumento de los depósitos se ha dado principalmente en provincias, ampliando de esta manera el uso de medios de pago y el desarrollo de instrumentos financieros, y con ello los niveles de bancarización.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

En este proceso, las entidades financieras especializadas en el sector *retail* han cumplido un rol importante, al ampliar la oferta de servicios financieros principalmente en los estratos no atendidos por la banca.

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS DEPÓSITOS POR REGIONES

Diciembre de 2006

REGIONES	Banca	CM	CRAC	Total
Amazonas	0,0	0,2	0,0	0,1
Ancash	1,1	2,7	3,8	1,2
Apurímac	0,1	0,8	1,5	0,1
Arequipa	2,3	11,5	12,2	2,9
Ayacucho	0,1	0,8	3,3	0,2
Cajamarca	0,8	1,8	4,8	0,9
Callao	2,3	0,0	0,0	2,1
Cusco	1,2	8,4	7,3	1,6
Huancavelica	0,0	0,2	0,4	0,0
Huanuco	0,2	0,5	0,0	0,2
Ica	0,7	3,6	16,2	1,0
Junín	0,9	7,1	1,0	1,2
La Libertad	1,8	10,2	20,6	2,4
Lambayeque	0,9	4,0	4,7	1,1
Lima	83,4	19,6	10,5	79,5
Loreto	0,6	2,2	0,6	0,7
Madre de Dios	0,1	0,8	0,0	0,1
Moquegua	0,5	1,2	0,0	0,6
Pasco	0,1	0,4	0,0	0,2
Piura	1,1	17,4	2,5	2,0
Puno	0,4	0,9	3,2	0,4
San Martín	0,2	0,6	7,3	0,3
Tacna	0,7	3,8	0,0	0,9
Tumbes	0,1	1,0	0,1	0,2
Ucayali	0,4	0,3	0,0	0,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: SBS

III.9 Rentabilidad

76. La evolución de la rentabilidad de las empresas del sistema financiero está marcada por la fuerte competencia en los mercados de colocaciones y de depósitos. Ello se refleja en el ligero incremento del margen estructural de la banca y en la fuerte reducción de este margen en las empresas no bancarias especializadas en el segmento *retail*, con excepción de las CRAC.

El margen financiero estructural es el correspondiente a las operaciones de intermediación financiera (captación y colocación) y su mejor aproximación por monedas es el *spread* entre tasas activas y pasivas.

RENTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO Como porcentaje de activos

	2006							2005						
	Margen financiero		Ingreso no financiero	Gastos operativos	Provisiones	ROA	ROE	Margen financiero		Ingreso no financiero	Gastos operativos	Provisiones	ROA	ROE
	Estructural	Total						Estructural	Total					
BANCA	5,7	6,8	2,1	4,6	1,4	2,3	23,8	5,6	6,8	2,2	4,7	1,3	2,3	22,1
FINANCIERAS	27,9	26,1	3,6	15,6	5,6	7,1	38,3	31,6	30,9	4,3	17,8	4,2	10,5	51,0
CAJAS MUNICIPALES	15,9	17,1	0,3	8,4	2,2	4,7	28,3	16,1	18,2	0,4	8,7	2,2	5,2	31,9
CRAC	14,3	15,6	0,6	10,3	1,2	3,2	25,0	13,9	15,6	1,0	10,3	1,9	2,9	23,2
EDPYMES	21,7	22,8	0,1	15,1	2,8	3,4	12,8	23,1	25,1	0,1	16,3	2,8	5,3	17,0
BANCO DE LA NACION	5,7	5,8	4,0	7,1	-0,1	0,6	5,0	-3,7	5,7	3,9	5,6	0,1	3,0	23,0

ROA: Utilidad neta / activo promedio.

ROE: Utilidad neta / patrimonio promedio.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

77. La **banca**, a diciembre de 2006, incrementó sus utilidades en S/. 230 millones con respecto a similar período del 2005, lo cual se reflejó principalmente en el aumento de la rentabilidad patrimonial (ROE) a 23,8%, mientras que la rentabilidad de los activos (ROA) se mantuvo en 2,3%. La evolución del ROA obedece a la dinámica del margen financiero estructural, rubro que aumentó ligeramente a 5,7% del activo promedio (5,6% en el 2005). La evolución del ROE obedece al incremento del apalancamiento contable de 9,8 a 10,4 veces el patrimonio, producto del mayor volumen de operaciones que vienen realizando los bancos, financiadas con mayores recursos de terceros (captación de depósitos) y vencimientos de inversiones financieras (CD BCRP). Destacan en este comportamiento, los bancos que se han dirigido a los segmentos de consumo y microempresa.
78. Las **financieras** obtuvieron la más alta rentabilidad del sistema, registrando a diciembre de 2006 una utilidad de S/. 116 millones; aunque menor en S/. 9 millones a la registrada a diciembre de 2005, lo que significó una reducción de su ROE y ROA a 38,4% y 7,1%, respectivamente; explicada por el aumento en el gasto de provisiones y por la caída del margen financiero, el cuál descendió por el aumento de sus costos financieros (por ejemplo, las tasas pasivas de los depósitos en moneda nacional para el plazo de 91 a 180 días pasó de 3,8% a 6,5% en el año).

Entidad	Tasas de interés pasiva en moneda nacional (%)								Variación			
	Dic-06				Dic-05				Dic06/Dic05			
	A 30 d	31-60 d	61-90 d	91-180 d	A 30 d	31-60 d	61-90 d	91-180 d	A 30 d	31-60 d	61-90 d	91-180 d
Banca	4,5	4,7	4,4	4,7	3,3	3,8	3,3	4,0	1,2	1,0	1,1	0,7
CMAC	3,0	5,2	5,9	6,8	3,6	6,5	6,2	6,8	-0,7	-1,3	-0,3	0,1
CRAC	6,0	8,3	7,0	7,8	5,7	6,3	8,0	8,6	0,3	2,0	-1,0	-0,8
Financieras	4,6	5,3	5,4	6,5	3,7	3,6	-	3,8	0,9	1,8	-	2,8

Entidad	Tasas de interés pasiva en moneda extranjera (%)								Variación			
	Dic-06				Dic-05				Dic06/Dic05			
	A 30 d	31-60 d	61-90 d	91-180 d	A 30 d	31-60 d	61-90 d	91-180 d	A 30 d	31-60 d	61-90 d	91-180 d
Banca	4,6	4,2	2,8	3,7	3,8	3,6	2,1	3,1	0,8	0,6	0,8	0,6
CMAC	2,1	3,1	3,2	3,2	1,8	2,9	2,9	2,9	0,3	0,2	0,4	0,3
CRAC	6,6	3,0	3,3	3,8	1,4	3,2	3,8	4,1	5,3	-0,2	-0,5	-0,4
Financieras	4,0	4,1	4,4	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: SBS

Elaboración: BCRP

79. Las **CM**, luego de las financieras, siguen siendo las entidades más rentables del sistema, a pesar de la disminución de su ROE (3.5 puntos porcentuales) y ROA (0,5 puntos porcentuales), explicado principalmente por la disminución del margen financiero, lo que se dio en un contexto de reducción de las tasas de interés activas para créditos a la microempresa (de 46,4%, a 44,3% para plazos mayores a 360 días) y de consumo en moneda nacional (34,9% a 32,0%), debido a la fuerte competencia que están enfrentando con otras entidades del sistema. Asimismo, los esfuerzos realizados para reducir sus gastos operativos no fueron suficientes para atenuar el impacto de la caída del margen financiero sobre sus indicadores de rentabilidad.
80. Las **CRAC**, en los dos últimos años, han registrado mejoras significativas en su rentabilidad. A diciembre de 2006, han generado utilidades por S/. 25 millones, S/. 6 millones más que en similar periodo de 2005. Su ROE y ROA se incrementó a 25,0% y 3,4%, respectivamente. Dicho aumento fue principalmente por la reducción de los gastos en provisiones para colocaciones (de 2,0% a 1,2% de los activos), lo que está relacionado a la mejora en la calidad de sus activos. Sin



embargo, como en la mayoría de las entidades financieras, las CRAC también registran un estancamiento en su margen financiero. En ello influyó el cambio en la estructura de sus colocaciones a favor de los créditos de mayor monto en soles, cuya tasa disminuyó en el periodo debido a la competencia.

81. Las **EDPYMES** registran una menor rentabilidad debido principalmente al menor margen financiero, producto de la caída de las tasas de interés de los créditos a microempresas en moneda nacional (de 58,1% a 53,8%) y en moneda extranjera (de 30,6% a 28,3%) y al aumento de costos financieros.

III.10 Factores a considerar en el desarrollo del Sistema Financiero

82. El sistema financiero ha venido desarrollándose de manera adecuada, fortaleciendo su posición financiera, disminuyendo su exposición patrimonial al riesgo de créditos y logrando una creciente rentabilidad; hechos que vislumbran una favorable perspectiva de desarrollo. Todo ello, dentro de un contexto de sólidos fundamentos macroeconómicos, dinamismo de la economía nacional y un entorno favorable de desarrollo de la economía mundial.

Dentro de este desarrollo, el sistema financiero enfrenta una serie de desafíos, los que, a su vez, se constituyen en oportunidades para que dicho sistema continúe su proceso de crecimiento y de profundización en el mercado, ampliando de manera efectiva el universo de prestatarios atendidos. En este esfuerzo, las tareas de las entidades financieras podrían centrarse en el desarrollo de tecnologías que permitan una mejor asignación de los recursos financieros en la economía, así como una mejor administración de los riesgos financieros tanto propios cuanto de aquellos que enfrentan sus clientes, sean éstos las empresas o las familias.

83. Uno de los principales aspectos que las entidades del sistema financiero deben enfrentar es la dolarización de las colocaciones y de los depósitos, cuyo nivel sigue elevado. Un problema vinculado a esta situación de dolarización es que una parte importante de los deudores de las entidades financieras que tienen deuda nominada en moneda extranjera, tiene sus ingresos en moneda nacional, incurriendo en el denominado “riesgo cambiario crediticio”. Este riesgo resume el hecho de que la calidad de la cartera crediticia podría verse afectada ante una eventual depreciación de la moneda nacional frente al dólar, lo que encarecería la deuda para el prestatario, afectando su capacidad para cumplir con los flujos de pago pactados.
84. Es importante que las entidades bancarias realicen los esfuerzos hacia una mayor difusión de los instrumentos de cobertura (tales como las operaciones *forwards* y *swaps* de monedas), de los beneficios que ellos brindan y de los requisitos y costos asociados al uso de tales instrumentos. Se requiere en general el desarrollo del mercado de coberturas.
85. Otro reto para las entidades financieras es el profundizar el desarrollo del crédito hipotecario en moneda nacional. La curva de rendimiento derivada de los instrumentos de deuda del Gobierno actualmente existentes en el mercado, permite la determinación de tasas de interés para créditos de 20 o más años. El mercado de capitales ofrece importantes posibilidades para desarrollar instrumentos hipotecarios. La titulización de los créditos hipotecarios puede ser

un instrumento importante para la obtención de recursos de mayor plazo y reducir el riesgo de calce plazos entre los activos hipotecarios con los pasivos que fondean tales créditos.

86. La creciente participación de las principales empresas no financieras domésticas en el mercado de capitales ha hecho que esas empresas utilicen una menor proporción del financiamiento bancario para el desarrollo de sus proyectos de inversión y para financiar su capital de trabajo. Este hecho está generando en las entidades financieras la necesidad de efectuar modificaciones en su portafolio de créditos para incluir a las medianas y pequeñas empresas, además de aumentar su presencia en las microempresas, ofreciéndoles alternativas de financiamiento y una mayor gama de servicios financieros que se adecuen a sus necesidades y realidades.

Para ello, estas empresas enfrentan el reto de mejorar su condición como sujetos de créditos, esperándose que orienten sus esfuerzos hacia una mayor implementación de las prácticas de buen gobierno corporativo como a la mejora continua de sus reportes financieros. Este esfuerzo podría verse reflejado no sólo en la obtención de mayores facilidades de acceso al crédito en el sistema financiero, sino también en el acceso al financiamiento en el mercado de capitales.

87. La mayor competencia que existe entre las entidades del sistema financiero y la que proviene del mercado de capitales seguiría propiciando una expansión crediticia orientada en mayor medida hacia los créditos a las familias (créditos de consumo e hipotecarios); expansión que obliga a las entidades financieras a realizar un manejo prudente del crédito, cuidando que los prestatarios superen su capacidad de pago. Se requiere continuar con las mejoras en la tecnología de asignación crediticia que impliquen un manejo más sofisticado y prudente de la información proveniente de las centrales de riesgo públicas y privadas, además de la propia información que proporcionen sus prestatarios.
88. El mayor acceso al crédito de las familias va en paralelo al ejercicio de una mayor responsabilidad en la toma de endeudamiento de forma que éste sea de acuerdo a la capacidad de pago familiar. Es importante que los compromisos financieros que una familia asuma guarden correspondencia con sus necesidades y que, en ningún caso, el pago del mismo comprometa al flujo de ingresos familiar más allá de un nivel razonable y que sea acorde con la satisfacción de sus necesidades de vida como son alimentación, educación, vivienda, vestimenta, transporte, etc.
89. En cuanto a las mayores utilidades que vienen registrando las entidades del sistema financiero, se observa que se está generando una oportunidad para que dichas empresas aumenten su nivel de capitalización que les permita crecer de manera ordenada y para que afronten las necesidades de inversión que requieran para ello, así como para mejorar el nivel de su apalancamiento global con la finalidad de que dispongan de mayores recursos que les permita absorber potenciales eventos inesperados que pudieran afectar al sistema financiero en el futuro.
90. Por otro lado, la continua mejora de las centrales de riesgo en brindar información positiva de los sujetos de crédito, genera a las entidades no bancarias la necesidad de enfrentar la competencia bancaria a través de la



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

búsqueda de mecanismos que les permitan ganar eficiencia y mejorar su calificación de riesgo, a la vez que les permita continuar con su labor de introducir nuevos sujetos de crédito al sistema financiero y proseguir en su contribución al aumento de la bancarización de la economía.

Asimismo, las entidades no bancarias podrían explorar alternativas financieras y empresariales, así como la búsqueda de socios estratégicos que les permita ganar sinergias. Ello las ayudaría a captar depósitos de algunas grandes empresas no financieras que sólo colocan sus recursos en entidades financieras que cuentan con las mejores clasificaciones de riesgo, lo cual abarataría su costo de fondeo. Adicionalmente, el esquema modular de operaciones de la Ley de Bancos ofrece oportunidades para que esas entidades exploren el acceso a nuevas operaciones a efectos de poder ofrecer una mayor gama de servicios a sus clientes, esperándose que ello venga acompañado de una buena comprensión de las necesidades de éstos y de una buena capacidad de manejo y administración de riesgos de la misma entidad no bancaria.

91. Cabe señalar que el marco institucional en el que opera el sistema financiero juega un rol preponderante a efectos de que dicho sistema potencie sus posibilidades de desarrollo. Por ello, es importante que opere en un marco de estabilidad de reglas, en donde exista respeto y equilibrio en los derechos de los deudores y acreedores en caso de controversias e incumplimientos. En este aspecto, le cabe al Poder Judicial un rol preponderante a efectos de ofrecer las garantías y los mecanismos necesarios para la solución de los conflictos.
92. Finalmente, se observa que el conjunto de los inversionistas institucionales y en general todos los agentes que operan en el mercado financiero enfrentan el reto de ejercer una efectiva labor disciplinaria tanto a cada una de las entidades del sistema financiero cuanto a las empresas no financieras que acuden al mercado en busca de financiamiento. Dicha labor puede ser ejercida a través del monitoreo de tales empresas, mediante el análisis de los estados financieros que publican y de la información empresarial disponible en el mercado.

Esta labor disciplinaria, recogida por Basilea II a través del denominado pilar 3 (disciplina de mercado), que pone énfasis en el desarrollo de un conjunto de requisitos de divulgación de la información que propicien una adecuada toma de decisiones para los inversionistas, es de especial relevancia para que los participantes del mercado evalúen el perfil de riesgo de la entidad financiera y su nivel de capitalización, más aun considerando el grado de concentración que actualmente se registra en el sistema financiero. En este último aspecto, juega especial importancia el ingreso de nuevas entidades al sistema bancario.



IV. MERCADO DE CAPITALES

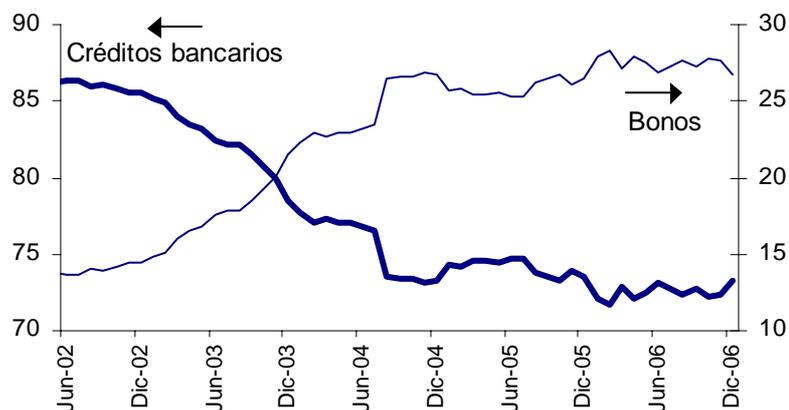
IV.1 Principales Desarrollos

93. En los últimos años, el mercado de capitales ha mostrado una importante expansión, tanto en el mercado de renta fija como en el de renta variable. En el mercado de bonos privados destaca las nuevas emisiones de bonos corporativos²⁷, que ha representado una fuente alternativa de financiamiento al crédito bancario para las empresas no financieras. En este proceso ha jugado un papel importante la creación de una curva de rendimiento de referencia a partir de la emisión de bonos soberanos, en el marco del Programa Creadores de Mercado, que ha permitido alargar los plazos y reducir el costo del financiamiento. Por otro lado, en el mercado bursátil resalta la alta rentabilidad de los instrumentos de renta variable en los últimos años, convirtiéndose en una interesante alternativa para los agentes superavitarios de recursos sean personas naturales o inversionistas institucionales.

IV.1.1 Mercado de Renta Fija

94. En los últimos años, el financiamiento de las empresas no financieras a través del mercado de capitales ha sido creciente, principalmente de aquellas empresas pertenecientes al segmento comercial de la banca. Como se observa en el siguiente gráfico el financiamiento vía bonos ha venido creciendo dentro de la estructura de financiamiento de las empresas no financieras. Mientras tanto, el financiamiento a través del crédito del sistema bancario ha mostrado una tendencia decreciente como porcentaje del total.

Estructura del Financiamiento del Sector No Financiero (en %)



Fuente: Conasev y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

95. En la evolución del mercado de renta fija se observa no sólo la mayor utilización de bonos corporativos, titulizados e hipotecarios; sino también el aumento de los montos emitidos (adquiriendo importancia las emisiones en nuevos soles), la incorporación de nuevas empresas emisoras y el alargamiento de plazos.

²⁷ Estos bonos son emitidos por instituciones financieras y empresas corporativas no financieras.

De este modo, el mercado de capitales se ha convertido en una importante opción para la colocación de fondos por parte de los agentes económicos superavitarios y de financiamiento para las empresas no financieras; así como, una competencia para el financiamiento bancario. Esto ha significado una reducción del riesgo de concentración del sistema bancario con el sector real de la economía y viceversa dada la mayor diversificación de las fuentes de financiamiento.

96. El dinamismo observado para las emisiones en moneda nacional, a plazos cada vez mayores, es resultado del desarrollo de una curva de rendimiento de los bonos nominales en nuevos soles, emitidos por el Tesoro Público, que se extiende a plazos de hasta 20 años. Asimismo, la ejecución de la política monetaria y la fijación de una meta inflación, ha permitido anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos e incentivar la demanda de bonos en moneda nacional a plazos largos.

Comportamiento de los Bonos Soberanos

97. En abril de 2003, se dio inicio al Programa de Creadores de Mercado, con la finalidad de impulsar al mercado de capitales con la expansión del mercado de deuda pública interna en nuevos soles, mediante el desarrollo de una curva de rendimiento que sirva de referencia al sector privado. Además, el Programa Creadores de Mercado contribuye a mantener un perfil de endeudamiento público con niveles de riesgo aceptables, incrementando la participación de la deuda interna en el total de la deuda pública.

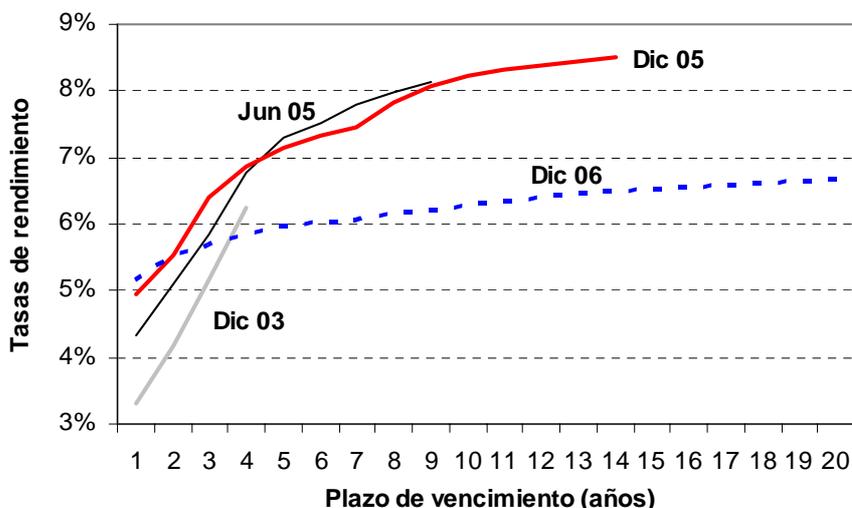
Los bancos de Crédito, Continental, Citibank, Interbank, Scotiabank y COFIDE, forman parte del programa. Estas entidades participan exclusivamente en la emisión primaria de papeles públicos asegurando una demanda mínima de 90% del monto subastado (15% por cada entidad), para luego colocarlos en el mercado secundario.

98. Como resultado, se ha incrementado tanto el nivel de liquidez cuanto el de profundidad del mercado de Bonos Soberanos, debido a la cotización permanente y simultánea de precios de compra y venta. Ello ha generado una curva de rendimientos como referencia de tasas de interés para el sector privado, que llega hasta los 20 años de plazo en soles nominales a tasa fija y hasta los 40 años para los bonos VAC. Cabe destacar que el 28 de noviembre se emitió por primera vez bonos VAC a un plazo de 40 años por un monto de S/. 45 millones y a una tasa de interés de 3,83% + VAC.

El saldo de bonos del gobierno desde el inicio del mencionado programa se ha incrementado en casi S/. 10 mil millones, lo cual equivale a una tasa de crecimiento promedio anual de 63%. A junio de 2003, el plazo máximo de los bonos públicos en soles era de 3 años; a diciembre de ese mismo año, se extendió hasta los 4 años. A fines del 2005, el plazo máximo alcanzó los 15 años; y a partir de mayo de 2006, el plazo alcanzó los 20 años. Ello ha sido acompañado por la reducción de las tasas de rendimiento, que están más alineadas con las expectativas de inflación, lo que refleja la confianza de los agentes económicos en el cumplimiento de la meta por parte de la autoridad monetaria.



Tasas de interés de los Bonos Soberanos
(En soles)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

99. La existencia de una **curva de rendimiento en moneda local** continua y alargada ha facilitado la valorización de las inversiones y la cuantificación del costo financiero de los emisores de deuda privada, permitiendo a nuevos emisores²⁸ e inversionistas privados incursionar en el mercado de capitales. A su vez, la curva de rendimiento constituye un referente para el mercado de créditos, principalmente para los productos bancarios de largo plazo como los créditos hipotecarios en soles.
100. La tenencia de bonos soberanos en soles nominales se distribuye entre las AFP (43%), los no residentes (32%) y los bancos (17%). Los fondos de pensiones se invierten, dada su naturaleza, en los tramos medio y largo de la curva; los no residentes en el tramo largo y los bancos en el tramo corto. Cabe anotar, que también se han emitido bonos VAC por un valor de S/. 2 032 millones, de los cuales el 39% tienen como fecha de vencimiento a octubre de 2024 y el 45% a enero de 2035. Los principales tenedores de bonos VAC son las AFP (48%) y las compañías de seguro (36%).

Evolución de los Bonos del Sector Privado, Estructura y Dolarización

101. Los **bonos corporativos** de empresas no financieras son los valores que han registrado el mayor dinamismo en el mercado de oferta pública primaria, cuyo saldo aumentó de S/. 5 285 millones a fines de 2003 a S/. 8 673 millones a diciembre 2006. De este modo, los bonos corporativos de empresas no financieras registraron un crecimiento promedio anual de 18%, cifra superior a la tasa de crecimiento del total de emisiones del sector privado (11%). Entre las principales empresas no financieras emisoras destacan: Transportadora de Gas de Perú, Telefónica del Perú, Edegel, Luz del Sur, Edelnor, Duke Energy Internacional – Egenor, Pluspetrol Camisea, Telefónica Móviles, Edelnor, Electroandes, Minera Barrick Misquichilca y Minera Yanacocha.

²⁸ El endeudamiento en soles le permite a las empresas que desarrollan sus actividades localmente mejorar la administración de sus riesgos financieros, principalmente el cambiario, incentivando a la sustitución de deuda en dólares a nuevos soles.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Este comportamiento significó un aumento de 10 puntos porcentuales en la participación de los bonos corporativos de empresas no financieros en el mercado de capitales, con respecto a diciembre 2003, representando el 60% del saldo total a diciembre 2006. Cabe destacar que gran parte de estas emisiones ha sido efectuada en moneda nacional, de ahí que el grado de dolarización disminuyera de 62% a fines de 2003 a 56% a diciembre 2006.

Valores Mobiliarios emitidos por Oferta Pública Primaria

Tipo de instrumento	Saldo fin de período (en millones de soles)				Crecimiento promedio (anual) 1/	Estructura %		Dolarización	
	2003	2004	2005	2006		2003	2006	2003	2006
Bonos Corporativos	5 810	7 586	7 895	9 560	18%	55%	67%	56%	53%
- Empresas no financieras	5 285	6 925	7 146	8 673	18%	50%	60%	62%	56%
Bonos Titulizados	758	736	1 648	1 912	36%	7%	13%	86%	85%
Bonos de Arrendamiento Financiero	1 951	1 557	1 504	1 154	-16%	18%	8%	90%	95%
Bonos Subordinados	979	800	890	847	-5%	9%	6%	75%	71%
Certificados de Depósitos Negociables	533	605	439	267	-21%	5%	2%	0%	10%
Instrumentos de Corto Plazo	499	298	668	399	-7%	5%	3%	45%	71%
Bonos Hipotecarios	104	180	237	197	24%	1%	1%	100%	100%
Bonos Estructurados	0	66	69	0	-	0%	0%	-	-
Total	10 635	11 829	13 349	14 336	11%	100%	100%	63,3%	62,0%

1/ Corresponde a la variación promedio anual de los saldos durante el período diciembre 2006 - diciembre 2003, calculada a través de la siguiente fórmula (saldo a diciembre 2006 / saldo a diciembre 2003)^{(1/3)-1}

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

102. Los **bonos titulizados** también han aumentado su participación en el mercado de valores de renta fija (de 7% a 13%), como resultado del importante dinamismo mostrado en los últimos tres años. El patrimonio autónomo que sirve de respaldo a los bonos titulizados está conformado por: ventas de hidrocarburos extraídos de Camisea (Hunt Oil Company of Peru), flujos de las ventas con tarjetas de crédito y débito de la red VISANET (Wong & Metro), derechos de crédito y pagarés (Aguaytía Energy), flujos de contratos de servicios de ingeniería o consultoría (Graña & Montero), flujos de las ventas con tarjetas de crédito (Supermercados Peruanos) y cuentas por cobrar de los consumos realizados con la tarjeta CMR (Financiera CMR).
103. En cuanto al resto de categorías, éstas registran, en promedio, tasas de variación negativas. Destaca la reducción de la participación de los bonos de arrendamiento financiero y los bonos subordinados, explicado por los altos niveles de liquidez en moneda extranjera y la capitalización de utilidades de la banca. Esto ha permitido sostener el incremento de las colocaciones de arrendamiento financiero y *lease-back*, que a diciembre de 2006 alcanzaron los US\$ 1 502 millones frente a los US\$ 637 millones a diciembre 2003.

Plazos y Sectores Económicos

104. Se observa un crecimiento sostenido en el peso relativo de los valores mobiliarios con un plazo de vencimiento superior a los 5 años tanto en moneda nacional cuanto en moneda extranjera, tendencia que se acentúa para las obligaciones en moneda nacional. Así, dentro de las emisiones efectuadas en el 2006, destaca la colocación de bonos corporativos de la CAF por S/. 248,4 millones a 12 años y a una tasa de 7,53%. Además, se han mostrado activas, en este segmento de plazos: Telefónica Móviles, Edelnor, Edegel, BBVA Banco Continental, Telefónica del Perú y BWS Sociedad Titulizadora (a través de bonos de titulación de Wong & Metro y de la Municipalidad de Lima Metropolitana).



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Valores Mobiliarios por Plazos de Vencimientos

Plazos	2003	2004	2005	2006
MN (en millones de S/.)	3 901	4 180	4 666	5 454
Hasta 1 año	33%	33%	38%	20%
Más de 1 año, hasta 3 años	32%	36%	29%	28%
Más de 3 años, hasta 5 años	22%	15%	18%	24%
Más de 5 años	12%	16%	15%	28%
ME (en millones de US\$)	1 944	2 331	2 531	2 776
Hasta 1 año	10%	11%	14%	13%
Más de 1 año, hasta 3 años	26%	22%	19%	21%
Más de 3 años, hasta 5 años	22%	17%	21%	21%
Más de 5 años	41%	49%	47%	46%

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

105. Los 10 principales emisores concentran el 44% del saldo total de obligaciones efectuadas por ofertas públicas primarias. En el 2006, se incorporaron 8 nuevos emisores al mercado de capitales²⁹.

Principales Emisores de Valores Mobiliarios

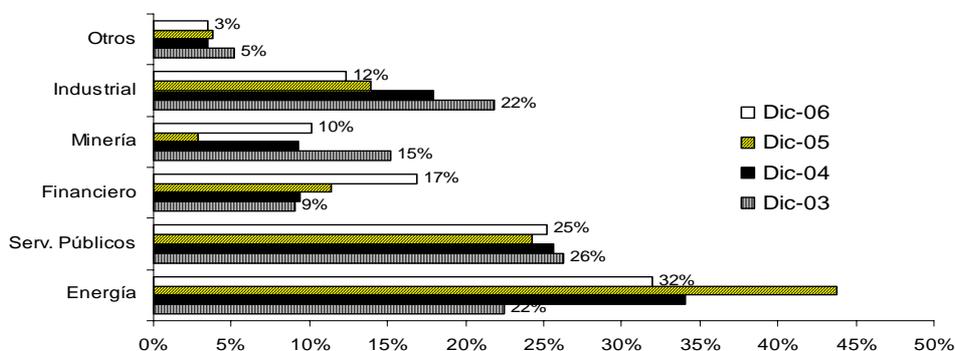
(En millones de soles)

Empresas y entidades	A diciembre 2006
Transportadora de Gas	1 097
Banco de Crédito del Perú	848
Telefónica del Perú S.A.	819
Edegel S.A.A.	603
Luz del Sur S.A.	601
Duke Energy International - Egenor	482
Pluspetrol Camisea	480
Telefónica Móviles	464
Hunt Oil Company of Peru	448
Scotiabank Peru S.A.A.	447
Total	6 289
Porcentaje del saldo total de bonos	43,9%

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores

Por su parte, el 75% del saldo vigente de bonos corporativos está concentrado en tres sectores económicos: energía, servicios públicos y financiero.

Saldo de Bonos por Sectores Económicos



Fuente: CONASEV - Reporte Mensual del Mercado de Valores

²⁹ Corporación Andina de Fomento, Telefónica Móviles, Minera Yanacocha, Pluspetrol Camisea, Citibank del Perú, la Municipalidad de Lima Metropolitana, Tiendas EFE y Leasing Total.



Costos de Emisión de Instrumentos de Deuda

Los costos de emisión de los instrumentos de deuda pueden restar dinamismo al mercado de capitales como opción de financiamiento para las grandes empresas y constituir un factor limitante para el acceso de las medianas y pequeñas empresas.

El proceso de emisión de instrumentos de deuda puede dividirse en cuatro etapas, cada una de las cuales requiere el cumplimiento de ciertas actividades que implican un costo y un plazo de duración determinada:

- i) **Preparación interna:** se requiere de sistemas contables e información financiera adecuados, realización de auditoría interna, observancia de los Principios de Buen Gobierno Corporativo y el acuerdo de emisión.
- ii) **Preparación de la emisión:** se requiere de la elección del agente estructurador y del agente colocador, la elección del tipo y características del valor a emitir, la realización de un Due Dilligence por parte del estructurador, la elaboración del Prospecto Marco y Contrato de Emisión, y la presentación de información financiera auditada de los dos últimos ejercicios anuales y última información trimestral no auditada.
- iii) **Oferta Pública Primaria:** se requiere de dos clasificaciones de riesgo, la inscripción de la emisión en el Registro Público del Mercado de Valores, la actualización del Prospecto Marco y del Contrato de Emisión, la publicación del aviso de la Oferta Pública Primaria en el diario oficial y en el de mayor circulación, efectuar la colocación a través del agente colocador y enviar los resultados de la emisión a la Conasev.
- iv) **Mantenimiento de Oferta Pública Primaria:** se debe efectuar el pago de la contribución mensual a la Conasev, a la Bolsa de Valores de Lima y CAVALI; el pago al Representante de obligacionista; y, el envío de los Estados Financieros trimestrales y anuales, la Memoria Anual, Hechos de Importancia, y el reporte de cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo a la Conasev.

A continuación, se estima a modo de ejemplo los costos asociados a la emisión de **bonos a 5 años de plazo**, por parte de una empresa corporativa. Se considera un bono del tipo *bullet* (redención del principal al vencimiento) y con pago de cupones anuales. Se presenta el caso para 4 escalas distintas de emisión, asumiéndose (sólo para fines de ilustración) una misma tasa de colocación para visualizar el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva de financiamiento.

Los principales costos de emisión de bonos corporativos se concentran en los gastos de estructuración, los gastos legales, el costo de contratación de dos clasificadoras de riesgo y la comisión del agente colocador. Cabe destacar que todos los principales costos mencionados a excepción de la comisión por colocación, son de monto fijo.

De otro lado, una emisión implica también un gasto anual de mantenimiento mientras exista un saldo vigente. El gasto de mantenimiento viene dado por la contratación anual de dos clasificadoras de riesgo, el costo del Representante Bursátil y el cumplimiento de los requerimientos de información, el pago al Representante de Obligacionistas, y las contribuciones mensuales a la Conasev, Bolsa de Valores de Lima y CAVALI.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Se observa que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta la escala de la emisión, debido al alto componente de los costos fijos. Así, de acuerdo al ejemplo presentado, para una escala de US\$ 5 millones los costos de emisión representarían el 2,26% del monto emitido mientras que para una escala de US\$ 50 millones, los costos de emisión representarían solo el 0,44%. De igual forma, el tamaño de la emisión influye en el gasto anual de mantenimiento, como porcentaje del monto emitido. Para una emisión de US\$ 5 millones, el gasto anual de mantenimiento equivale al 0,81% mientras que para US\$ 50 millones equivale al 0,18%.

Costo de Emisión de Bonos Corporativos en el Mercado Peruano de Capitales (en US\$)

Supuestos		Escala 1 5 000 000	Escala 2 10 000 000	Escala 3 20 000 000	Escala 4 50 000 000
Gastos de preparación de la emisión	Estructuración	50 000	50 000	50 000	50 000
	Gastos legales	25 000	25 000	25 000	25 000
	Gastos registrales	1 014	1 014	1 014	1 014
	Impresión Prospecto Marco	1 449	1 449	1 449	1 449
Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria	Clasificadoras	20 000	20 000	20 000	20 000
	Comisión de colocación: 0,2%	10 000	20 000	40 000	100 000
	Otros gastos ^{2/}	2 401	2 401	2 401	2 401
	Inscripción BVL: 0,0375%	1 875	3 750	7 500	18 750
	Inscripción Conasev ^{1/}	1 085	1 085	1 085	1 085
	Publicación Resolución El Peruano	246	246	246	246
Inscripción CAVALI	100	100	100	100	
Gasto anual de mantenimiento de la emisión	Clasificadoras	20 000	20 000	20 000	20 000
	Representante bursátil ^{4/}	14 000	14 000	14 000	14 000
	Conasev: 0,0035% mensual	2 100	4 200	8 400	21 000
	Representante de Obligacionistas: 0,035% anual	1 750	3 500	7 000	17 500
	BVL: 0,002% mensual	1 200	2 400	4 800	12 000
CAVALI: 0,001% mensual ^{3/}	1 200	1 200	2 400	3 600	
Costos totales	Costo total de efectuar la emisión	113 170	125 045	148 795	220 045
	(En % de la emisión)	2,26%	1,25%	0,74%	0,44%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	40 250	45 300	56 600	88 100
(En % de la emisión)	0,81%	0,45%	0,28%	0,18%	

1/ Corresponde al valor de 1 UIT (S/. 3 450) dividido entre un tipo de cambio de S/. 3,18 por dólar.

2/ Inscripción en Registros públicos del Contrato de Emisión Complementario, impresión del Prospecto Marco Complementario, y publicación de Oferta Pública Primaria en el Diario Oficial El Peruano y en diario de mayor circulación.

3/ Mínimo de US\$ 100 y máximo de US\$ 300.

4/ Costo estimado del tiempo empleado por el personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información.

Fuente: Conasev, Bolsa de Valores de Lima, CAVALI, etc.

Utilizando la metodología de la Tasa Interna de Retorno, se calcula la tasa de costo efectivo anual para cada escala de emisión. La tasa de costo efectivo anual incluye la tasa de interés de la emisión (6% anual), los costos incurridos para efectuar la emisión y los gastos anuales de mantenimiento. Se aprecia un menor impacto en el costo efectivo del financiamiento conforme se incrementa la escala de la emisión.

Estimación del impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de bonos corporativos

Escala de la emisión	Tasa de interés ^{1/}	Costo efectivo ^{2/}
US\$ 5 MM	6,00%	7,36%
US\$ 10 MM	6,00%	6,76%
US\$ 20 MM	6,00%	6,46%
US\$ 50 MM	6,00%	6,28%

1/ Tasa de interés cupón. Se asume que los bonos son colocados a la par.

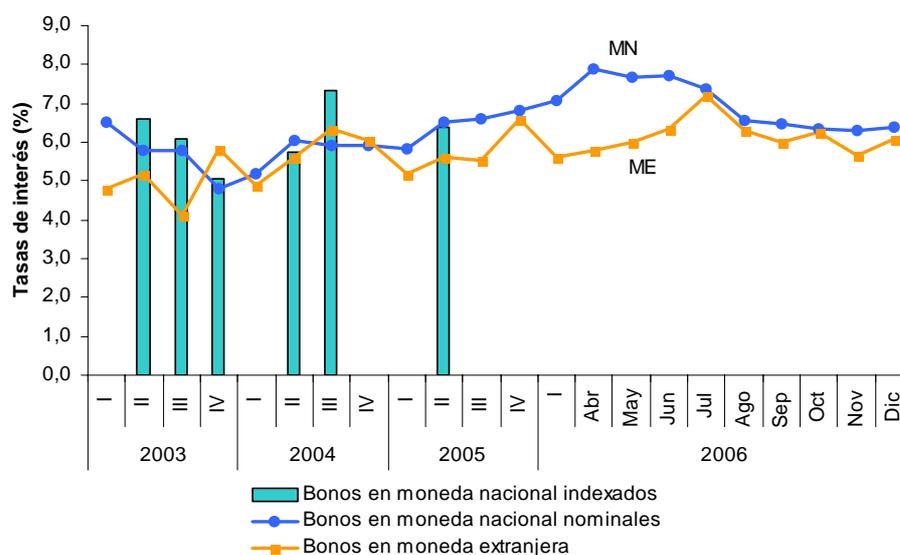
2/ Tasa de costo efectivo anual de la emisión, incluye los costos de emisión y los gastos de mantenimiento.



Comportamiento de los Rendimientos de los Bonos Corporativos

106. La tasa de interés ponderada en moneda nacional para las nuevas colocaciones de bonos del sector privado se ha venido reduciendo luego del alza experimentada en abril de 2006 a 7,9%, que reflejaba la incertidumbre asociada al período electoral. Así, en diciembre de 2006, dicha tasa descendió a 6,4%³⁰. Esta reducción se ha dado a pesar de la emisión a plazos más largos y el aumento de la tasa de interés de referencia del Banco Central de Reserva en 150 puntos básicos entre noviembre 2005 y mayo 2006, alcanzando ésta un nivel de 4,5%.

Tasas de interés



1/ Tasa de interés de las ofertas públicas de bonos del sector privado efectuadas en el período.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

En moneda extranjera, la tasa de interés para las nuevas emisiones fluctuó entre un mínimo de 4,1% (tercer trimestre de 2003) y un máximo de 7,2% (julio 2006), ubicándose en 6,1% a diciembre 2006. Cabe resaltar que ello se dio en un contexto de ajuste continuo de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos de 1% en junio de 2004 a 5,25% en junio de 2006.

107. Cabe precisar que la mejora en los niveles de rentabilidad y capacidad de pago de las empresas, en un ambiente de baja inflación y de buen desempeño de la economía peruana, ha permitido a éstas pagar una menor prima por riesgo de crédito y de liquidez.

108. Una característica del mercado de capitales doméstico es su poca liquidez y la escasa negociación secundaria de la mayoría de instrumentos de deuda. Así, por ejemplo, en el período enero – diciembre de 2006, la negociación secundaria de instrumentos de deuda fue de S/. 2 527 millones, lo que equivale al 17% de la negociación secundaria de instrumentos de renta variable. La baja liquidez se

³⁰ La tasa de interés utilizada corresponde a la tasa de colocación (rendimiento) de las emisiones de bonos del sector privado bajo ofertas públicas primarias.

refleja en una ausencia de valorización continúa de los bonos y otros instrumentos que limita la utilización de la tasa de rendimiento al vencimiento.

Cabe mencionar que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP publica diariamente las curvas Cupón Cero de los bonos soberanos en soles, soles VAC y dólares. La curva Cupón Cero en soles se publica desde el 30 de noviembre de 2005, la de soles VAC desde el 20 de diciembre de 2005 y la de dólares desde el 1 de febrero de 2006. La disponibilidad de estas curvas cobra mayor relevancia en un mercado en el cual los instrumentos de deuda del sector privado carecen en su mayoría de precio de mercado debido a su escasa negociación secundaria y poca liquidez. No obstante ello y para una adecuada valorización de esos instrumentos, la curva de cupón cero requiere ser complementada con estimaciones de la prima de riesgo asociada a cada emisor.

Curva cupón cero

Una curva cupón cero es un vector de tasas de interés o de rendimientos de bonos sin cupones (bono cupón cero) a diferentes plazos de vencimiento. Dado que en el mercado no se transa bonos sin cupones, las tasas del bono cupón cero soberanos son estimadas a partir de los precios de los bonos soberanos con cupones emitidos en cada moneda, mediante el uso de modelos financieros y matemáticos. En este sentido, las tasas cupón cero soberanas estimadas son mutuamente consistentes con las tasas de rendimiento al vencimiento (TIR) de los bonos soberanos negociados en los mercados de capitales.

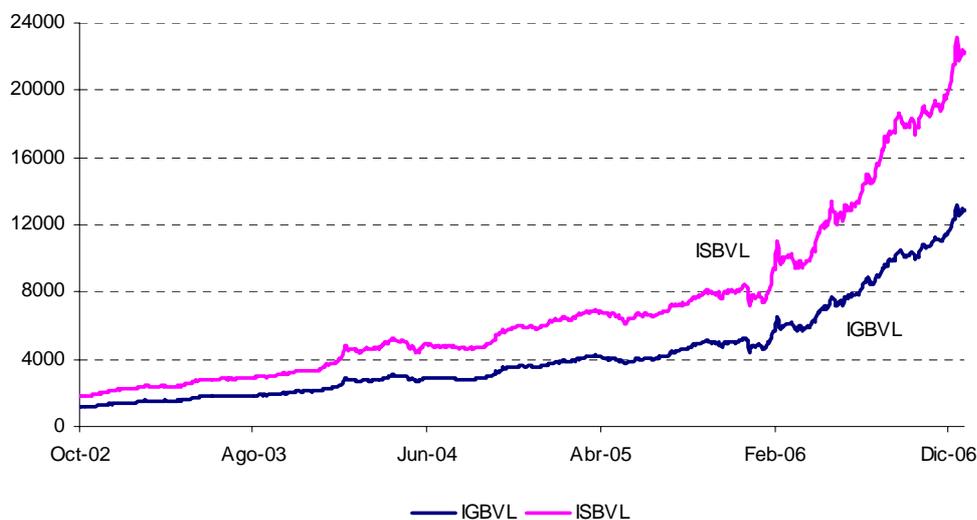
Las curvas cupón cero de bonos soberanos constituyen una referencia de las tasas de interés o de rendimientos de bonos cupón cero sin riesgo *default* en el mercado peruano. En base a estas curvas de referencia es posible valorizar cualquier instrumento de deuda poco líquido sin precio de mercado descontando los flujos de caja del instrumento a las tasas cupón cero en la moneda respectiva y agregando el *spread* asociado con el riesgo de crédito del emisor del instrumento. El uso de las curvas cupón cero en la valorización de instrumentos de deuda es una práctica aceptada a nivel internacional.

IV.1.2 Mercado de Renta Variable

109. El desempeño de las acciones de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima ha sido sobresaliente en los últimos 4 años. Así, los Índices General (IGBVL) y Selectivo (ISBVL) aumentaron de 1 159 y 1 819 puntos, respectivamente, al 1 de octubre de 2002, a 12 884 y 22 159 al 31 de diciembre de 2006. Cabe señalar que a partir de diciembre de 2003 los índices bursátiles superaron sus anteriores máximos históricos alcanzados en julio de 1997, previos a la crisis asiática.



Bolsa de Valores de Lima
(Octubre 2002 - Diciembre 2006, 30 Diciembre 1991 = 100)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

110. La tendencia alcista de la Bolsa de Valores de Lima es superior a la registrada en los principales países de América Latina, destacando en particular el comportamiento de las acciones mineras.

En general, las bolsas se han beneficiado de un contexto internacional de bajas tasas de interés que impulsó a los inversionistas institucionales a la búsqueda de activos de mayor rentabilidad, incluyendo en esa búsqueda a los mercados emergentes; del ciclo expansivo de la economía mundial y de la mejora de los fundamentos económicos de los países emergentes.

Como se aprecia en el cuadro siguiente durante el período diciembre 2002 - diciembre 2006, los índices bursátiles de Perú y Colombia destacaron en la región por su mayor rentabilidad.

Bolsas de Valores de América Latina
(Diciembre 2002 – Diciembre 2006)

País	Índice	Dic-02	Dic-06	Var. %			
				2003	2004	2005	2006
Brasil	Bovepsa	11 269	44 473	97%	19%	27%	33%
Argentina	Merval	525	2 091	104%	28%	12%	35%
México	IPC	6 114	26 448	44%	47%	38%	49%
Chile	IGP	5 020	12 376	46%	28%	-2%	34%
Colombia	IGBC	1 650	11 161	41%	86%	119%	17%
Perú	IGBVL	1 393	12 884	75%	52%	29%	168%
Perú	ISBVL	2 205	22 159	81%	54%	25%	188%

Fuente: Reuters y Bloomberg.

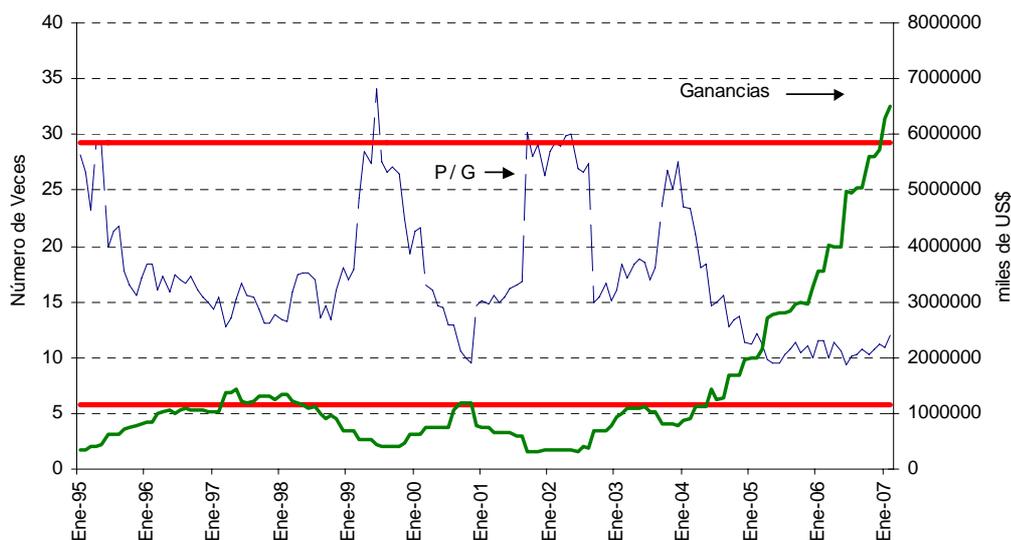
111. El incremento en los precios de las acciones domésticas se relaciona con el aumento de las utilidades de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Para ello estimamos la PER (relación precio / ganancias). La PER se puede interpretar como el número de años necesarios para que el beneficio acumulado sea igual al precio de la acción. Un PER bajo implica que se requerirá



de menor tiempo para que la participación del accionista en las utilidades de la empresa sea igual a su monto invertido. Así, se observa que a partir del segundo semestre de 2002 se inicia una tendencia alcista de las utilidades producto del crecimiento sostenido de la economía peruana y de los mayores precios de los metales que benefició a las empresas mineras. De este modo, la PER de las acciones del IGBVL mostró una tendencia a la baja (a pesar del significativo crecimiento en el precio de las acciones), ubicándose en los menores niveles de los últimos 10 años.

Cabe resaltar que el PER es un indicador que compara el precio actual de la acción (determinado con valores esperados), con las ganancias (obtenidas en el pasado) por lo que su validez como indicador de valuación de las acciones es relativo. Así, por un lado el precio de una acción es equivalente al valor presente del flujo de caja esperado, el mismo que se determina en función a las expectativas de nuevos proyectos, la posibilidad de adquisiciones por terceros, la evolución esperada del sector en el que se desempeña la empresa, la evolución de las condiciones económicas internas y externas, etc. Mientras que de otro lado, las ganancias, se determinan en función a las ganancias obtenidas en periodos recientes (usualmente 12 meses). Por ello, la validez del PER está asociada al mantenimiento en el tiempo de las condiciones que determinan el precio actual de la acción.

Ganancias y Ratio Precio / Ganancias de las acciones del IGBVL

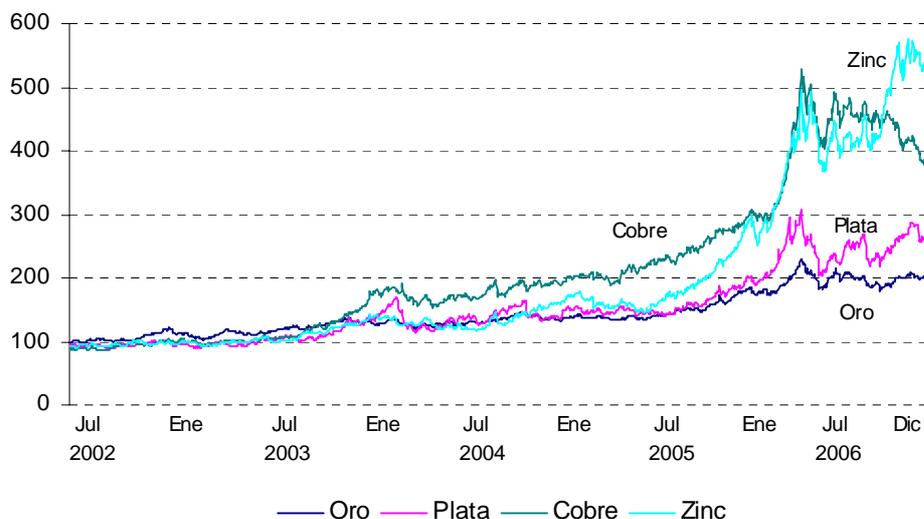


Fuente: Economática.

112. El sector minero fue el de mejor desempeño en los últimos años, ya que fue el principal beneficiado del ciclo expansivo de la economía mundial que se tradujo en una mayor demanda física de materias primas (en particular de China) y del creciente interés de los fondos de inversión en el mercado de *commodities*. Así, los precios del cobre y del zinc alcanzaron máximos históricos mientras que el oro y la plata, máximos de 25 años.



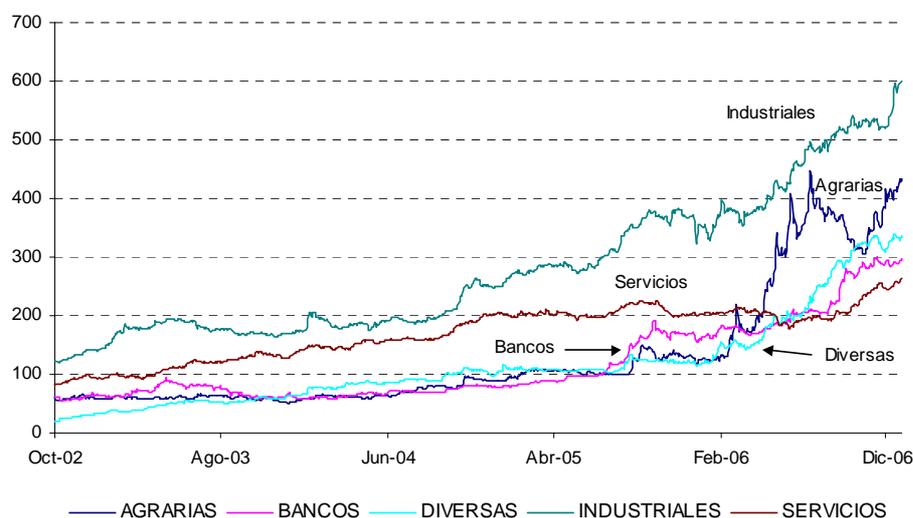
Índice de Cotización de los Principales Metales
(Julio 2002 – Diciembre 2006, Julio 2002 = 100)



Fuente: Reuters y Bloomberg.

El resto de sectores también ha experimentado una evolución positiva fundamentada en la mayor actividad económica local, la mejora de la situación patrimonial de las empresas lo que se refleja en sus estados financieros y el incremento de sus utilidades y dividendos.

Índices Sectoriales de la Bolsa de Valores de Lima
(Octubre 2002 – Diciembre 2006, 30 Octubre 1998 = 100)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

IV.2 Inversionistas Institucionales

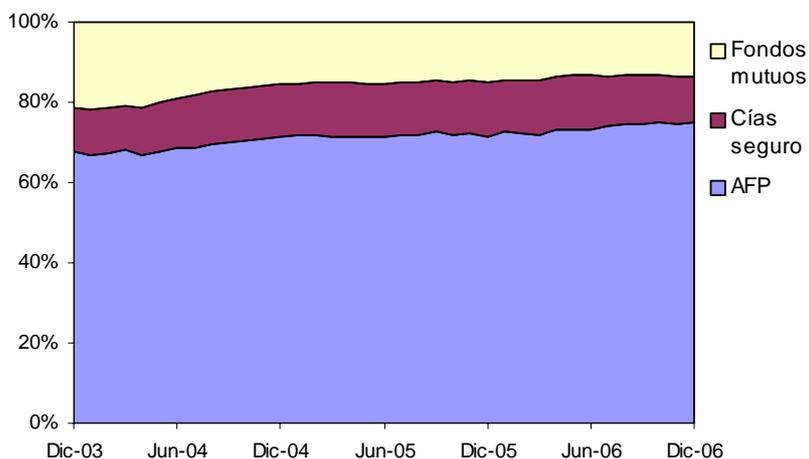
- Las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) son los principales inversionistas institucionales en el mercado peruano de capitales, administrando un portafolio de US\$ 14 418 millones a diciembre 2006, lo que representa el 74%

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

de las inversiones totales de los inversionistas institucionales. En segundo lugar, se encuentran las sociedades administradoras de fondos mutuos que administran recursos por US\$ 2 580 millones, seguidas por las compañías de seguro con US\$ 2 214 millones. Por último, tenemos a los fondos de inversión que vienen administrando recursos por más de US\$ 204 millones.

Portafolio de Inversionistas Institucionales



Fuente: Conasev y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

AFP

114. Entre diciembre 2003 y diciembre 2006, el portafolio de inversiones administrado por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, se incrementó en S/. 23 955 millones tanto por mayores inversiones en moneda nacional (S/. 14 778 millones) cuanto en moneda extranjera (US\$ 3 147 millones). Este aumento se explica en gran parte por la rentabilidad de la cartera administrada, la que ha estado fuertemente correlacionada con el ciclo alcista de la Bolsa de Valores de Lima iniciado en octubre de 2002. Así, la rentabilidad nominal anual promedio de las inversiones de las AFP fue de 18,8% en los últimos 3 años.

Composición de las inversiones de las AFP

(MN en millones de soles y ME en millones de US\$ dólares)

	31-Dic-2003		31-Dic-2004		31-Dic-2005		31-Dic-2006	
	MN	ME	MN	ME	MN	ME	MN	ME
Inversiones domésticas	11 323	2 540	14 472	2 683	17 354	3 497	26 101	5 020
Gobierno	1 112	651	1 709	573	4 420	190	6 641	478
Banco Central de Reserva	930	0	2 695	0	1 533	0	6 170	0
Bancos	2 681	446	1 873	280	1 919	418	2 981	204
Empresas financieras	174	0	85	0	119	2	197	4
Empresas de arrendamiento financiero	124	41	68	19	21	20	18	18
Sociedades titulizadoras	103	67	41	270	275	753	373	902
Sociedades adm. de fondos de inversión	0	66	0	113	0	266	6	349
Otras empresas financieras	153	523	111	623	170	773	741	1 182
Empresas no financieras	6 053	735	7 923	805	8 918	1 074	14 397	1 883
Otras	- 6	12	- 33	0	- 21	0	130	0
Inversiones en el extranjero	0	559	0	803	0	969	0	1 226
Cartera administrada	11 323	3 099	14 472	3 486	17 354	4 466	26 101	6 246
Total (en millones de soles)	22 055		25 908		32 574		46 050	

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

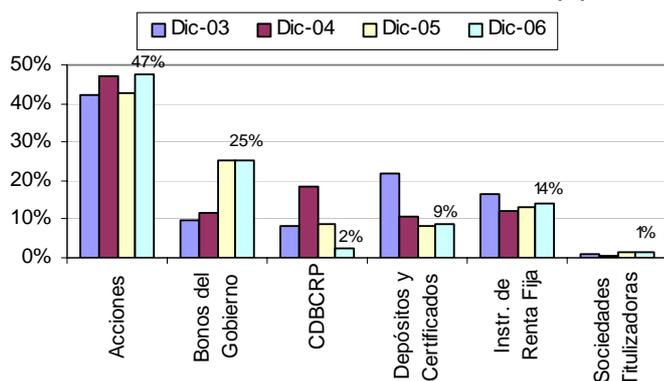
No. 2 – 7 de junio de 2007



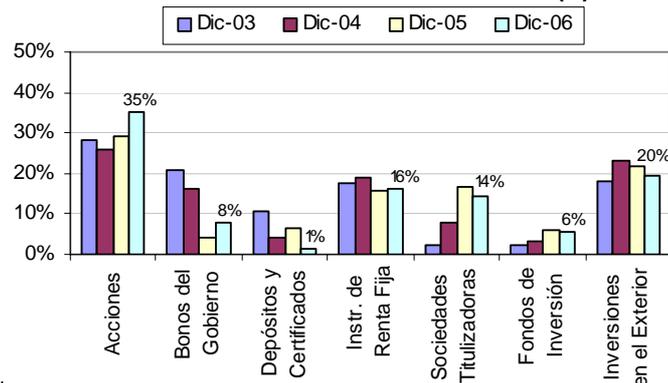
115. En las inversiones en moneda nacional, se apreció un aumento de las tenencias en acciones de empresas no financieras (S/. 7 294 millones) y en bonos soberanos de la República del Perú (S/. 5 529 millones); el primero, influenciado por el aumento de los índices bursátiles en la bolsa local; y el segundo, por los mejores retornos que ofrecen estos bonos. Así, dentro del portafolio en moneda nacional, la participación de los bonos soberanos aumentó de 10% en diciembre 2003 a 25% en diciembre 2006. Este incremento se dio a expensas de una reducción en las inversiones en certificados y depósitos de instituciones financieras cuya participación disminuyó de 22% a 9%.

Por su parte, en las inversiones en moneda extranjera, destacó el aumento de las participaciones en fondos mutuos del exterior (US\$ 434 millones), las mismas que permiten diversificar el portafolio a menor costo; de instrumentos de titulización, tanto los de contenido crediticio (US\$ 600 millones) cuanto los de participación (US\$ 235 millones)³¹ y los *American Depositary Receipts* (ADR) de Credicorp - BAP (US\$ 620 millones) y Southern Copper Corporation - PCU (US\$ 538 millones). De este modo, la participación en el portafolio en moneda extranjera de las inversiones en sociedades tituladoras y en acciones subió de 2% a 14% y de 28% a 35%, respectivamente.

Estructura Portafolio de las AFP en MN (%)



Estructura Portafolio de las AFP en ME (%)



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

116. Por otro lado, la evolución de la solarización del portafolio de inversiones de las AFP registró tres momentos significativos:

- Entre diciembre 2003 y mayo 2005, el nivel de solarización se incrementó de 51,3% a 59% con respecto al total del portafolio, en un contexto de apreciación del nuevo sol.
- Entre junio 2005 y marzo 2006, el ratio de solarización se redujo hasta un mínimo de 51,8%. Ello coincide con las mayores compras de activos titulizados con derechos de participación³² y el incremento en la cotización de los ADR de *Credicorp* y *Southern Copper Corporation*.

³¹ Estos activos otorgan dos tipos de derechos: (i) de contenido crediticio: el principal y los intereses son pagados con recursos provenientes del patrimonio fideicometido; o (ii) de participación: se confiere al titular una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio fideicometido.

³² Las AFP adquirieron la segunda emisión de los certificados de participación Napoleón por US\$ 114 millones en agosto de 2005 y los certificados de participación de corto plazo Napoleón por US\$ 96 millones en noviembre de 2005.

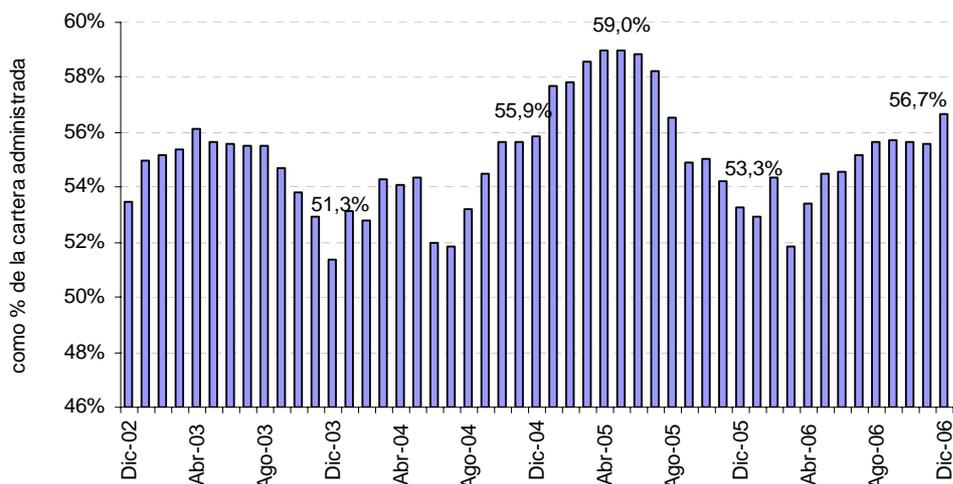


INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

- A partir de abril 2006, una vez despejada la incertidumbre asociada al proceso electoral, el nuevo sol y la Bolsa de Valores de Lima retomaron su tendencia ascendente elevándose el ratio de solarización hasta 56,7% a diciembre 2006, aunque por debajo del ratio obtenido en mayo de 2005.

Solarización de la cartera de inversiones de las AFP



Fuente: SBS

Fondos Mutuos

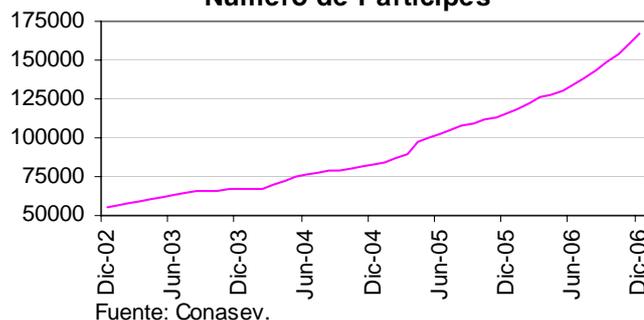
117. El patrimonio administrado por los 26 fondos mutuos operativos a diciembre 2006 llegó a US\$ 2 580 millones, registrando un incremento de 29,8% en el 2006 y superando el anterior máximo histórico alcanzado en abril 2004 (US\$ 2 109 millones).

Patrimonio Administrado por los Fondos Mutuos

Período	MN Mill. S/.	ME Mill. US\$	Total Mill. US\$	Var. %
Dic-02	530	1 342	1 493	
Dic-03	1 045	1 699	2 001	34,0
Dic-04	744	1 541	1 768	-11,6
Dic-05	1 312	1 606	1 988	12,5
Dic-06	2 014	1 950	2 580	29,8

Fuente: Conasev.

Número de Partícipes



Fuente: Conasev.

El número de partícipes de los fondos mutuos llegó a 167 492 a diciembre 2006, registrando un incremento de 151% respecto a diciembre de 2003. Del total de partícipes, el 94,2% se concentra en fondos mutuos en obligaciones³³ y el resto en fondos mixtos³⁴ y estructurados³⁵.

³³ Invierten en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, como depósitos a plazo, bonos o letras hipotecarias.

³⁴ Invierten en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, como también en acciones.

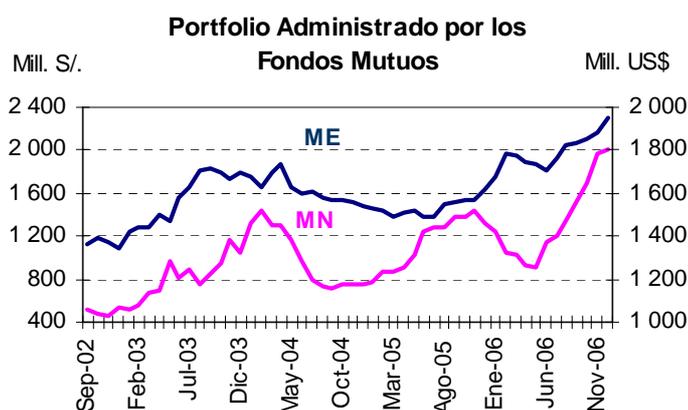
³⁵ Aseguran obtener una rentabilidad mínima, la cual puede ser fija o variable, invirtiendo en instrumentos derivados. También se les conoce como afianzados, garantizados o asegurados.



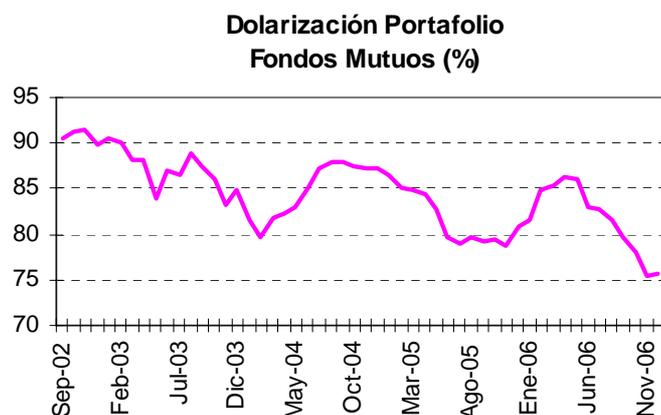
INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

118. Las inversiones del portafolio en moneda nacional alcanzaron a diciembre 2006 los S/. 2 014 millones (24,4% del portafolio). En moneda extranjera, el portafolio ascendió a US\$ 1 950 millones (75,6%). Este portafolio de inversión es aún el más dolarizado de todos los administrados por los inversionistas institucionales aunque se observa una tendencia decreciente en el ratio de dolarización desde junio 2006.



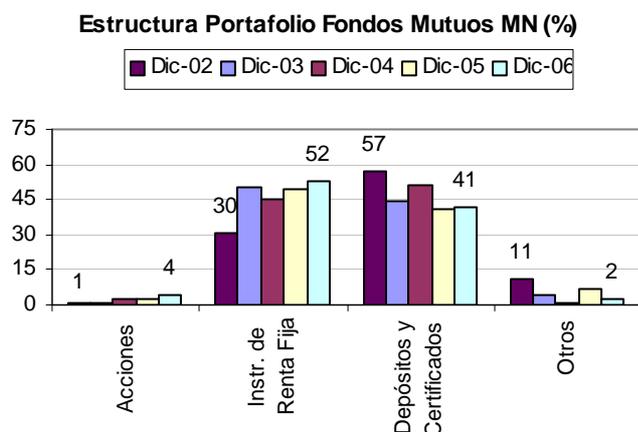
Fuente: Conasev.



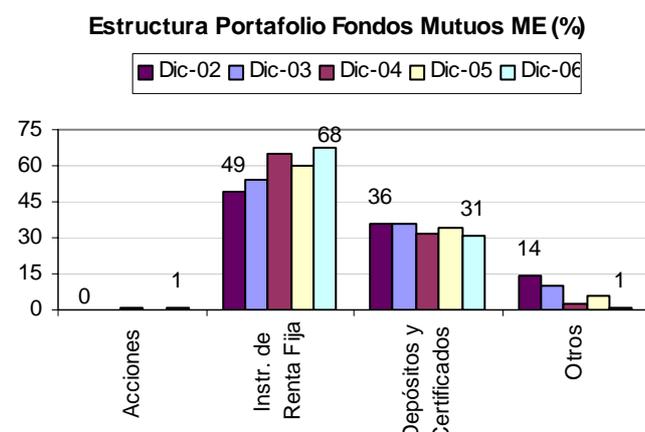
Fuente: Conasev.

Por tipo de instrumento, destacan los de renta fija y los depósitos bancarios en ambas monedas, aunque en moneda nacional creció significativamente la participación de los instrumentos de renta fija, pasando de 30% a 52% entre diciembre 2002 y diciembre 2006; mientras que los depósitos bancarios cayeron en 16 puntos porcentuales en dicho período.

119. En el 2006, los fondos mutuos adquirieron el 30% de las emisiones de instrumentos de renta fija del sector privado, ubicándose por detrás de las AFP (41%). Cabe destacar que en el 2005, los fondos mutuos fueron los principales adquirentes de estos instrumentos con el 31% del total emitido, superando a las AFP (29%).



Fuente: Conasev.



Fuente: Conasev.



Compañías de Seguro

120. A diciembre 2006, las compañías de seguro administran un portafolio de inversiones de US\$ 2 214 millones (11% del total del portafolio administrado por los inversionistas institucionales), el cual ha registrado un incremento de US\$ 1 147 millones con respecto a diciembre 2003. En ese mismo periodo, el grado de dolarización del portafolio de inversiones de estos inversionistas se ha incrementado de 56% a 61%.

El Portafolio de Inversión de las Empresas de Seguros

El portafolio de inversiones de las compañías de seguro se puede dividir entre aquellas especializadas en ramos de vida y generales.

Las compañías de ramos de vida (riesgos condicionados a la existencia y a la edad del asegurado) invierten sus recursos fundamentalmente en instrumentos de renta fija puesto que deben formar una reserva técnica cuya utilización ocurrirá en el largo plazo.

Las compañías de ramos generales (todos los demás riesgos no comprendidos en la definición de ramos de vida) invierten las primas recaudadas fundamentalmente en instrumentos de muy corto plazo o de renta variable ya que sus desembolsos de caja son menos predecibles (dependen de la ocurrencia de siniestros) y se registran en el corto plazo (usualmente un año período en el cual se contrata el seguro).

121. A diciembre 2006, las inversiones de los seguros de vida suman US\$ 1 818 millones, representando el 82% de las inversiones totales (ramos de vida y generales). Asimismo, dentro del ramo de vida, destacan los seguros relacionados con el Sistema Privado de Pensiones (SPP) tales como los de rentas de jubilación y los de rentas de invalidez y sobrevivencia. El afiliado al SPP debe pagar un porcentaje de su remuneración mensual (0,91%, en promedio), para tener derecho a recibir las prestaciones de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio. La remuneración asegurable que sirve de base para este concepto es S/. 6 615 y los beneficios son definidos, en términos de la lesión sufrida o de los deudos. Para que el afiliado tenga derecho a los beneficios de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio debe haber pagado cuatro meses dentro de los últimos ocho meses anteriores al siniestro. Cabe destacar, la importancia del SPP para la industria de seguros de vida, lo que se manifiesta en que las reservas técnicas del SPP representan el 81% del total de obligaciones técnicas de los seguros de vida.

En términos agregados (monedas nacional y extranjera), el portafolio de inversiones de las compañías de seguro de ramos de vida registró una mayor concentración en instrumentos representativos de deuda (desde 68% en diciembre 2003 a 76% en diciembre 2006), a costa de la reducción de las tenencias de instrumentos representativos de capital (de 13% en diciembre 2003 a 9% en diciembre 2006).

Entre los instrumentos de deuda que registraron mayor incremento destacan los bonos soberanos y globales de la República del Perú (S/. 1 380 millones) y los

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

bonos de empresas no financieras (S/. 309 millones)³⁶. Finalmente, las compañías de seguro del ramo vida incrementaron sus tenencias de activos del exterior, desde 25% en diciembre 2003 a 31% en setiembre 2006.

Portafolio de inversiones de las compañías de seguro de ramos de vida (En millones de soles)

	Dic. 03	Dic. 04	Dic. 05	Set. 06
Inversiones domésticas	3 147	3 964	4 555	4 977
Gobierno	872	1 454	1 849	2 225
Banco Central de Reserva	33	7	29	29
Bancos	703	896	787	758
Empresas financieras	10	4	30	32
Empresas de arrendamiento financiero	45	54	31	34
Sociedades tituladoras	34	45	121	89
Sociedades adm. de fondos de inversión	183	64	67	130
Otras empresas financieras	85	73	61	51
Empresas no financieras	861	1 111	1 165	1 229
Otros	322	255	1 203	399
Inversiones en el extranjero	1 072	1 246	1 930	2 209
Cartera administrada	4 219	5 210	6 485	7 186

Fuente: Superintendencia de Banco, Seguros y AFP.

122. Aunque no se cuenta con información por tipo de moneda del portafolio de inversiones de las compañías de seguros, se puede deducir que, dada la importancia de los seguros de vida, un factor que habría influido en la creciente dolarización de las inversiones de las compañías de seguro es la mayor elección de rentas vitalicias denominadas en dólares por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones. Según información de la SBS, durante los últimos 3 años, el 99% de las rentas vitalicias de jubilación (legal y anticipada) fueron elegidas en moneda extranjera. La jubilación legal se obtiene a los 65 años, y en el caso de la jubilación anticipada, la pensión calculada debe ser igual o mayor al 50% del promedio de las remuneraciones actualizadas de los últimos 120 meses.

En el 2002, se creó el Régimen Especial de Jubilación Anticipada para Desempleados en el Sistema Privado de Pensiones (Ley N° 27617 de diciembre de 2001) que tuvo vigencia hasta el 1 de diciembre de 2005, mediante el cual 12 mil afiliados adquirieron principalmente rentas vitalicias en dólares. Este régimen estuvo vigente para los afiliados que: (i) cuenten con un mínimo de 55 años, (ii) hayan estado desempleados por un plazo no menor de 1 año, y (iii) la pensión sea igual o superior al 30% del promedio de las 60 últimas remuneraciones mensuales; o igual o mayor a 2 veces la Remuneración Mínima Vital.

Por ello, dado que la mayoría de los afiliados que se jubilan en el SPP contrata rentas vitalicias denominadas en dólares con las compañías de seguro especializadas³⁷, estas empresas buscan invertir la prima inicial de los afiliados (aporte único) en instrumentos en moneda extranjera para mitigar el riesgo de tipo de cambio en su portafolio de inversión.

³⁶ La composición del portafolio de inversiones de las compañías de seguro detallado por emisor e instrumento está actualizado a setiembre 2006, fecha de la última información publicada por la SBS.

³⁷ Interseguro, Invita, Rímac Internacional, El Pacífico Vida, Mapfre Perú Vida y La Positiva Vida.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Fondos de Inversión

123. A diciembre 2006, existen 9 fondos de inversión operativos que registran un patrimonio de US\$ 202 millones, con un total de 196 partícipes. De dichos fondos, los administrados por la empresa COMPASS Group S.A.F.I. alcanzan una participación del 65,9%, seguido por AC Capitales SAFI (15,2%) que administra 2 fondos de inversión inmobiliarios.
124. El fondo de inversión es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en los valores y demás activos señalados en el marco legal³⁸. Son conocidos como fondos de capital cerrados, debido a que su número de cuotas es fijo y no son susceptibles de rescate, reembolso o de incremento en su valor por nuevas aportaciones. No obstante, la asamblea general de partícipes podrá excepcionalmente acordar que se efectúen nuevas aportaciones o se aumente el número de cuotas.

Principales indicadores de los fondos de inversión
(A diciembre 2006)

Administradora	Fondo de inversión	Partícipes	Patrimonio (Mill. US\$)	Part. %
AC CAPITALES SAFI	FONDO DE INVERSION MULTIRENTA INMOBILIARIA	29	20,9	10,3%
	FONDO DE INVERSIÓN EN RENTAS			
	Y PROYECTOS INMOBILIARIOS	11	10,0	4,9%
GRUPO CORIL S.A.F.I.	INSTRUMENTOS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO 1	8	11,1	5,5%
	INSTRUMENTOS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO 2	10	10,0	4,9%
	INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO 5	61	3,6	1,8%
	INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO 7	52	3,6	1,8%
COMPASS GROUP S.A.F.I.	COMPASS GROUP-RENTA FIJA			
	- FONDO DE INV. MIXTA	9	91,0	44,7%
	COMPASS GROUP- PYMES	11	43,2	21,2%
SIGMA SAFI	LEASING OPERATIVO - LEASOP I	5	10,3	5,1%
TOTAL		196	203,7	100,0%

Fuente: Conasev.

Fondo Mivivienda

125. El Fondo MIVIVIENDA (en adelante, el Fondo), que viene operando desde el año 1999, tiene por objeto canalizar recursos a través de las empresas del sistema financiero para facilitar la adquisición de viviendas ofrecidas en proyectos promovidos y ejecutados por el sector privado.

Hasta abril de 2006, los recursos del Fondo eran canalizados a través de COFIDE a las empresas financieras y de éstas a los compradores de vivienda. El Fondo asumía hasta un tercio del préstamo en caso de que el cliente dejara de pagar (cobertura de riesgo crediticio - CRC) y también ofrecía el incentivo "premio al buen pagador" (PBP) equivalente al 20% de la cuota.

El Fondo establecía la tasa de interés y comisiones aplicables a las instituciones financieras y éstas últimas ofrecían los créditos a sus clientes a tasas anuales de 11,5%.

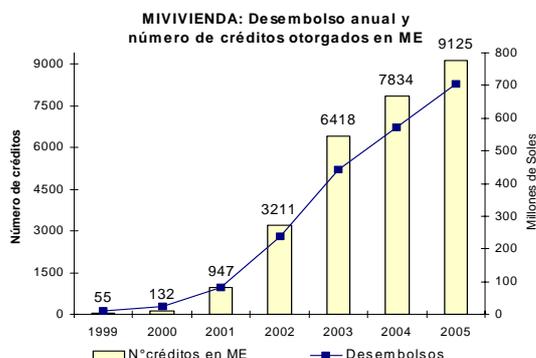
³⁸ Ley del Mercado de Valores, Reglamento de Fondos de Inversión y reglamentos internos.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

126. La evolución del número de créditos concedidos desde 1999 por el Programa MIVIVIENDA, se muestra en el siguiente cuadro. Como se observa, a partir del año 2001 los créditos se otorgan mayormente en moneda extranjera, representando el 99% del número total de créditos otorgados a abril de 2006³⁹. Las empresas bancarias canalizaron el 95% de los créditos otorgados, seguidos por las cajas municipales quienes colocaron el 3% de los créditos.



Año	% de créditos otorgados en ME	Número total de créditos	Desembolso anual (Millones S/).
1999	38%	143	8.664
2000	33%	405	24.655
2001	67%	1409	81.962
2002	89%	3588	238.307
2003	94%	6832	443.796
2004	98%	7960	570.439
2005	99%	9205	706.238
abr. 2006	99%	3746	299.131

El saldo de préstamos otorgados por el Fondo MIVIVIENDA hasta el mes de abril de 2006 fue de S/. 2 373 millones, en 33 288 préstamos y a través de 35 entidades del sistema financiero (bancos, empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales y edpymes). Durante los primeros cuatro meses del presente año, el Fondo desembolsó créditos por S/. 299 millones en 3 746 operaciones.

En promedio, el Fondo ha otorgado 735 créditos al mes entre enero de 2003 y abril de 2006, mayormente en moneda extranjera (99% del número total de créditos otorgados hasta abril de 2006).

127. Cabe anotar que la dolarización de los créditos hipotecarios otorgados con recursos del Fondo, genera una exposición al riesgo cambiario crediticio ante la eventualidad de variaciones en el tipo de cambio.

Nuevo Esquema del Programa MIVIVIENDA

128. A partir del mes de mayo de 2006 el Fondo fue rediseñado y ahora ofrece dos productos: el crédito otorgado con recursos de las propias entidades del sistema financiero, quienes contratan con el Fondo la garantía CRC y el PBP y el crédito estandarizado, otorgado con recursos del propio Fondo que se entrega sólo en moneda nacional.

El Fondo seguirá financiando a las instituciones financieras que no tengan capacidad de fondeo propio, como son los bancos pequeños, las cajas municipales, las cajas rurales y las EDPYME, a través del Crédito Mivivienda Estandarizado. El Fondo ha desarrollado un Manual de Originación para hacer efectiva la estandarización de estos créditos y posibilitar su titulización y posterior emisión de instrumentos en el mercado de capitales con el respaldo del patrimonio titulado. Para ello, las instituciones financieras cederán al Fondo los créditos con el fin de que se constituya un patrimonio autónomo. El Manual de

³⁹ Cabe mencionar que a partir de mayo 2006 se implementó un nuevo esquema del Programa MIVIVIENDA que se explica posteriormente.



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

Originación establece los lineamientos y características generales que deberán seguir las instituciones financieras para otorgar los créditos; así como, los procesos de originación, desembolso, administración y supervisión del crédito.

Mediante la CRC el Fondo garantiza hasta un monto máximo de un tercio de la pérdida, con un tope de un tercio del saldo no pagado del crédito.

El PBP se reduce al 15% de la cuota, para los primeros S/. 15 mil del préstamo. El aporte mínimo del beneficiario sigue siendo equivalente al 10% del valor de la vivienda y el valor de ésta (incluyendo terreno) no debe exceder de 50 Unidades Impositivas Tributarias (S/. 170 mil), el plazo máximo de otorgamiento de los préstamos es de 20 años.

Préstamos otorgados a partir de mayo de 2006:

- Con recursos de las propias empresas del sistema financiero:
129. Entre los meses de mayo y diciembre de 2006, el Scotiabank Perú, Interbank, BBVA Banco Continental y la Cooperativa de Ahorro y Crédito Abaco otorgaron 1 616 préstamos con sus propios recursos con el servicio CRC y PBP, como se muestra en el siguiente cuadro:

Créditos MIVIVIENDA comprometidos con el servicio CRC-PBP
(En miles de nuevos soles y miles de US\$)

Institución Financiera	Mayo - Diciembre 2006			
	MN		ME	
	N° préstamos	Monto	N° préstamos	Monto
Scotiabank Perú			939	20 774
Interbank			528	11 817
BBVA Continental	113	2 786	147	3 554
CAC Abaco			2	51
Total	113	2 786	1 616	36 196

Fuente: MIVIVIENDA.

Las tasas ofrecidas para los créditos en moneda extranjera varían entre 12,9% y 12,95%. Sin embargo, la SBS reporta que el costo efectivo del crédito - para un crédito de US\$ 18 mil a un plazo de 15 años- varía entre 10,3% y 14,7%. Ese costo efectivo considera los costos adicionales por seguro de desgravamen, seguro de la vivienda, portes, comisiones y otros gastos, y asume que el cliente se beneficia del PBP.

- Crédito estandarizado
130. Entre mayo y diciembre de 2006 se otorgaron 63 créditos estandarizados a través de la Caja Metropolitana de Lima, el Banco de Comercio y el Banco Financiero.



Crédito MIVIVIENDA Estandarizado (En miles de nuevos soles)

Institución Financiera	Mayo - Diciembre 2006	
	MN	
	N° préstamos	Monto
Caja Metropolitana de Lima	59	5 125
Banco de Comercio	2	176
Banco Financiero	2	169
Total	63	5 471

Fuente: MIVIVIENDA.

IV.3 Factores a considerar en el desarrollo del Mercado de Capitales

131. A pesar del dinamismo descrito en los últimos años en los mercados de renta fija, de renta variable y en el portafolio de los inversionistas institucionales, existen aspectos que podrían generar un mayor desarrollo del mercado de capitales y cuya implementación contribuiría además a fortalecer las condiciones que sustentan la estabilidad financiera.
132. Un primer factor radica en la incorporación de nuevos emisores al mercado de valores, de forma tal que el crecimiento de la oferta de títulos valores vaya a la par con el crecimiento de su demanda, la que es sustentada por el crecimiento de los fondos administrados por los inversionistas institucionales.

Uno de los principales aspectos que le resta dinamismo a las emisiones de títulos valores es el limitado acceso al mercado de capitales de las empresas no financieras. Para revertir ello, se requiere que éstas realicen esfuerzos para mejorar la transparencia y calidad de su información financiera.

Asimismo, estas empresas presentan ciertas características organizacionales y culturales que dificultan su ingreso al mercado de capitales. Entre ellas, destaca el hecho que muchas de estas empresas poseen una estructura de propiedad cerrada (familiar) la cual no incentiva una mayor implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo.

El creciente dinamismo de la demanda interna y el creciente acceso de las empresas mas grandes al mercado de capitales constituyen incentivos para que el resto de empresas accedan al financiamiento bancario en primer lugar y posteriormente al mercado de capitales, para así tomar ventajas de las oportunidades que se les presentan, de manera que potencien sus posibilidades de crecimiento sobre sólidas bases financieras

De otro lado, las pequeñas y medianas empresas, dada la menor escala de sus operaciones, enfrentan el problema que los costos de emisión de instrumentos de deuda son proporcionalmente altos para su escala de emisión. Sin embargo, existen alternativas para que puedan financiarse en el mercado de capitales de manera indirecta. Así, sería conveniente evaluar el relanzamiento de la Mesa de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva, la cual tiene como objetivo que las empresas puedan negociar sus certificados de depósito, letras, pagarés y facturas conformadas en la Bolsa de Valores de Lima.



133. De otro lado, se pueden desarrollar vehículos de inversión como: fondos de inversión en facturas corporativas, titulización de cuentas por cobrar de instituciones educativas, fondo de inversión en pagarés emitidos por medianas empresas y titulización de la cartera crediticia de instituciones financieras especializadas en microfinanzas⁴⁰. Otra alternativa interesante se encuentra en el desarrollo de productos como el *factoring* directo de las cuentas por cobrar de estas empresas; sin embargo, para ello, se requiere del uso de herramientas estadísticas que permitan medir con eficiencia y confianza el nivel de riesgo de crédito asociado a esas cuentas.

Finalmente, el mercado de capitales puede contribuir al financiamiento de la inversión en infraestructura pública para lo cual es necesario identificar los proyectos factibles de ser desarrollados por el sector privado, agilizar y promover los procesos de concesión y brindar la estabilidad jurídica necesaria.

134. Un segundo aspecto que enfrenta el mercado de capitales para consolidarse y continuar su crecimiento se encuentra en el fortalecimiento de la infraestructura financiera. El desarrollo del mercado de capitales requiere de un marco legal y regulatorio que asegure el respeto a los derechos de propiedad, que el poder judicial permita y garantice el proceso de ejecución de los contratos en caso de incumplimiento, así como que los mecanismos de resolución de conflictos permitan una solución rápida y clara de los eventuales conflictos que surjan en el proceso. Para lograr todo ello se requiere de estabilidad en las reglas y que éstas garanticen el adecuado equilibrio entre los derechos de los deudores y de los acreedores.

Es importante que se tenga presente que los problemas en el sistema judicial afectan al buen funcionamiento en los mecanismos de ejecución de los contratos y de la seguridad jurídica en los mismos. Un avance en este tema ha sido la creación de las salas judiciales especializadas en asuntos comerciales (mercado de valores, contratos privados, banca, arbitraje, sociedades civiles, entre otros). Sería recomendable un incremento del número de esas salas especializadas, así como la capacitación en asuntos financieros a los jueces.

Cabe destacar también la implementación del registro único de garantías mobiliarias. La aprobación de la Ley de Garantías Mobiliarias⁴¹, unifica los 16 registros prendarios antes existentes y crea el Registro Mobiliario de Contratos y el Sistema Integrado de Garantías. Esta Ley facilita a los deudores ofrecer en garantía su patrimonio mobiliario y a los acreedores una recuperación más rápida de su inversión en caso de incumplimiento.

De otro lado, cabe verificar si los cambios efectuados en el Proceso de Reestructuración Patrimonial a través de la Ley General del Sistema Concursal⁴² que agilizó el proceso en todas sus instancias sean los suficientes para asegurar su funcionamiento adecuado ante un eventual aumento de la demanda por acogerse a procesos de insolvencia en períodos de inestabilidad económica y financiera.

⁴⁰ Esta recomendación fue plasmada en el informe “Desarrollo de Mecanismos que Faciliten el Acceso de Nuevos Emisores al Mercado de Valores” preparado por Macroconsult a solicitud de la CONASEV.

⁴¹ Ley N° 28677 (01-03-2006).

⁴² Ley N° 27809 (08-08-2002).



135. Un tercer reto se encuentra en lograr el desarrollo del mercado de coberturas, que permita a las empresas un mejor manejo de los riesgos financieros a los que están expuestos y así suavizar los efectos de las fluctuaciones cambiarias y financieras (tales como las que ocurren por variaciones en las tasas de interés).

En la actualidad, el mercado de coberturas se limita básicamente al mercado de *forwards* de tipo de cambio. Es mucho más restringido el uso de *swaps* de tipo de cambio, y mas aun en el caso de *forwards* y *swaps* de tasas de interés. No existe un mercado de futuros. Una limitante importante para un mayor uso de instrumentos de cobertura es la falta de una tasa de interés variable de referencia para el corto plazo en nuevos soles que sea confiable y por tanto aceptada por todos los participantes del mercado.

Cabe mencionar que la mayor parte de las empresas no financieras se encuentran aún en una etapa de aprendizaje sobre el uso de instrumentos de cobertura como de los beneficios que éstos brindan, por lo que se espera un mayor desarrollo de este mercado en un futuro próximo.

136. El mercado de capitales debe constituirse, por su naturaleza, en una de las principales fuentes de financiamiento del mercado de créditos para el acceso a vivienda por parte de la población. Para la consecución de este objetivo, se requiere el desarrollo de un mercado de instrumentos hipotecarios y, para ello, de la realización mayores emisiones de tales instrumentos.

Los bonos hipotecarios (US\$ 62 millones) representan sólo el 1,4% del saldo total de instrumentos de deuda emitidos por el sector privado, a diferencia con la mayor importancia que tienen en mercados financieros más desarrollados.

La titulización créditos hipotecarios constituye otra alternativa para incrementar las fuentes de financiamiento. La titulización requiere como paso previo la estandarización, es decir, que se sigan criterios uniformes en las condiciones de los préstamos. Existe potencial para emitir bonos titulizados sobre la base de los créditos otorgados por el Fondo MIVIVIENDA.

De otro lado, cabe resaltar la reciente creación de las Empresas Administradoras Hipotecarias⁴³ que tienen por objeto exclusivo otorgar y adquirir créditos inmobiliarios por cuenta propia y, en relación a ellos, emitir títulos valores, letras hipotecarias, cédulas hipotecarias, instrumentos hipotecarios y títulos de crédito hipotecario negociables. Estas empresas puede ayudar a dinamizar el mercado de instrumentos hipotecarios.

137. Finalmente, un aspecto susceptible a perfeccionarse en el mercado de capitales es el referido a la valorización del portafolio de los inversionistas institucionales.

La poca liquidez del mercado de capitales, en particular la baja negociación secundaria de los instrumentos de renta fija del sector privado, impide una valorización estándar de los portafolios de los inversionistas institucionales.

Dada las limitaciones para utilizar cotizaciones vigentes de mercado, los organismos supervisores han elaborado distintos lineamientos de valorización.

⁴³ Ley N° 28971 (27-01-2007).



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 2 – 7 de junio de 2007

De este modo, los criterios de valorización de instrumentos ilíquidos no son homogéneos entre los inversionistas institucionales.

La valorización del portafolio de inversión de las AFP se efectúa diariamente siguiendo las políticas, criterios, metodologías y procedimientos establecidos en el Manual del Vector de Precios. Dicha valorización se realiza con base en valores de mercado y cuando ellos no existan se procede a su mejor estimación o al empleo de encuestas entre los participantes más representativos del mercado para recoger su apreciación en cuanto a la tasa de descuento relevante para cada instrumento del mercado.

En el caso de los fondos mutuos, la regulación permite que cada administradora cuente con un reglamento propio de valorización de los instrumentos de renta fija de poca liquidez. Este reglamento propio si bien requiere ser presentado a la Conasev permite que se utilice una metodología de valorización distinta al resto.

Cabe señalar que si bien la curva cupón cero constituye una referencia de las tasas de interés o de los rendimientos de bonos cupón cero sin riesgo de *default*, su uso para la valorización de instrumentos privados es limitado debido a que el mercado no cuenta con información relevante y confiable que proporcione el *spread* asociado a las emisiones de valores deuda del sector privado.

Sería recomendable homogenizar las metodologías de valuación de los diferentes inversionistas institucionales a fin de evitar la posibilidad de arbitrajes regulatorios.

Gerencia de Estabilidad Financiera

7 de junio de 2007

