

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA Diciembre de 2007

PREFACIO .....	4
RESUMEN.....	5
I. SISTEMAS DE PAGOS.....	9
I.1 Evolución de los sistemas de pagos.....	9
I.1.1 Sistema LBTR.....	11
I.1.2 Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos .....	16
I.2 Factores a considerar en el desarrollo de los sistemas de pagos .....	18
II. SISTEMA FINANCIERO.....	20
II.1 Principales Desarrollos .....	20
II.2 Tamaño, Estructura y Competencia .....	23
II.3 Colocaciones .....	24
II.3.1 Empresas no financieras.....	25
II.3.2 Hogares.....	26
II.3.3. Colocaciones por sector económico .....	27
II.3.4. Colocaciones por regiones.....	28
II.4 Riesgo de crédito .....	29
II.5 Riesgo de Liquidez .....	34
II.6 Fuentes de financiamiento.....	35
II.6.1 Depósitos .....	35
II.6.2 Adeudados .....	37
II.7 Rentabilidad .....	37
II.7.1 Rentabilidad de la banca.....	39
II.7.2 Rentabilidad de las entidades no bancarias .....	40
II.8 Factores a considerar en el desarrollo del Sistema Financiero .....	41
III. MERCADO DE CAPITALES.....	46
III.1 Principales Desarrollos .....	46
III.2 Mercado de Renta Fija.....	46
III.2.1 Renta Fija Pública .....	47
III.2.2 Renta Fija Privada.....	51
III.3 Mercado de Renta Variable .....	58
III.4 Inversionistas Institucionales .....	73
III.4.1 AFP .....	74
III.4.2 Fondos Mutuos .....	81
III.4.3 Compañías de Seguro .....	83
III.4.4 Fondos de Inversión.....	84
III.5 Factores a considerar en el desarrollo del mercado de capitales.....	85





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

## PREFACIO<sup>3</sup>

Este Reporte se elabora en concordancia con la finalidad esencial del Banco Central de Reserva del Perú, expresada en la Constitución Política del Perú y en su Ley Orgánica, que es la de preservar la estabilidad monetaria. La estabilidad financiera y el buen funcionamiento del sistema de pagos 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. A su vez, la estabilidad del valor de la moneda es una condición necesaria para el desarrollo de los sistemas de pagos y la estabilidad de los mercados financieros.

En el primer semestre de 2007, el Banco Central comenzó a publicar, de manera semestral, el Reporte de Estabilidad Financiera en el que se analiza y evalúa los sistemas de pagos y los mercados financieros y de capitales desde una perspectiva macroeconómica. En cada Reporte, se hace una especial mención a los factores que pueden convertirse en obstáculos para el desarrollo y profundidad de estos mercados.

Este tercer Reporte corresponde al análisis de la evolución del sistema de pagos como de los mercados financieros y de capitales durante el segundo semestre de 2007. Está dividido en tres secciones (sistema de pagos, sistema financiero y mercado de capitales) y se inicia con un Resumen Ejecutivo que reseña los aspectos fundamentales que se han observado en el período analizado.

---

<sup>3</sup> Documento elaborado por la Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera.





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

## RESUMEN

La economía nacional siguió mostrando en el segundo semestre de 2007 un importante crecimiento del producto (resultado del aumento de la demanda interna), acumulando en el año una tasa cercana al 9%, mayor a la tasa anual registrada el año anterior, en un contexto de baja inflación aunque ligeramente superior al rango meta fijado para el año.

El dinamismo mostrado por la demanda interna se explicó por el importante crecimiento de la inversión y del consumo del sector privado, asociado a las mayores ventas y utilidades de las empresas así como al aumento del empleo y del financiamiento de las personas, proveniente éste tanto del sistema financiero como del mercado de capitales.

En el contexto de una mayor presión inflacionaria mundial, la tasa de inflación en Perú se ubicó por encima de lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre, aunque dentro de lo previsto en las contingencias del balance de riesgos (mayor inflación importada). En este escenario, se aumentó en tres oportunidades la tasa de interés de referencia (julio y setiembre de 2007 y enero de 2008) pasando ésta de un nivel de 4,5 por ciento en junio de 2007 a 5,25 por ciento en enero del presente año.

Asimismo, el año 2007 se caracterizó por una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, producto de las crisis en los mercados hipotecario y de crédito de los Estados Unidos de América.

## Sistema de Pagos

El sistema de pagos experimentó en 2007 una expansión significativa en términos de monto y de número de operaciones. Dicho desarrollo se dio tanto en los pagos de alto y bajo valor como en el sistema de liquidación de valores. En ese sentido, en un entorno de crecimiento de la economía y de la liquidez del sistema financiero, se ha ganado eficiencia en la ejecución de las transacciones económicas por el mayor uso de los pagos electrónicos.

De acuerdo con su objetivo de impulsar el uso de instrumentos de pagos más seguros y eficientes, el Banco Central ha autorizado la participación de entidades financieras no bancarias en la Cámara de Compensación Electrónica.

Adicionalmente, el Banco Central trasladó el beneficio de la reducción de sus costos operativos por mejora tecnológica en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (que el Banco administra) a las entidades financieras que participan en dicho sistema de alto valor, mediante la disminución de las comisiones por servicios de transferencias de fondos. Asimismo, a fin de ampliar la cobertura del servicio que presta a una mayor cantidad de agentes económicos, redujo el monto mínimo para realizar transferencias a través de este sistema.

Un avance destacable en el año ha sido la incorporación de las operaciones con valores emitidos por el Gobierno Nacional registrados en CAVALI al sistema de liquidación de valores. Este esquema, que opera en el sistema de alto valor, elimina el riesgo de contraparte pues la entrega de valores se realiza simultáneamente con la entrega de fondos.





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

## Sistema Financiero

En el segundo semestre de 2007, el sistema financiero ha continuado con la tendencia mostrada en los anteriores meses: las entidades financieras mostraron un buen desempeño, en línea con la fortaleza de la economía, lo que se reflejó en sus indicadores de solvencia, calidad de cartera, eficiencia operativa y rentabilidad, lo que le proporciona una sólida plataforma para su crecimiento. Se notó también, en línea con la apreciación del nuevo sol, una continua reducción en el nivel de dolarización tanto de los créditos como de los depósitos.

Los créditos en moneda nacional al sector minorista (consumo, microempresa e hipotecario) han seguido creciendo de manera importante, creando las condiciones para que se incorporen nuevos sujetos de crédito. Asimismo, se observó una mejora en la calidad de cartera de los créditos de consumo, en particular los otorgados a través de las tarjetas de crédito, luego del deterioro que mostrara en el primer semestre del año.

La principal fuente de recursos de las entidades financieras provino de los depósitos del público. No obstante ello, los adeudados con el exterior han tenido también un crecimiento importante en el año, principalmente en la banca.

Durante el año, las tasas de interés registraron en general una tendencia decreciente, tanto en moneda nacional como extranjera, reflejando el incremento continuo en la competencia; a pesar de ello, el margen financiero ha sido incrementado, producto del mayor crecimiento de los créditos al sector minorista. Este mayor margen ayuda a explicar el aumento de la rentabilidad de las entidades del sistema financiero, en términos del activo (ROA) y del patrimonio (ROE). Un elemento adicional que ha contribuido a dicho resultado es que las entidades financieras mostraron una mayor eficiencia operativa, particularmente los bancos, no obstante su reorientación hacia el sector minorista, explicado, entre otros, por una mejora en sus procesos de asignación crediticia.

Lo anterior se dio en un contexto en el que el sistema financiero, en particular los bancos, viene enfrentando una fuerte competencia del mercado de capitales y las empresas no financieras vienen registrando una alta posición de liquidez.

## Mercado de Capitales

El mercado de renta fija se caracterizó por las mayores emisiones de títulos de deuda de largo plazo en moneda nacional, realizadas tanto por el gobierno como por el sector privado. Ello ha sido posible por la existencia de una curva de rendimiento de largo plazo en moneda nacional, por el hecho de que las expectativas de inflación de largo plazo están ancladas en torno al rango meta del Banco Central, por la mejora de los fundamentos macroeconómicos del país y por la fortaleza de la moneda local. Sin embargo, se ha observado un ligero incremento de la tasa de interés en los mercados de renta fija pública y privada producto de un entorno internacional menos favorable.

La volatilidad en los mercados financieros internacionales, producto de la crisis en los mercados hipotecarios y crediticios de los Estados Unidos, tuvo efectos negativos en el mercado local de capitales, principalmente en el mercado bursátil y en el portafolio de los inversionistas institucionales. En el segundo semestre de 2007, la Bolsa de Valores de Lima revirtió su tendencia positiva de los últimos 5 años, al experimentar el Índice General (IGBVL) y el Índice Selectivo (ISBVL) un descenso de 20% y 24%, respectivamente.





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales creció, en el 2007, en 32% ó S/. 19 965 millones, alcanzando los S/. 82 049 millones. Este incremento se dio prácticamente en su totalidad en el primer semestre (S/. 19 736 millones). En el segundo semestre de 2007, los activos de los inversionistas institucionales se vieron afectados por el negativo desempeño de la Bolsa de Valores de Lima, por lo que el portafolio administrado experimentó un crecimiento de apenas S/. 228 millones.

## Principales Retos

Como se mencionara en los anteriores Reportes, existen aspectos que podrían constituirse en factores que dificulten el desarrollo del sistema de pagos, el crecimiento sano del sistema financiero y la consecución de una mayor profundidad de los mercados financieros y de capitales.

Un primer factor está constituido por el nivel actual de la dolarización de los créditos en el sistema financiero que, a pesar de su progresiva reducción, continúa elevado. La dolarización hace que la cartera contenga un factor de vulnerabilidad cambiaria-crediticia (exposición cambiaria en los prestatarios que generan ingresos en nuevos soles) aún relevante y que podría hacerse crítico en un contexto de depreciación de la moneda nacional. Por ello, se requiere impulsar el desarrollo y la profundización del mercado de coberturas y, con ello, de los instrumentos que permitan una mejor administración de los riesgos financieros. Las entidades financieras y las empresas del sector real tienen un rol importante a desempeñar en esta tarea.

Asimismo, el desarrollo de un mercado interbancario de operaciones de reporte (REPO) de títulos del Banco Central o del Tesoro Público se hace más relevante para una mejor administración de los riesgos financieros. En esa misma línea, la realización de operaciones de préstamos de valores (*security lending*) contribuiría positivamente al desarrollo del mercado de capitales, en donde los inversionistas institucionales tienen un rol relevante.

Un segundo factor que viene adquiriendo particular importancia es el fuerte incremento del crédito, que hace necesario que las entidades financieras realicen una política de expansión crediticia hacia los hogares de manera prudente, a efectos de disminuir la probabilidad del sobreendeudamiento en las familias.

Para ello, las familias deben tomar conciencia de que su capacidad de asumir créditos está en relación directa a su capacidad de pago de los mismos, y las entidades financieras deben continuar con sus procesos de actualización de la información financiera de las familias a efectos de medir de manera eficiente dicha capacidad. Esto último es de especial relevancia para la incorporación al mercado de créditos de los prestatarios que estén vinculados al sector informal.

Un tercer factor está relacionado con la profundización de la estabilidad de las fuentes de financiamiento, luego de registrarse un importante crecimiento de los adeudados con el exterior, recursos que podrían volverse volátiles como consecuencia de la incertidumbre existente en los mercados financieros internacionales.

Un cuarto factor está vinculado al aumento en el nivel de capitalización con el que operan las entidades financieras, tal que les permita crecer de manera ordenada y afrontar las necesidades de inversión que requieran para ello. Este aumento en la capitalización sería también relevante para enfrentar potenciales eventos inesperados





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

que pudieran afectar al sistema financiero así como para administrar de manera más eficiente los efectos que se derivan de la concentración existente tanto en el mercado de crédito cuanto de depósitos.

Un quinto factor es la necesidad de difundir en las empresas grandes y medianas las ventajas de obtener financiamiento a través del mercado de capitales. La emisión de instrumentos representativos de deuda o de capital permitiría a estas empresas reducir su costo de fondeo, acceder a fuentes de financiamiento de largo plazo y diversificar el financiamiento proveniente de los préstamos bancarios, pago a proveedores, entre otros.

Un sexto factor está referido a la necesidad de realizar una mayor difusión y explicación sobre los riesgos implícitos de las inversiones bursátiles por parte de las Sociedades Agentes de Bolsa y de las Sociedades Administradoras de Fondos. Es conveniente que los nuevos inversionistas dispongan de un mayor conocimiento sobre la volatilidad propia de la inversión en renta variable para que sean menos proclives a tener un comportamiento de "efecto manada" en los períodos de mayor volatilidad.

Un sétimo 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 implique el respeto de los derechos de propiedad, el equilibrio entre los derechos de los deudores y acreedores en casos de controversias e incumplimientos y que los mecanismos de solución de controversias sean eficientes como previsibles en la solución de conflictos. En esta línea, las entidades financieras tienen un rol relevante en el impulso de las prácticas del buen gobierno corporativo en las pequeñas y medianas empresas.

Un aspecto relevante a evaluar es el actual procedimiento legal que se aplica a una persona natural cuando se declara en insolvencia, mas aun, teniendo en cuenta que una parte importante de los créditos que estas personas reciben son sin garantía específica.

Un octavo 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.

Finalmente, un noveno factor consiste en extender el uso de los instrumentos electrónicos de pago entre los clientes de las entidades financieras. Por ello, el Banco viene promoviendo una mayor accesibilidad al Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y la integración de un mayor número de participantes en los sistemas de pago interbancarios.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## I. SISTEMAS DE PAGOS

### I.1 Evolución de los sistemas de pagos

1. **Los sistemas de pagos constituyen uno de los pilares de la estabilidad financiera.** Dichos sistemas están conformados por instrumentos, reglas y procedimientos comunes que permiten a sus participantes transferir electrónicamente fondos entre sí, relacionados a transacciones de bienes y servicios y a operaciones con valores, productos derivados, moneda extranjera y otras del mercado de dinero y de capitales.

Cabe resaltar que el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pagos es esencial para la buena marcha de la economía, para la efectividad de la política monetaria y para la estabilidad y desarrollo del sistema financiero. De especial relevancia son aquellos sistemas que se califican como de importancia sistémica: El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), la Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.

**El LBTR es administrado por el BCRP y tiene una función clave en la eficiencia y seguridad de los pagos en la economía,** pues liquida transferencias interbancarias de fondos de alto valor (Transferencias BCR), ya sean propias de las instituciones financieras o por cuenta de sus clientes. También a través del Sistema LBTR se efectúa la Liquidación Multibancaria de Valores y se liquida el resultado de las compensaciones de cheques y transferencias de crédito de la Cámara de Compensación Electrónica.

**Sistemas de Pagos**  
(millones de nuevos soles)

	2006	2007	Estructura %		Variación %
			2006	2007	
<b>Sistema LBTR<sup>1/</sup></b>	<b>746 337</b>	<b>957 043</b>	<b>57.2</b>	<b>60.7</b>	<b>28.2</b>
Moneda Nacional	451 598	594 686	60.5	62.1	31.7
Moneda Extranjera	294 739	362 356	39.5	37.9	22.9
<b>CCE y otros sistemas de pagos</b>	<b>558 919</b>	<b>620 133</b>	<b>42.8</b>	<b>39.3</b>	<b>11.0</b>
CCE	133 435	150 885	23.9	24.3	13.1
Moneda Nacional	85 925	97 258	64.4	64.5	13.2
Moneda Extranjera	47 510	53 627	35.6	35.5	12.9
Operaciones Intrabancarias*	415 203	455 893	74.3	73.5	9.8
Moneda Nacional	247 229	273 928	59.5	60.1	10.8
Moneda Extranjera	167 974	181 964	40.5	39.9	8.3
Otros Sistemas de Pago <sup>2/,*</sup>	10 281	13 356	1.8	2.2	29.9
Moneda Nacional	8 321	11 160	80.9	83.6	34.1
Moneda Extranjera	1 960	2 195	19.1	16.4	12.0
<b>TOTAL</b>	<b>1 305 256</b>	<b>1 577 176</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>20.8</b>
Moneda Nacional	793 074	977 033	60.8	61.9	23.2
Moneda Extranjera	512 183	600 143	39.2	38.1	17.2

1/. Incluye el Sistema de Liquidación Multibancaria de renta variable y fija

2/. Incluye las transacciones con tarjeta de débito y crédito

\* Cifras preliminares para el 2007



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

2. Las transacciones efectuadas a través de los sistemas de pagos registraron incrementos en monto (20,8 por ciento) y número de transacciones (14 por ciento) en 2007. Destacan los mayores pagos efectuados en moneda nacional en monto (23,2 por ciento) y en número (15 por ciento).

**Sistemas de Pagos**  
(miles de transacciones)

	2006	2007	Estructura %		Variación %
			2006	2007	
<b>Sistema LBTR<sup>1/</sup></b>	<b>386</b>	<b>400</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>3.6</b>
Moneda Nacional	228	230	59.2	57.4	0.6
Moneda Extranjera	158	170	40.8	42.6	8.0
<b>CCE y otros sistemas de pagos</b>	<b>192 802</b>	<b>219 892</b>	<b>99.8</b>	<b>99.8</b>	<b>14.1</b>
CCE	8 913	9 522	4.6	4.3	6.8
Moneda Nacional	5 712	6 198	64.1	65.1	8.5
Moneda Extranjera	3 201	3 325	35.9	34.9	3.9
Operaciones Intrabancarias*	102 684	108 591	53.3	49.4	5.8
Moneda Nacional	85 379	90 190	83.1	83.1	5.6
Moneda Extranjera	17 305	18 401	16.9	16.9	6.3
Otros Sistemas de Pago <sup>2/.*</sup>	81 206	101 779	42.1	46.3	25.3
Moneda Nacional	76 100	95 842	93.7	94.2	25.9
Moneda Extranjera	5 106	5 937	6.3	5.8	16.3
<b>TOTAL</b>	<b>193 188</b>	<b>220 292</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>14.0</b>
Moneda Nacional	167 419	192 460	86.7	87.4	15.0
Moneda Extranjera	25 769	27 832	13.3	12.6	8.0

1/. Incluye el Sistema de Liquidación Multibancaria de renta variable y fija

2/. Incluye transacciones con tarjetas de débito y crédito

\* Cifras Preliminares para el 2007

3. Cabe anotar que los pagos de alto valor concentran el 60,7 por ciento del monto total de pagos realizados en la economía, mientras que sólo representan el 0,2 por ciento del número de transacciones totales de pagos<sup>4</sup>. Ello es indicativo de la naturaleza propia de las transacciones de alto valor en oposición a los sistemas diferentes al LBTR.

Así, el monto promedio de los pagos procesados por el sistema LBTR fue de S/. 2,4 millones, superior en S/. 460 mil al monto promedio por transacción en el 2006; mientras que en los otros sistemas de pago fue de S/. 2 820 inferior en S/. 79 al registrado en el 2006.

4. Cabe resaltar que del total de los pagos electrónicos efectuados durante 2007, el 61,9 por ciento se realizó en nuevos soles, lo que significó un incremento de la solarización en los pagos con respecto a lo registrado en 2006 (60,8 por ciento).

<sup>4</sup> Cifra que incluye la liquidación de las operaciones procesadas en el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## I.1.1 Sistema LBTR

5. El crecimiento de 28,2 por ciento del monto de los pagos realizados a través del sistema LBTR refleja la expansión del monto transado en moneda nacional y extranjera. Dicho aumento estaría en línea con el mayor dinamismo de la economía, el incremento del crédito por parte de las instituciones financieras y el mayor volumen del mercado cambiario.

Transferencias de Alto Valor en Moneda Nacional  
(millones de soles)

	2006	2007	Estructura %		Var. %
			2006	2007	
<b>Empresas Bancarias</b>	<b>396 143</b>	<b>553 791</b>	<b>87.7</b>	<b>93.1</b>	<b>39.8</b>
Compra-Venta de M/E	69 405	96 066	15.4	16.2	38.4
Préstamos y devoluciones interbancarios	93 761	150 211	20.8	25.3	60.2
Transferencias al Banco de la Nación	33 835	35 555	7.5	6.0	5.1
Transferencias de Clientes	197 198	264 422	43.7	44.5	34.1
Otros	-	2 860	-	0.5	-
Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores	1 944	4 677	0.4	0.8	140.6
Renta variable	1 944	3 131	0.4	0.5	61.1
Renta fija	0	1 547	0.0	0.3	-
<b>Banco de la Nación</b>	<b>44 559</b>	<b>27 816</b>	<b>9.9</b>	<b>4.7</b>	<b>-37.6</b>
Compra-Venta de M/E	10 683	6 533	2.4	1.1	-38.8
Transferencias	33 876	21 283	7.5	3.6	-37.2
<b>Cofide, Financieras y Cajas</b>	<b>10 895</b>	<b>13 079</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>20.0</b>
<b>Total</b>	<b>451 597</b>	<b>594 686</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>31.7</b>

A nivel desagregado, este comportamiento se explica por el aumento de las transferencias de clientes de los bancos, que registraron una expansión de 34,1 por ciento en moneda nacional y de 28,7 por ciento en moneda extranjera y de los préstamos y devoluciones interbancarios que crecieron en 60,2 por ciento y 10,6 por ciento, respectivamente.

Mención aparte merece las operaciones del módulo de compra y venta de moneda extranjera cuyo valor se incrementó en 28,0 por ciento, revirtiendo el comportamiento registrado hasta junio (-14,3 por ciento) por el incremento de las operaciones de las empresas bancarias durante el segundo semestre de 2007 (125,4 por ciento). Las operaciones del Banco de la Nación en el mencionado módulo se redujeron en 38,8 por ciento, disminución que tuvo un efecto mínimo, dado que sus operaciones representan un bajo nivel en el total de transacciones procesadas en dicho módulo.

Transferencias de Alto Valor en Moneda Extranjera  
(millones de dólares)

	2006	2007	Estructura (%)		Var. (%)
			2006	2007	
<b>Empresas Bancarias</b>	<b>85 119</b>	<b>110 794</b>	<b>94.8</b>	<b>95.3</b>	<b>30.2</b>
Compra-Venta de M/E	21 855	30 894	24.3	26.6	41.4
Préstamos y Devoluciones interbancarios	9 928	10 984	11.1	9.5	10.6
Transferencias de Clientes	53 145	68 376	59.2	58.8	28.7
Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores	191	541	0.2	0.5	182.8
Renta variable	191	541	0.2	0.5	182.8
<b>Banco de la Nación</b>	<b>2 766</b>	<b>2 711</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>-2.0</b>
Compra-Venta de M/E	2 424	1 998	2.7	1.7	-17.6
Transferencias	342	713	0.4	0.6	108.5
<b>Cofide, Financieras y Cajas</b>	<b>1 919</b>	<b>2 721</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>41.8</b>
<b>Total</b>	<b>89 804</b>	<b>116 226</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>29.4</b>



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

6. **El monto liquidado a través del Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores de renta variable fue de S/. 3 131 millones en moneda nacional y US\$ 541 millones en moneda extranjera, lo que representa una expansión de 61,1 por ciento y 182,8 por ciento, respectivamente.** Este incremento se explica por el mayor volumen negociado en la Bolsa de Valores de Lima que refleja, entre otros, el alza de los precios internacionales de los metales y el desarrollo de los proyectos de inversión en minería. En tanto el Sistema de Liquidación Multibancaria de renta fija inició sus operaciones en julio de 2007, cerrando el año con S/. 1 547 millones por operaciones en moneda nacional.

## Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores emitidos por el Gobierno Nacional

Este nuevo sistema de liquidación inició sus operaciones en julio de 2007, como resultado de las múltiples coordinaciones entre el Banco Central y CAVALI, y de esta última con CONASEV. En enero de 2007, el Directorio de CONASEV aprobó la modificación del Reglamento Interno de CAVALI de modo tal que permita la liquidación en el Sistema LBTR de los valores emitidos por el Gobierno Nacional.

Los cambios efectuados en el Reglamento Interno de CAVALI hicieron posible que la liquidación de fondos de las operaciones con valores emitidos por el Gobierno Nacional registrados en CAVALI se realice a través del Sistema LBTR, negociadas en los Sistemas Centralizados de Negociación de Deuda Pública y otros sistemas de negociación y registro de operaciones<sup>5</sup>. El sistema centralizado que actualmente se emplea es el de la empresa Datos Técnicos S.A. (DATATEC).

A fin de implementar un sistema de entrega contra pago para la liquidación de valores emitidos por el Gobierno Nacional se conectó el sistema de registro de estos valores (CAVALI) con el LBTR. El esquema de liquidación de los bonos corresponde al Modelo 1<sup>6</sup> de entrega contra pago (DVP por sus siglas en inglés), en el que los fondos y los valores se liquidan en forma bruta (operación por operación), debido a que el monto de las transacciones son de alto valor. Este esquema elimina el riesgo de contraparte pues la entrega de valores se realiza simultáneamente con la entrega de fondos.

Este nuevo sistema de pago se une al ya existente Sistema Multibancario de Liquidación de Valores, que en la actualidad se utiliza para la liquidación de los valores de renta variable negociados en la Bolsa de Valores de Lima.

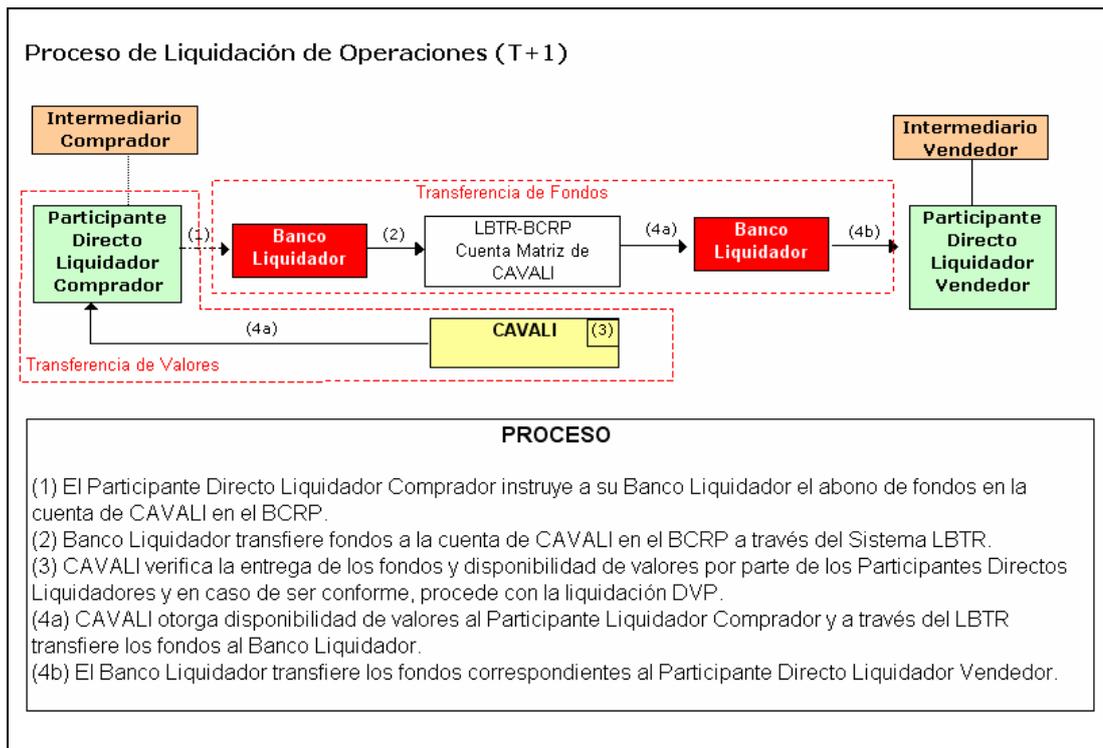
<sup>5</sup> No supervisados por la CONASEV.

<sup>6</sup> Existen 3 modelos de entrega contra pago: Modelo 1: El proceso de liquidación se realiza sobre una base individual, transacción por transacción, en que la entrega de los valores y pago se efectúan en tiempo real. Modelo 2: la entrega de valores se efectúa transacción por transacción, mientras que el pago de los fondos se efectúa sobre una base neta al final del día. Modelo 3: Tanto el pago como la entrega del valor se efectúa sobre una base neta.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



7. **A lo largo del día los bancos tienen que ejecutar una serie de operaciones en el sistema de pagos, por cuenta propia y de sus clientes, para lo cual necesitan contar con recursos suficientes en sus cuentas en el Banco Central.** Las transacciones realizadas a través del sistema LBTR pueden agruparse en tres grandes grupos: la liquidación de operaciones de la CCE, la liquidación de valores de renta fija y variable y las transferencias interbancarias por operaciones por cuenta propia o de terceros.

La capacidad con la que cuentan los bancos para cumplir con sus obligaciones de pagos, se analiza a través del siguiente ratio<sup>7</sup>:

$$\text{Ratio} = \frac{(\text{Liq CCE} + \text{Liq Valores} + \text{Transferencias LBTR})}{(\text{Fondos propios} + \text{activos líquidos})}$$

Inicialmente se mide la capacidad que tienen los bancos para cubrir los pagos con fondos propios<sup>8</sup>, un ratio mayor a la unidad indica que requieren fuentes alternativas de liquidez, distintas a la proveniente de sus fondos propios, para poder cubrir todos los pagos que se originan en los tres conceptos del numerador.

Dicho ratio, considerando solo los fondos propios en el denominador, fue para operaciones en moneda nacional de 3,3 en 2007, inferior al 5,2 registrado en el 2006, ello porque los fondos propios más que se duplicaron como reflejo del proceso de desdolarización, como se observa en el siguiente cuadro:

<sup>7</sup> Ver Choy, Marylin y Ayllón, Roy (2007) La Liquidez Intradiaria en el sistema de pagos en una economía dolarizada: La experiencia peruana. Banco Central de Reserva del Perú.

<sup>8</sup> Saldos en cuenta corriente al inicio del día más depósitos *overnight* del día anterior.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

Disponibilidad de fondos para cubrir pagos  
(Mill. S/. promedio diario)

	Fondos Propios MN (A)	Saldo promedio CDBCRP (B)	Fondos Propios ME (C)	Pagos en MN (D)	Pagos en ME (E)	Pagos (MN+ME) (F)	(D) / (A)	(D) / (A+B)	(F) / (A+B+C)
2000	118	1418	10770	1214	1163	2377	10.3	0.79	0.19
2001	144	1857	10713	1227	937	2165	8.5	0.61	0.17
2002	209	1995	11941	1471	1058	2528	7.0	0.67	0.18
2003	215	3273	11865	1274	1130	2404	5.9	0.37	0.16
2004	223	6060	10247	1376	923	2299	6.2	0.22	0.14
2005	354	9618	9825	1478	886	2365	4.2	0.15	0.12
2006	375	5571	13732	1945	1219	3163	5.2	0.33	0.16
2007	762	15244	11910	2493	1485	3978	3.3	0.16	0.14

Fuente: BCRP

Las facilidades financieras intradiarias es la modalidad empleada por el Banco Central para otorgar recursos al sistema de pagos, la cual es consistente con la operatividad del Banco en sus operaciones de mercado abierto y con los otros instrumentos que emplea para inyectar liquidez al sistema financiero. Así, los instrumentos que emplea el Banco Central para otorgar esta facilidad son básicamente los mismos con los que opera para inyectar liquidez en sus operaciones monetarias en el mercado de dinero, estos son: (1) las operaciones repo intradía, que consisten en la compra al inicio del día y la venta al cierre de operaciones del sistema de pagos, de valores de primera categoría (principalmente Certificados de Depósitos del BCRP – CDBCRP); y (2) operaciones *swap* intradía, similar al repo intradía, con la diferencia que en lugar de realizar la operación con valores, ésta se realiza con moneda extranjera.

Cabe señalar que la constitución de facilidades financieras intradiarias se ha reducido. Así, en el segundo semestre del 2007, la constitución de facilidades financieras intradiarias se redujo en 6,7 por ciento respecto del monto constituido en el mismo periodo de 2006, alcanzando un promedio diario de S/. 2 194 millones. Cabe mencionar que la utilización de las facilidades constituidas se ha reducido. Así pasó del 10,4 por ciento al 9,7 por ciento en dicho período. Sin embargo, el uso de facilidades puede ser mayor en un contexto estacional de pagos elevados (impuestos). Asimismo, puede alcanzar picos en determinadas horas del ciclo operativo diario.

Cabe resaltar que actualmente la constitución y uso de facilidades financieras intradiarias se realiza a través de *swaps*, debido a los altos recursos mantenidos por las instituciones financieras en el BCR en moneda extranjera<sup>9</sup> y a su facilidad operativa en comparación con los repos, en los que se necesita realizar el registro del cambio de propiedad. No obstante, la tenencia de CDBCRP en adición a los fondos propios en el denominador del mencionado ratio indica que los participantes del sistema tienen liquidez más que suficiente para realizar sus pagos en moneda nacional. Más aún el significativo incremento de los saldos de CDBCRP, como reflejo del proceso de desdolarización financiera, ha llevado a que las entidades cuenten con mayores recursos disponibles para realizar sus pagos. Como se observa en el siguiente gráfico.

<sup>9</sup>Consecuencia de los recursos de encaje requeridos por el BCRP.





Transferencias y liquidación en el LBTR a fondos propios + CDBCRP:  
Moneda Nacional



Fuente: BCRP

### Reducción de comisiones y montos mínimos en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)

Uno de los principios básicos<sup>10</sup> para los Sistemas de Pagos de Importancia Sistémica que el *Bank for International Settlements* (BIS) recomienda es que éstos ofrezcan mecanismos que sean **prácticos para sus usuarios y eficientes para la economía** (Principio Básico VIII). Un sistema de pagos es eficiente cuando minimiza los costos de la ejecución de los pagos con relación a los beneficios que brinda e incentiva a los usuarios a realizar sus transacciones eligiendo aquel instrumento que optimice su beneficio. Es práctico cuando satisface las demandas del mercado y se utiliza ampliamente. Consistente con este principio, el Banco redujo en agosto de 2007 las comisiones por transferencias vía BCR así como los montos mínimos para dichas transferencias.

#### Reducción de comisiones

El Banco ha trasladado a los usuarios del LBTR el beneficio de la reducción de sus costos operativos por mejoras tecnológica. Así, se disminuyó el cargo fijo mensual y la comisión variable promedio que se cobra a las empresas financieras participantes en el sistema en 36 por ciento y 43 por ciento, respectivamente. El primero se redujo a S/. 525,00 y la segunda se estableció en S/. 4,00 para aquellas transacciones realizadas antes de las 15:00 horas y de S/. 6,00 para las que se realizan luego de dicha hora.

#### Reducción de montos mínimos

Simultáneamente, a fin de ampliar la cobertura del servicio que presta el LBTR a una mayor cantidad de agentes económicos, el Banco redujo el monto mínimo para realizar transferencias a través de este sistema desde S/. 15 000 a S/. 10 000 y desde US\$ 5 000 a US\$ 3 500. Así, este servicio de transferencia se acerca a un mayor número de usuarios, facilitándoles evitar el inconveniente de retirar dinero de un banco para depositarlo en otro, con los riesgos y costos que ello implica.

<sup>10</sup> BIS (2001) Principios Básicos para Sistemas de Pago Sistemáticamente Importantes.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## I.1.2 Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos

8. Los pagos procesados en la CCE y en los otros sistemas de pagos (intrabancarios y los realizados con tarjeta de débito y crédito) crecieron en 13,1 por ciento y 14,1 por ciento en monto y número de transacciones, respectivamente.

Las transacciones electrónicas que se procesan a través de la CCE son operaciones interbancarias y representan el 4,3 por ciento del número de transacciones totales, lo que equivale a una expansión de 6,8 por ciento respecto a 2006. Los instrumentos compensables que en la actualidad se procesan en la CCE son el cheque y la transferencia de crédito, siendo el primero el de mayor utilización. Sin embargo, paulatinamente se ha visto mermado su uso producto de la expansión de las transferencias como instrumento de pago, el número de transacciones de estas últimas se incrementaron en 39,9 por ciento, alcanzando una participación de 11,8 por ciento en las operaciones de la CCE.

Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos  
(millones de soles)

	2006	2007	Estructura %		Variación (%)
			2006	2007	
<b>CCE y Otros Sistemas de Pagos</b>	<b>558 919</b>	<b>620 133</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>11.0</b>
<b>CCE<sup>1/</sup></b>	<b>133 435</b>	<b>150 885</b>	<b>23.9</b>	<b>24.3</b>	<b>13.1</b>
Cheques	127 539	143 157	95.6	94.9	12.2
Transferencias de Crédito <sup>2/</sup>	5 896	7 728	4.4	5.1	31.1
<b>Operaciones Intrabancarias<sup>3/</sup></b>	<b>415 203</b>	<b>455 893</b>	<b>74.3</b>	<b>73.5</b>	<b>9.8</b>
Cheques	201 942	233 616	48.6	51.2	15.7
Cobrados en Ventanilla	121 485	137 915	29.3	30.3	13.5
Depositados en Cuenta	80 457	95 701	19.4	21.0	18.9
Débitos en la misma entidad <sup>4/</sup>	15 124	15 728	3.6	3.5	4.0
Transferencias en la misma entidad*	84 165	90 255	20.3	19.8	7.2
<b>Otros Sistemas de Pago</b>	<b>10 281</b>	<b>13 356</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>29.9</b>
Pagos por Tarjeta de Débito*	2 582	3 721	25.1	27.9	44.1
Pagos por Tarjeta de Crédito	7 699	9 635	74.9	72.1	25.2

1/.Cámara de Compensación Electrónica, encargada de la compensación de pagos interbancarios.

2/.Instrumento compensable interbancario que implica transferencia de fondos entre clientes de distintas instituciones financieras.

3/.Operaciones de pagos realizadas por clientes de una misma institución financiera.

4/.Instrumento que permite debitar de manera periódica la cuenta de un cliente a favor del receptor de los fondos.

\* Cifras preliminares para el 2007



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Cámara de Compensación Electrónica y Otros Sistemas de Pagos (miles de transacciones)

	2006	2007	Estructura %		Variación (%)
			2006	2007	
<b>CCE y Otros Sistemas de Pagos</b>	<b>192 802</b>	<b>219 892</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>14.1</b>
<b>CCE<sup>1/</sup></b>	<b>8 913</b>	<b>9 522</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>6.8</b>
Cheques	8 111	8 399	91.0	88.2	3.6
Transferencias de Crédito <sup>2/</sup>	802	1 123	9.0	11.8	39.9
<b>Operaciones Intrabancarias<sup>3/</sup></b>	<b>102 684</b>	<b>108 591</b>	<b>53.3</b>	<b>49.4</b>	<b>5.8</b>
Cheques	40 981	43 529	39.9	40.1	6.2
Cobrados en Ventanilla	29 665	31 039	28.9	28.6	4.6
Depositados en Cuenta	11 316	12 490	11.0	11.5	10.4
Débitos en la misma entidad <sup>4/</sup>	7 846	8 498	7.6	7.8	8.3
Transferencias en la misma entidad*	53 856	56 565	52.4	52.1	5.0
<b>Otros Sistemas de Pago</b>	<b>81 206</b>	<b>101 779</b>	<b>42.1</b>	<b>46.3</b>	<b>25.3</b>
Pagos por Tarjeta de Débito*	23 649	34 615	29.1	34.0	46.4
Pagos por Tarjeta de Crédito	57 556	67 164	70.9	66.0	16.7

1/.Cámara de Compensación Electrónica, encargada de la compensación de pagos interbancarios.

2/.Instrumento compensable interbancario que implica transferencia de fondos entre clientes de distintas instituciones financieras.

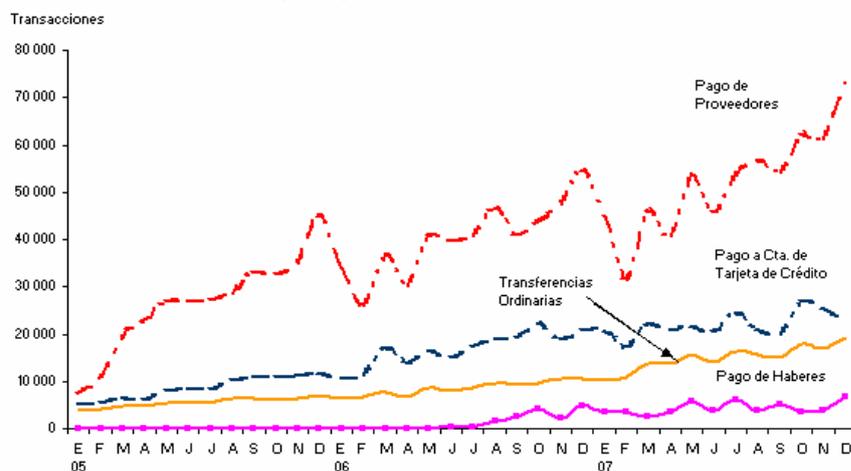
3/.Operaciones de pagos realizadas por clientes de una misma institución financiera.

4/.Instrumento que permite debitar de manera periódica la cuenta de un cliente a favor del receptor de los fondos.

\* Cifras preliminares para el 2007

Cabe resaltar que la tendencia creciente del uso de las transferencias de crédito se explica por las operaciones que el gobierno canaliza vía la CCE, puesto que a través de ella realiza sus principales pagos (a proveedores y remuneraciones). El pago a proveedores representa el 30 por ciento de las operaciones realizadas con transferencias de crédito.

Transferencias de crédito por Tipo (MN+ME)



9. **Un factor que explica que no haya un mayor uso de la CCE son las operaciones de pago entre clientes dentro de la misma institución (intrabancarios) ya sea con cheques o con transferencias.**

El número de transacciones intrabancarias representa el 49,4 por ciento del número de transacciones hechas por estos medios de pagos, expandiéndose en 5,8 por ciento. El instrumento de pago intrabancario más dinámico en el 2007 fue el cheque. La elevada participación de los sistemas intrabancarios en el monto y número de transacciones de estos sistemas de pagos es un reflejo del grado de concentración de depósitos presente en el mercado bancario. A



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

ello se une la falta de difusión entre los clientes de los medios interbancarios de pago.

10. Por otra parte, los sistemas de tarjetas de débito y crédito procesan principalmente operaciones de liquidación de las redes de VISA, MASTERCARD, etc. El número de operaciones con dichas tarjetas crecieron en 25,3 por ciento en 2007. **Cabe indicar que las tarjetas de crédito son el medio de pago plástico preferido, pues el 66 por ciento de las operaciones por este sistema son realizadas con dicha tarjeta.** Sin embargo, su mayor utilización se encuentra condicionada a la cantidad de establecimientos que cuenten con la infraestructura adecuada para su aceptación.
11. **Es objetivo del Banco Central impulsar el uso de instrumentos de pagos más seguros y eficientes, por ello se tiene previsto incentivar las operaciones de la CCE;** para lo cual se debe involucrar a entidades que cuenten con menor infraestructura y que necesiten trasladar dinero entre clientes de distintas entidades, con lo que se favorecerá la desconcentración de operaciones. Ante ello, el BCRP ha autorizado la participación de entidades financieras no bancarias en la CCE y se espera que inicien operaciones en los próximos meses.

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

12. **Para el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la economía en general, es imprescindible contar con sistemas de pagos seguros y eficientes, ya que éstos permiten que las transacciones se realicen con prontitud y seguridad.**

Los participantes en los sistemas de pago pueden estar expuestos a diversos riesgos, como son los riesgos financieros (liquidez y crédito). Más aún, si el valor de los pagos procesados por un sistema de pagos fuera lo suficientemente elevado, individualmente, de manera agregada, o en relación a los recursos disponibles de los participantes del sistema, entonces problemas de liquidez en un participante podrían transmitirse directa y rápidamente a los otros participantes, e incluso propagarse a otros sistemas y afectar al sistema financiero en su conjunto (riesgo sistémico). Del mismo modo, los riesgos operativos (continuidad operativa) podrían llevar, en un extremo, a una situación similar.

Por tanto, es indispensable que los sistemas de pagos estén bien diseñados y que sean sólidos. Es por ello que el Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements* - BIS) ha publicado los Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica, con la finalidad de promover estándares mínimos para el diseño y funcionamiento de sistemas de pago seguros y eficientes.

13. El Banco desempeña cuatro roles dentro de los sistemas de pagos:
  - Regulador.
  - Proveedor de servicios de transferencias y liquidación en el Sistema LBTR.
  - Usuario de los servicios de canje y compensación.
  - Promotor del uso de pagos electrónicos seguros y eficientes.





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

Como regulador emite la normatividad referida a estos sistemas. Por su parte, los servicios de transferencia y liquidación se efectúan en el BCR, debido a la reducción de riesgos que implica la utilización de las cuentas que las entidades financieras mantienen en él.

14. **Dentro de los objetivos estratégicos del BCR se encuentra el fomento al uso de los instrumentos electrónicos de pago interbancario, con lo cual se reduce tanto los costos como los riesgos del público en sus operaciones de pago.** En especial, el Banco busca una mayor difusión del sistema de pago interbancario entre los clientes del sistema financiero.

Finalmente, se tiene previsto continuar con el proceso de modernización de los sistemas de pagos y trabajar continuamente para mantener la eficiencia y seguridad operativa del Sistema LBTR. En esta tarea es fundamental el concurso de las instituciones financieras, a fin de facilitar las coordinaciones para la introducción de mejoras al sistema.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## II. SISTEMA FINANCIERO

### II.1 Principales Desarrollos

15. A diciembre de 2007, el sistema financiero continuó mostrando un importante dinamismo en un contexto de aumento de la demanda interna. En los últimos 12 meses, sus activos se elevaron en 37,5% (aislando el efecto cambiario), tasa significativamente superior a la registrada en años previos, destacando el incremento de los activos en moneda nacional como resultado del dinamismo de las colocaciones, en particular las dirigidas al segmento *retail*<sup>11</sup>. Asimismo, se observó un importante incremento de las inversiones en moneda nacional como resultado de las mayores compras de CDBCRP.

Por el lado de los pasivos, se observó que el fondeo provino de los depósitos, principalmente los denominados en moneda nacional que se elevaron en mayor proporción que los de moneda extranjera, así como del importante incremento de los adeudados al exterior.

#### Balance General del Sistema Financiero En millones de S/.

	Dic. 04	Dic. 05	Dic. 06	Dic.07	Flujo Anual		
					Dic.05/ Dic.04	Dic.06/ Dic.05	Dic.07/ Dic.06
<b>Var.% anual de los activos*</b>	<b>7,6</b>	<b>22,0</b>	<b>11,2</b>	<b>37,5</b>			
<b>Activos</b>	<b>74 484</b>	<b>93 287</b>	<b>99 644</b>	<b>132 814</b>	<b>18 803</b>	<b>6 357</b>	<b>33 170</b>
Fondos disponibles	15 830	24 371	24 815	31 155	8 541	444	6 339
MN	3 805	6 492	9 670	14 105	2 687	3 178	4 435
ME (mill. US\$)	3 664	5 213	4 739	5 691	1 549	-474	952
Inversiones	11 299	13 100	12 978	21 806	1 801	-122	8 828
MN	6 928	8 596	10 120	19 126	1 669	1 524	9 005
ME (mill. US\$)	1 332	1 313	894	895	-19	-419	0
Colocaciones	39 827	48 272	55 435	73 993	8 445	7 163	18 558
MN	12 491	17 396	23 523	33 401	4 905	6 127	9 878
ME (mill. US\$)	8 329	9 002	9 985	13 549	673	983	3 564
Otros activos	7 527	7 544	6 415	5 860	16	-1 128	-555
<b>Pasivos</b>	<b>65 802</b>	<b>83 530</b>	<b>88 994</b>	<b>120 091</b>	<b>17 729</b>	<b>5 463</b>	<b>31 097</b>
Depósitos	50 196	59 632	65 648	80 027	9 436	6 016	14 379
MN	19 246	23 483	28 803	38 368	4 237	5 320	9 565
ME (mill. US\$)	9 430	10 539	11 528	13 905	1 109	989	2 376
Valores en circulación	2 106	2 301	2 421	2 958	195	120	537
MN	578	641	947	1 302	62	306	356
ME (mill. US\$)	465	484	461	553	19	-23	91
Pasivos con el exterior	2 564	4 135	3 526	13 189	1 570	-609	9 663
Depósitos (mill. US\$)	37	258	147	110	221	-111	-37
Adeudados (mill. US\$)	744	947	956	4 292	203	9	3 336
Adeudado a Cofide	2 116	2 906	3 074	1 999	790	168	-1 076
MN	228	304	457	600	76	153	143
ME (mill. US\$)	575	759	819	467	183	60	-352
Otros pasivos	8 820	14 556	14 325	21 919	5 736	-231	7 594
<b>Patrimonio contable</b>	<b>8 682</b>	<b>9 756</b>	<b>10 650</b>	<b>12 723</b>	<b>1 074</b>	<b>894</b>	<b>2 073</b>
<b>Pasivos + patrimonio</b>	<b>74 484</b>	<b>93 287</b>	<b>99 644</b>	<b>132 814</b>	<b>18 803</b>	<b>6 357</b>	<b>33 170</b>

\* En cada período los activos del sistema financiero se contabilizan al tipo de cambio de diciembre de 2004 (S/3,282 por US\$1)

<sup>11</sup> Incluye a los créditos de consumo, microempresa e hipotecario.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

16. **Los indicadores de solvencia, calidad de cartera, eficiencia y rentabilidad de las entidades del sistema financiero continuaron mostrando una evolución favorable.** Entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007, la cartera morosa como porcentaje de las colocaciones se redujo de 4,3% a 3,0% (como resultado del incremento de las colocaciones); las provisiones específicas para cartera morosa se elevaron de 72,8% a 82,2% de dicha cartera; y la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) se elevó de 21,5% a 26,5%.

## PRINCIPALES INDICADORES DE LAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO

Porcentajes

	Diciembre 2006							Diciembre 2007						
	Bancos	Financier.	CM <sup>1</sup>	CRAC	Edpymes	Banco Nación	TOTAL	Bancos	Financier.	CM <sup>1</sup>	CRAC	Edpymes	Banco Nación	TOTAL
Cartera pesada <sup>2</sup> / Coloc.brutas	1,7	2,7	4,2	6,5	4,5	1,7	2,0	1,3	2,4	3,8	5,4	3,5	2,4	1,6
Cartera morosa <sup>3</sup> / Coloc.brutas	4,3	4,5	6,0	12,0	5,2	1,8	4,3	2,8	3,2	5,3	8,9	4,0	2,4	3,0
Provisiones específicas / Cartera morosa	69,9	99,6	86,2	58,8	86,5	98,2	72,8	79,1	135,4	91,6	63,3	86,6	129,7	82,2
Cartera morosa neta <sup>4</sup> / Patrimonio	7,8	0,1	3,7	28,5	2,4	0,1	6,4	3,9	-5,4	2,0	17,4	2,2	-1,1	3,1
Gasto prov.esp. / (Margen finac + ing.no financ.)	11,9	18,3	12,7	8,5	12,4	0,1	10,9	11,0	18,1	12,2	8,8	13,3	1,5	10,2
Gastos operat. / (Margen finac+ing.no financ.)	51,8	51,0	48,2	63,1	65,9	73,1	54,6	49,7	56,3	50,9	62,5	60,9	67,6	52,6
Colocaciones brutas / Número de personal (Miles S/.)	1,8	0,7	0,8	0,4	0,4	0,4	1,4	2,0	0,5	0,8	0,4	0,4	0,6	1,5
Utilidad / Activo promedio (ROA)	2,3	7,1	4,7	3,2	3,4	0,6	2,3	2,7	4,6	4,3	3,2	4,2	1,9	2,7
Utilidad / Patrimonio promedio (ROE)	23,8	38,3	28,4	25,0	12,8	5,0	21,5	28,2	23,8	25,5	23,5	18,9	20,4	26,5
Dolarización de las colocaciones <sup>5</sup>	63,5	9,4	31,8	27,5	27,3	0,0	57,6	60,4	8,7	25,8	17,7	22,3	0,0	54,9
Dolarización de los depósitos <sup>6</sup>	64,9	4,0	31,4	31,6	--	10,0	56,1	65,3	7,2	23,1	22,0	--	9,6	52,1

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

2/ Créditos vencidos y en cobranza judicial.

3/ Créditos vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados.

4/ Neta de provisiones específicas. En el caso de los bancos, la cartera morosa incluye además bienes adjudicados y en fideicomisos.

5/ Excluye créditos al Gobierno Central del Banco de la Nación.

6/ Solo considera los depósitos del sector privado en el Banco de la Nación.

17. **Se mantuvo el dinamismo de las colocaciones, principalmente las correspondientes a moneda nacional, destacando los créditos de consumo que registraron una tasa de crecimiento de 41,2% en esa moneda.** Los créditos comerciales mantuvieron la tendencia creciente de los últimos meses, en particular los correspondientes a moneda extranjera, como resultado de una mayor demanda de recursos para financiar operaciones de arrendamiento financiero y créditos sindicados. El dinamismo de los créditos *leasing* se explicó por la mayor demanda de los sectores manufactura, transporte, actividades inmobiliarias y electricidad, que prefieren utilizar este mecanismo de financiamiento para la expansión de su capacidad de planta.
18. **Los depósitos siguieron siendo la principal fuente de fondos.** Los depósitos en moneda nacional fueron los que registraron una mayor tasa de crecimiento como resultado de los mayores depósitos de las empresas, las que habrían incrementado sus saldos operativos por el mayor dinamismo de la economía nacional. Por su parte, los adeudados al exterior en el sistema financiero se elevaron significativamente en los últimos 12 meses (US\$ 3 336 millones), principalmente en la banca que incrementó su exposición externa como proporción del patrimonio de 39% en diciembre de 2006 a 130,5% en diciembre de 2007.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

No obstante, se debe señalar que, a diferencia del año 1998<sup>12</sup>, la economía peruana se encuentra en una posición menos vulnerable, dado que a diciembre de 2007 se contaban con reservas internacionales netas por cerca de US\$ 28 mil millones (versus US\$ 10 399 en junio de 1998) y la posición de cambio del Banco Central superaba los US\$ 19 mil millones (versus US\$ 2 241 millones en junio de 1998)<sup>13</sup>.

19. **Las tasas de interés registraron en general una tendencia decreciente, tanto en moneda nacional como extranjera.** Las excepciones a esta tendencia, en el caso de moneda nacional, fueron las tasas de créditos de consumo de las empresas financieras y de las edpymes, así como las de créditos comerciales de las cajas rurales. Por su parte, en moneda extranjera, las tasas de interés de créditos de consumo de la banca, cajas municipales y edpymes, así como las de créditos hipotecarios de la banca y las de créditos comerciales de las edpymes mostraron una tendencia creciente.

## Tasas de Interés Activas

Entidad	Tasas de interés activas en moneda nacional (%)								Variación (Pbs)			
	Dic.06				Dic.07				Dic.07/Dic.06			
	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.
Banca	9,2	37,6	38,4	10,0	8,9	34,4	34,6	9,3	-28,0	-320,0	-376,0	-70,0
CM	26,9	47,8	32,1	25,5	24,5	44,8	30,2	19,4	-246,0	-304,0	-193,0	-607,0
CRAC	22,5	52,7	32,3	-	22,9	45,4	30,0	-	38,0	-730,0	-225,0	-
Financieras	-,-	-,-	53,7	-,-	-,-	-,-	70,1	-,-	-,-	-,-	1635,0	-,-
Edpymes	36,3	53,8	74,8	-,-	33,3	49,1	75,5	11,9	-298,0	-471,0	71,0	-,-

Entidad	Tasas de interés activas en moneda extranjera (%)								Variación (Pbs)			
	Dic.06				Dic.07				Dic.07/Dic.06			
	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.	Com.	MES	Cons.	Hip.
Banca	9,6	24,8	15,1	9,2	9,1	20,5	15,9	9,6	-54,0	-429,0	80,0	32,0
CM	17,7	24,6	19,9	13,3	16,1	24,5	21,0	12,4	-159,0	-9,0	110,0	-89,0
CRAC	17,3	24,4	23,1	12,0	17,3	24,3	20,3	11,1	-5,0	-11,0	-282,0	-95,0
Financieras	-,-	-,-	12,7	-,-	-,-	-,-	10,8	-,-	-,-	-,-	-195,0	-,-
Edpymes	19,7	28,3	26,9	-,-	21,0	21,0	27,5	12,2	133,0	-732,0	60,0	-,-

Com.= comercial; MES = microempresa; Cons.= consumo; Hip.= hipotecario

Fuente: SBS

20. **Durante el año 2007, ingresaron nuevas entidades al sistema financiero y se otorgó autorización para el funcionamiento de nuevas empresas para el año 2008.** Financiera CMR se transformó en Banco Falabella Perú S.A. y comenzó a operar como tal a partir de junio de 2007; el Banco Santander Perú S.A. inició operaciones en octubre de 2007; y en noviembre de 2007 Financiera Cordillera fue autorizada a iniciar operaciones como Banco Ripley S.A. a partir de enero de 2008.

Por su parte, en agosto de 2007 se autorizó la organización de la empresa financiera Edyficar S.A. (que se transformó de edpyme a financiera, y cuya autorización de funcionamiento se otorgó en marzo de 2008) y del Banco Azteca del Perú S.A. (el mismo que inició operaciones en enero de 2008). En octubre de 2007 se otorgó la autorización de organización a Deutsche Bank Peru S.A.

<sup>12</sup> En la segunda mitad del año 1998 se produjo la cancelación de una parte de las líneas de crédito con el exterior de la banca, lo que desencadenó la crisis bancaria de fines de la década de los noventa.

<sup>13</sup> La tendencia creciente de los indicadores de liquidez internacional ha continuado en lo que va del año. Así, al 26 de marzo de 2008, las reservas internacionales netas alcanzaron los US\$ 33 565 millones; mientras que la posición de cambio, los US\$ 26 611 millones.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## II.2 Tamaño, Estructura y Competencia

21. **El sistema financiero está compuesto por 56 instituciones** entre bancos, financieras, cajas municipales (CM), cajas rurales (CRAC), entidades de desarrollo de la pequeña y micro empresa (edpymes) y el Banco de la Nación. La banca concentra el 78,7% del total de activos y el 87,2% de las colocaciones.

El número de préstamos otorgados por el sistema financiero alcanzó los 6,2 millones, de los cuales el 62% correspondió a la banca. El número de préstamos se elevó en 15,2% (815 mil) en los últimos 12 meses, explicado por el aumento de préstamos de consumo (511 mil). Al respecto, se debe señalar que la información sobre el número de préstamos sobreestimaría el número real de deudores, en la medida que un mismo deudor puede tener más de un crédito con una misma entidad y/o créditos con varias entidades a la vez.

Número de instituciones financieras

	Dic.2005	Dic.2006	Dic.2007
<b>Total</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>56</b>
Bancos	12	11	13
Finan.	3	4	3
CM*	14	13	13
CR	12	12	12
Edpyme	14	13	14
Nación	1	1	1

\* Incluye Caja Metropolitana de Crédito de Lima

El número de oficinas se incrementó en 293 y el número de empleados en 7 596, como resultado del mayor desarrollo de los sectores microempresa y consumo.

22. **La banca está compuesta por 13 entidades, tres de las cuales concentran el 66,7% de las colocaciones y el 69,9% de los depósitos del sistema financiero.** Los activos de la banca alcanzaron S/. 105 mil millones, lo que representó un incremento de 32,6% en los últimos doce meses. Dentro de la estructura de activos, destacó el aumento de las inversiones en moneda nacional, mientras que por el lado del pasivo, destacó el crecimiento de los adeudados al exterior.

El ingreso de nuevas entidades al sistema bancario (Ripley y Azteca) a partir de enero de 2008 promoverá una mayor competencia, sobretodo en los segmentos de microempresa y consumo; a lo cual también contribuirá la conversión a empresa financiera de la edpyme Edyficar. Asimismo, la entrada de Deutsche Bank Peru S.A. impulsará la competencia en el sector comercial (en especial, el corporativo), con impacto importante en el desarrollo del mercado de capitales.

23. **A diciembre de 2007, operaban tres empresas financieras con activos por S/. 1 190 millones, lo que representó el 0,9% del total de activos del sistema financiero.** Cabe señalar que con el inicio de operaciones de Financiera Cordillera como banco Ripley, la participación de las empresas financieras respecto al total del sistema financiero se reducirá



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

considerablemente, particularmente en los créditos de consumo, lo que se compensaría parcialmente con el inicio de operaciones de Edyficar como empresa financiera.

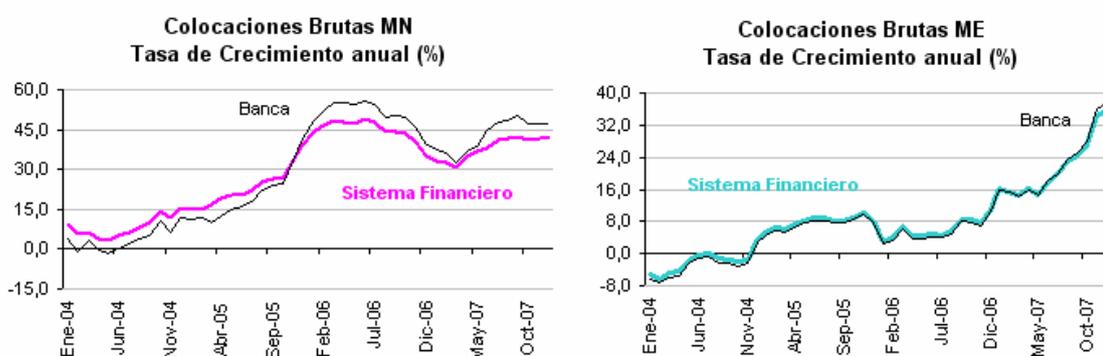
24. **Las Cajas Municipales que operaban a diciembre de 2007, 13 incluida la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima (CMCPL), concentraron el 4,1% de los activos del sistema financiero.** Esta participación se elevó a 5,1% para las colocaciones totales y a 29,9% para las colocaciones a microempresas.

El ingreso de algunas de estas entidades a operar en Lima Metropolitana introdujo mayor competencia para la banca en la captación de depósitos a plazo y de cuentas CTS, en la medida que las tasas ofrecidas por las CM son significativamente superiores a las de la banca. Así, las CM registraron tasas de crecimiento en los últimos doce meses para los depósitos CTS de 118% en moneda nacional y 44% en moneda extranjera.

25. **Las Cajas Rurales están compuestas por 12 entidades, con una participación de 0,8% sobre el total de activos del sistema financiero a diciembre de 2007,** la que aumenta a 1,1% para las colocaciones totales y a 6,0% para los créditos a la microempresa.
26. **A diciembre de 2007, operaban 14 edpymes que alcanzaron una participación de 1,6% en el total de activos del sistema financiero, superando así a las cajas rurales y a las financieras.** Es importante destacar el dinamismo mostrado por estas entidades, que en los últimos doce meses registraron la mayor tasa de crecimiento de activos en el sistema (51,4%).

## II.3 Colocaciones

27. **Las colocaciones del sistema financiero mantuvieron la tendencia creciente de años anteriores.** Así, las colocaciones en moneda nacional se elevaron en 42,0% en los últimos 12 meses, mientras que las de moneda extranjera en 35,7%.



En los últimos dos meses, las colocaciones en moneda extranjera crecieron a un mayor ritmo que el registrado en meses previos, principalmente los créditos comerciales de la banca, lo que conllevó una ligera elevación en el nivel de dolarización de los créditos de 54,1% en octubre de 2007 a 54,9% en



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

diciembre de 2007. Esta evolución reflejaría la tendencia creciente en la apreciación del nuevo sol, acentuada desde setiembre último.

La evolución de las colocaciones del sistema financiero se explicó principalmente por el comportamiento de la banca. Cabe resaltar que las edpymes mostraron un importante dinamismo, principalmente en los créditos hipotecarios y comerciales en moneda nacional.

## II.3.1 Empresas no financieras

28. **Los créditos comerciales y a la microempresa se elevaron en 38,4% en moneda nacional y en 43,4% en moneda extranjera;** este último aumento es explicado por las mayores colocaciones en dólares de la banca y de las edpymes ocurridas en los primeros nueve meses del año.

### Créditos comerciales

29. En los últimos 12 meses, los créditos comerciales se elevaron principalmente como resultado de las mayores colocaciones en moneda extranjera (44,8%), siendo los sectores de manufactura no primaria y de comercio los que registraron la mayor demanda por estos créditos.

La banca explicó el 97,5% del total de estos créditos (de los cuales tres bancos concentraron el 81%), los que se encuentran denominados principalmente en moneda extranjera (71% del total).

En moneda nacional destacó el incremento de los créditos por arrendamiento financiero, avances en cuenta corriente, *lease-back* y *factoring*; mientras que en moneda extranjera, el crecimiento se dio en los créditos sindicados, avances en cuenta corriente y arrendamiento financiero. Los sectores que financiaron sus operaciones mediante arrendamiento financiero fueron manufactura, electricidad y transporte.

Sistema Financiero	Variación Anual: Dic.07 - Dic.06				Participación %			
	Moneda nacional		Moneda extranjera		Moneda nacional		Moneda extranjera	
	%	Mill. S/.	%	Mill. US\$	Dic. 06	Dic. 07	Dic. 06	Dic. 07
<b>Créditos comerciales vigentes</b>								
Avances en cuenta corriente	123,8	352,9	79,8	60,9	3,3	5,3	1,1	1,4
Descuentos	25,1	200,1	12,8	68,2	9,3	8,4	7,5	6,3
Préstamos	32,2	1 705,3	13,5	414,6	61,5	58,6	43,2	36,7
Factoring	41,0	80,9	5,4	4,5	2,3	2,3	1,2	0,9
Arrendamiento financiero	173,9	633,4	69,5	795,2	4,2	8,4	16,0	20,4
Lease back	88,8	104,6	19,2	39,8	1,4	1,9	2,9	2,6
Sindicados	4,6	32,4	106,7	395,7	8,2	6,1	5,2	8,1
Comercio exterior	34,7	164,4	38,7	583,1	5,5	5,3	21,1	22,0
Otros	18,1	68,0	13,7	18,1	4,4	3,7	1,9	1,6

### Créditos a la microempresa

30. En el último año, los créditos a la microempresa se elevaron en 42,2% en moneda nacional y en 19,7% en moneda extranjera, destacando el dinamismo mostrado por las cajas rurales y las edpymes. Sin embargo, la banca mantuvo una participación mayoritaria en el total de estos créditos (51,3%).

Las tasas de interés asociadas a estos créditos fluctuaron entre 34,4% y 49,1% para moneda nacional y entre 20,5% y 24,5% para moneda extranjera. En moneda nacional las edpymes registraron las tasas de interés más elevadas,



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

mientras que en moneda extranjera las cajas municipales ofrecieron en promedio créditos más caros; por su parte, la banca ofreció las tasas más bajas en ambas monedas.

## CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA DEL SISTEMA FINANCIERO Diciembre 2007 (Millones de S/.)

	Empresas Bancarias	CM*	CRAC	Edpymes	TOTAL
Total	3 702	2 161	434	926	7 223
Moneda nacional	2 828	1 816	381	756	5 782
Moneda extranjera (mill. US\$)	292	115	18	57	481
Tasa de crecimiento anual MN (%)	44,3	32,8	57,2	52,2	42,2
Tasa de crecimiento anual ME (%)	30,8	-2,2	-13,2	38,7	19,7
Tasa de dolarización (%)	23,6	15,9	12,2	18,4	20,0

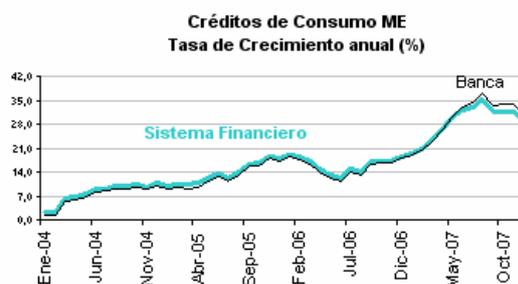
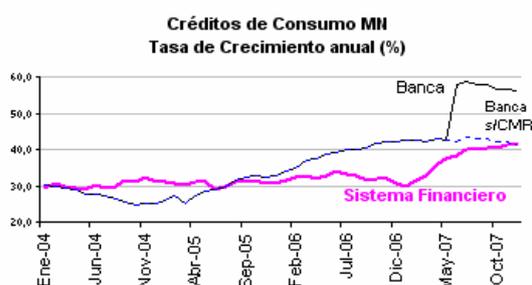
\* Incluye a las CMAC y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima

## II.3.2 Hogares

31. El crédito hacia los hogares mantuvo un importante dinamismo, impulsado por la mayor demanda por créditos de consumo e hipotecarios.

### Créditos de consumo

32. Se mantuvo la tendencia creciente de los créditos de consumo observada en los últimos años, los que se elevaron en S/. 4 556 millones (38,9%) en los últimos 12 meses, destacando el incremento de los créditos en moneda nacional cuya tasa de crecimiento superó a la del sistema financiero. En moneda extranjera, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento desde octubre de 2007, explicada en parte por el aumento de las tasas de interés en dicha moneda.



Por otro lado, el número de préstamos de consumo se elevó en 523 mil, con lo cual el crédito promedio pasó de S/. 2 865 en diciembre de 2006 a S/. 3 504 en diciembre de 2007.

Del total de colocaciones de consumo, el 33,5% corresponde a créditos mediante la modalidad de tarjetas de crédito. Al respecto, en el último año se ha observado una mayor utilización del retiro en efectivo con tarjeta de crédito, que pasó de 12,5% en diciembre de 2006 a 15,5% en diciembre de 2007.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

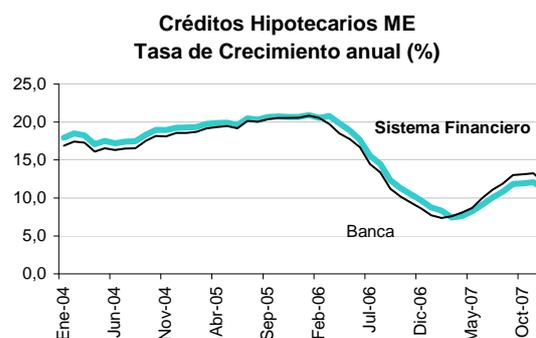
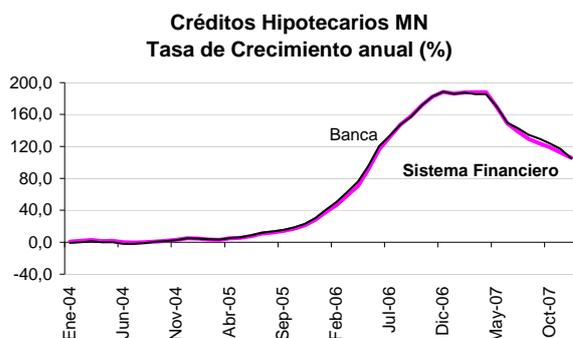
Diciembre de 2007

S/. 335 millones a S/. 432 millones, monto que incluye compras de cartera que efectúan las entidades financieras a sus clientes.

Cabe señalar que los créditos vehiculares en moneda extranjera de la banca se incrementaron de US\$ 153 millones en junio de 2007 a US\$ 196 millones en diciembre de 2007, cifra equivalente al 22% de los créditos de consumo en dicha moneda<sup>14</sup>.

## Créditos hipotecarios

33. El dinamismo del sector construcción se vio reflejado en el aumento de la demanda por financiamiento para viviendas y proyectos inmobiliarios. En los últimos 12 meses, los créditos hipotecarios crecieron en 105,8% en moneda nacional y 11,2% en moneda extranjera. Sin embargo, en los últimos meses se ha desacelerado la tasa de crecimiento en moneda nacional y se ha incrementado la de moneda extranjera. La banca explica el 95,9% de estos créditos.



## II.3.3. Colocaciones por sector económico

34. **A nivel del sistema financiero, los sectores que concentraron la mayor parte de los créditos comerciales y a la microempresa fueron los de industria manufacturera y de comercio.** En particular, las cajas municipales elevaron la participación de sus colocaciones a la microempresa respecto al total de colocaciones de 49,8% en diciembre de 2006 a 50,3% en diciembre de 2007, destacando el financiamiento al sector comercio. Por su parte, las edpymes mantuvieron relativamente estable la participación de sus colocaciones a la microempresa, con alrededor del 78% del total de sus créditos, reduciendo el financiamiento al sector comercio en favor del sector transporte y comunicaciones.

<sup>14</sup> En junio de 2007, todos los bancos comenzaron a reportar las estadísticas de los créditos vehiculares. Cabe señalar que a diciembre de 2007 también se registraron créditos vehiculares en moneda nacional por S/. 57,7 millones.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

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

Sector económico	Diciembre-06				Diciembre-07			
	Banca	CM	CRAC	Edpymes	Banca	CM	CRAC	Edpymes
Créditos comerciales 2/	62,2	19,6	17,4	6,4	62,6	19,8	12,6	5,9
Créditos a la microempresa (MES)	5,6	49,8	48,2	78,6	5,7	50,3	53,4	77,8
<b>Créditos comerciales y MES</b>	<b>67,8</b>	<b>69,5</b>	<b>65,7</b>	<b>85,0</b>	<b>68,4</b>	<b>70,1</b>	<b>66,0</b>	<b>83,7</b>
Agropecuario	2,4	3,3	21,7	4,4	2,2	3,5	20,2	4,8
Pesca	2,7	0,7	0,6	0,3	2,0	1,0	0,3	0,2
Minería	3,8	0,1	0,1	0,1	4,4	0,2	0,2	0,1
Industria Manufacturera	21,6	4,9	2,6	7,3	22,1	4,9	2,4	7,7
Electricidad, Gas y Agua	4,0	0,0	0,0	0,0	3,6	0,0	0,0	0,0
Construcción	1,6	2,4	0,6	0,3	2,0	2,4	0,5	0,6
Comercio	14,4	37,3	22,8	52,1	14,0	37,9	24,9	47,1
Hoteles y Restaurantes	0,9	2,7	0,9	1,2	1,1	2,5	1,1	1,6
Transporte y Comunicaciones	4,5	7,4	3,9	6,5	4,9	7,6	5,6	8,0
Otras Actividades	11,7	10,6	12,3	12,8	10,6	10,0	10,7	13,4
<b>Créditos de consumo</b>	<b>17,4</b>	<b>26,5</b>	<b>28,8</b>	<b>9,8</b>	<b>18,9</b>	<b>26,1</b>	<b>30,1</b>	<b>13,0</b>
<b>Créditos hipotecarios</b>	<b>14,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>12,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>
<b>Total</b>	<b>100,0</b>							

1/ Las empresas financieras no tienen créditos comerciales ni MES, el 92% 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 No.808-2003). Esto implica que no haya una relación de sinonimia entre los crédito al sector comercio y los créditos "comerciales".

Fuente: SBS

Elaboración: BCRP

## II.3.4. Colocaciones por regiones

35. **A nivel de regiones, Lima concentró el 74% del total de las colocaciones del país, seguido de La Libertad (3,28%), Callao (2,92%) y Arequipa (2,86%).** Sin embargo, si se consideran las tasas de crecimiento de las colocaciones, el mayor dinamismo se dio al interior del país, siendo Moquegua (42%), Ayacucho (29,3%) y Madre de Dios (23,6%) las regiones que registraron los mayores incrementos.

Participación de las colocaciones por regiones

REGIONES	Diciembre-07						Var% dic07/ dic06
	Banca	Financieras	CMAC	CRAC	Edpymes	total	
Amazonas	0,03		0,85			0,07	14,0
Ancash	1,33		3,84	4,42	4,20	1,53	21,8
Apurímac	0,03		1,60	1,58	0,66	0,14	12,2
Arequipa	2,26		8,67	13,31	13,15	2,86	-7,1
Ayacucho	0,14		0,81	2,12	1,20	0,21	29,3
Cajamarca	0,69		5,04	7,09	3,57	1,03	0,0
Callao	3,22		0,11		0,22	2,92	-10,1
Cusco	0,73		6,04	8,55	2,02	1,12	3,0
Huancavelica	0,01		0,41	0,41	0,58	0,05	1,4
Huánuco	0,31		1,27		0,50	0,36	15,8
Ica	1,25		3,25	18,86	0,50	1,52	-5,8
Junín	0,93		5,87	2,66	10,92	1,36	7,7
La Libertad	2,89		8,70	11,96	3,71	3,28	-2,3
Lambayeque	1,72		6,17	3,58	5,71	2,02	-0,8
Lima	79,03	100,00	14,94	11,75	33,40	74,36	-0,2
Loreto	0,74		2,14	1,25		0,80	-0,9
Madre de Dios	0,04		2,60			0,18	23,6
Moquegua	0,45		1,95	0,06	1,33	0,54	42,0
Pasco	0,12		0,54		0,48	0,14	18,5
Piura	1,82		11,54	2,21	5,49	2,40	-2,2
Puno	0,52		4,79	2,80	6,75	0,86	9,8
San Martín	0,60		2,39	5,56	0,25	0,74	6,7
Tacna	0,47		3,01	1,07	3,81	0,66	2,8
Tumbes	0,22		2,52	0,60	0,20	0,35	1,1
Ucayali	0,48		0,97	0,17	1,34	0,51	12,8
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>32,6</b>

Fuente: SBS



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

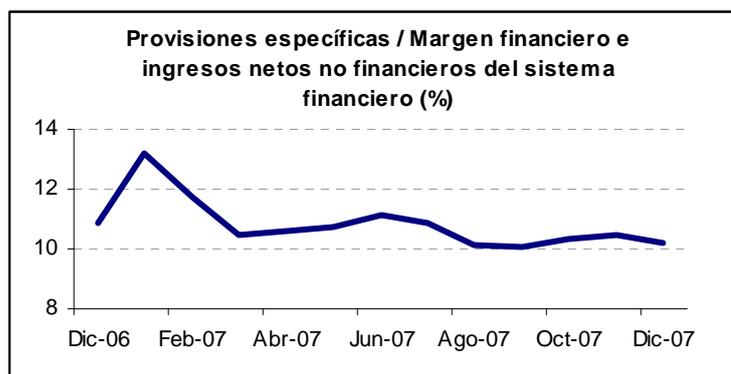
## II.4 Riesgo de crédito

36. **Las entidades del sistema financiero continuaron exhibiendo una evolución favorable en sus indicadores de solvencia, destacando la decreciente exposición patrimonial al riesgo de crédito.** El ratio de cartera morosa<sup>15</sup> neta de provisiones específicas sobre patrimonio contable disminuyó de 6,4% a 3,1% en el último año. Este resultado obedecería al efecto conjunto de la mayor capacidad de pago de los clientes, en un contexto de alto crecimiento del PBI (el cual viene registrándose en todos los sectores productivos), y de la mejora en la gestión crediticia de las entidades del sistema financiero. No obstante, a diciembre de 2007, las CRAC registraron aún una elevada exposición patrimonial al riesgo de crédito (17,4%) explicada por su incursión en el segmento agropecuario, aunque dicha exposición es menor a la registrada en períodos anteriores.

**Indicadores de Riesgo de Crédito (%)**

	Cart. Morosa neta Prov. específicas / patrimonio		Cartera Pesada / Coloc. Brutas		Cartera Morosa / Coloc. Brutas		Prov. Específicas / Cartera morosa	
	Dic-06	Dic-07	Dic-06	Dic-07	Dic-06	Dic-07	Dic-06	Dic-07
Bancos	7,8	3,9	1,7	1,3	4,3	2,8	69,9	79,1
CRAC	28,5	17,4	6,5	5,4	12,0	8,9	58,8	63,3
CM	3,7	2,0	4,2	3,8	6,0	5,3	86,2	91,6
Edpymes	2,4	2,2	4,5	3,5	5,2	4,0	86,5	86,6
Financieras	0,1	-5,4	2,7	2,4	4,5	3,2	99,6	135,4
Nación	0,1	-1,1	1,7	2,4	1,8	2,4	98,2	129,7
<b>Total</b>	<b>6,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>72,8</b>	<b>82,2</b>

37. **Las entidades del sistema financiero han aumentado la cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas a 82,2% de dicha cartera, aunque en el caso de las CRAC dicha cobertura ascendió a 63,3%.** Por otro lado, el ratio de gasto en provisiones específicas sobre margen financiero e ingresos netos no financieros del sistema financiero se redujo en el último año de 10,9% a 10,2%, lo cual también evidenciaría la mejora de la calidad de la cartera.



<sup>15</sup> Créditos vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



38. La reducción de la morosidad se observó en todos los tipos de crédito, incluyendo a aquellos otorgados mediante tarjetas de crédito (el valor más alto de la morosidad de las tarjetas de crédito del promedio del sistema financiero ascendió a 5,1% en agosto de 2007). Los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito representaron el 7,6% de las colocaciones totales del sistema financiero, aunque algunas entidades especializadas en el segmento minorista registraron una mayor participación.

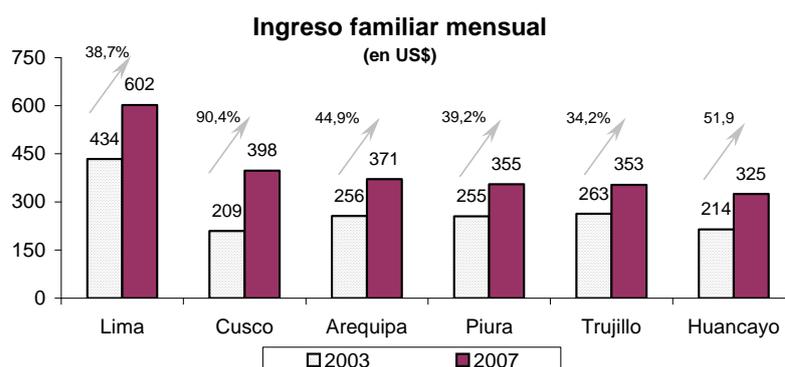
No obstante, cabe resaltar que los créditos a la microempresa siguieron registrando los niveles de morosidad más elevados a nivel del sistema financiero.

**Indicador de cartera morosa por tipo de crédito (%)**  
**Sistema financiero**

	Dic-06			Dic-07		
	MN	ME	Total	MN	ME	Total
<b>Total</b>	3,5	5,3	4,5	2,8	3,2	3,0
Comercial 1/	2,4	6,1	5,0	1,5	3,4	2,8
Microempresa	6,4	7,1	6,6	5,0	5,6	5,1
Consumo	3,3	4,1	3,5	3,0	3,1	3,0
<b>Tarjetas de crédito</b>	4,2	3,8	4,2	4,2	3,7	4,1
Hipotecario	0,8	2,0	1,8	0,6	1,7	1,5

1/ Se excluyen los créditos comerciales del Banco de la Nación

39. La mejora en la calidad crediticia de los deudores minoristas ocurrió en un contexto de mayores ingresos de los hogares debido al crecimiento del empleo en el país. Así, según un informe de Ipsos-Apoyo ("NSE Perú 2007"), el ingreso promedio mensual por hogar (medido en dólares) en Lima se incrementó en 38,7% entre los años 2003 y 2007. Esta mejora en los ingresos no sólo se habría dado en Lima Metropolitana, sino también en las diferentes ciudades urbanas del interior del país.



Fuente: NSE Perú - Ipsos Apoyo 2007



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

El crecimiento de los ingresos de los hogares obedecería a que una mayor cantidad de miembros de la familia representativa se encontraría trabajando y así aportaría ingresos adicionales al presupuesto familiar. En contraste, se observó un relativo estancamiento de los sueldos y salarios según las estadísticas proporcionadas por el Ministerio de Trabajo. Así, en diciembre de 2003 el sueldo promedio ascendió a S/. 2 795, el cual se incrementó levemente a S/. 2 832 en junio de 2007 (según la última información disponible)<sup>16</sup>.

40. Por su parte, la mejora de la calidad crediticia de los créditos otorgados a las empresas no financieras obedecería a que dichas entidades han seguido mejorando sustancialmente su capacidad de generación de flujos de efectivo como consecuencia del alto dinamismo de la actividad económica. De acuerdo a la encuesta de expectativas macroeconómicas del BCRP, el 98% de empresarios manifestó tener una normal o buena situación financiera, resultado superior al reportado en los meses anteriores.

## Situación Financiera de la Empresa / Diciembre 2007

(en % de las empresas que respondieron)

Sector	Buena	Normal	Mala
Agro y Pesca	67	33	0
Minería e Hidrocarburos	79	21	0
Manufactura	46	51	2
Electricidad, Agua y Gas	40	60	0
Construcción	48	43	10
Comercio	38	60	2
Transporte y Telecomunicaciones	54	44	3
Servicios	67	33	0
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>2</b>
<b>Memo:</b>			
Noviembre	43	52	5
Octubre	51	45	4
Setiembre	46	51	4
Agosto	47	50	3

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas. BCRP, Diciembre de 2007

## El Nuevo Acuerdo de Capital – Basilea II

El Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II) consiste en una serie de principios y recomendaciones del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria<sup>17</sup> respecto a la regulación prudencial en materia de intermediación financiera y reemplazaría al acuerdo vigente de 1988 (Basilea I) en lo que a requerimiento de capital se refiere.

En la propuesta de Basilea I, el requerimiento mínimo de capital para cubrir el riesgo de crédito y de mercado<sup>18</sup>, o capital regulatorio, se estableció en 8% de los activos ponderados por riesgo crediticio (APR) y de las posiciones netas expuestas a los riesgos de mercado. El capital regulatorio se define en dos niveles: capital básico (de primer nivel), que es el efectivamente aportado por los accionistas, y capital suplementario (de segundo nivel), que corresponde a la deuda subordinada y la provisión genérica<sup>19</sup>. En el caso de los APR, se dividen los activos en cinco categorías

<sup>16</sup> [http://www.bcrp.gob.pe/bcr/dmdocuments/Estadistica/Cuadros/Semanales/NC\\_082.xls](http://www.bcrp.gob.pe/bcr/dmdocuments/Estadistica/Cuadros/Semanales/NC_082.xls)

<sup>17</sup> Este Comité forma parte del Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements* o BIS).

<sup>18</sup> El Perú introdujo de manera parcial los cargos de capital para riesgo de mercado (tipo de cambio y cotización de acciones) en 1999. Argentina también considera cargos de capital para este tipo de riesgo (tipo de cambio, cotización de acciones y tasa de interés), mientras que Chile recién lo incorporó (tasa de interés y tipo de cambio) en el 2005.

<sup>19</sup> En el Perú, el requerimiento de capital mínimo, denominado patrimonio efectivo, es de 9,1% de los APR y se ha definido en un sentido más amplio, sin hacer la distinción de sus niveles.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



de riesgo crediticio, cuyos ponderadores de riesgo van desde 0% (activos sin riesgo de crédito) hasta 100% (activos de mayor riesgo crediticio).

No obstante, el desarrollo de los instrumentos financieros y la cada vez mayor sofisticación en la medición y gestión del riesgo han hecho que la normativa de Basilea I se enfrente a una serie de limitaciones que hizo necesaria una modificación en la determinación del capital regulatorio.

La propuesta de Basilea II busca que el capital regulatorio refleje de manera más precisa el riesgo que las entidades financieras enfrentan en el desarrollo de sus actividades. De esta manera, plantea métodos integrales para el cálculo del requerimiento de capital para el riesgo de crédito al tomar en cuenta el perfil de riesgo del deudor, la naturaleza de cada operación y las características específicas de los mitigantes de riesgo. La presencia de estos mitigantes implicaría menores exigencias de capital, al reducir la exposición al riesgo de crédito<sup>20</sup>. Asimismo, establece un requerimiento de capital para cubrir el riesgo operativo, el cual no estaba considerado en Basilea I.

Para el logro de sus objetivos, Basilea II define tres pilares que están mutuamente interrelacionados: Pilar 1, requerimientos de capital; Pilar 2, rol de las entidades supervisoras; y Pilar 3, disciplina del mercado.

**Pilar 1: Requerimientos de capital.** Se centra en la definición del capital regulatorio y en el cálculo del requerimiento del mismo por riesgo de crédito, por riesgo de mercado y por riesgo operativo. La definición de capital regulatorio es prácticamente la misma que la establecida en Basilea I, excepto que incorpora un nuevo concepto de capital suplementario (de tercer nivel) para cubrir exclusivamente el riesgo de mercado.

En lo que se refiere a riesgo de crédito, se establece un requerimiento de capital de 8,0% de los APR, los que resultan de multiplicar los factores de ponderación según el riesgo de crédito por el valor de las exposiciones.

En términos generales:

Requerimiento de capital = 8% \* APR

APR = (Factor de ponderación) \* (Exposición)

Para el cálculo del requerimiento de capital para riesgo crediticio se proponen dos metodologías: el método estandarizado y el método basado en modelos internos.

a) En el **enfoque estandarizado**, la exposición representa el saldo contable de los activos, deducida de provisiones específicas y considerando los mitigantes de riesgo, si los hubiere. Por su parte, el factor de ponderación es determinado por el ente supervisor para los diversos tipos de acreencias (de 0% a 150%), según la clasificación que obtiene el deudor por parte de empresas especializadas.

b) En el **enfoque basado en modelos internos**, la exposición representa el saldo contable de los activos sin deducir provisiones y se le denomina "exposición en el momento del incumplimiento" (EAD). Asimismo, el factor de ponderación es estimado por las propias entidades financieras y se determina en base a cuatro parámetros de

<sup>20</sup> Se reconoce como mitigantes de riesgo a las garantías reales financieras (por ejemplo los depósitos en efectivo); a las garantías personales, las que provienen del aval de un tercero; y a los derivados de crédito.

<sup>21</sup> Incluye empresas bancarias, financieras, cajas municipales, cajas rurales y edpymes.

<sup>22</sup> Estos principios están establecidos en el documento "Core Principles for Effective Banking Supervision" publicado en 1997, el cual presenta 25 principios (ó 30, si se considera que el primero se subdivide en 6) que establecen los requerimientos mínimos para contar con una regulación preventiva y ejercer una supervisión bancaria efectiva. En el 2005, un estudio del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial reportó que el Perú ha cumplido 29 de estos principios, quedando pendiente el relacionado con la protección legal del supervisor.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



riesgo: probabilidad de incumplimiento (PD), que mide la probabilidad de que el prestatario incurra en incumplimiento de sus obligaciones en un periodo determinado; pérdida en caso de incumplimiento (LGD), que representa la parte de la exposición que no se recuperaría en el evento de incumplimiento; vencimiento efectivo (M), que calcula el plazo de vencimiento restante de una exposición; y coeficiente de correlación ( $\rho$ ), que refleja el grado de exposición del deudor al riesgo sistémico. Este enfoque requiere el uso de técnicas estadísticas y una gran disponibilidad de información histórica para su implementación. Justamente, el hecho que la estimación de los parámetros de riesgo se base en información histórica constituye una debilidad de este enfoque.

Dentro del enfoque basado en modelos internos existen dos alternativas: el enfoque básico y el enfoque avanzado. La principal diferencia entre ambos radica en el cálculo de los parámetros de riesgo. En el enfoque básico, la entidad financiera sólo calcula la PD mientras que los otros parámetros son estimados por el supervisor. En el avanzado, la entidad debe calcular internamente todos los parámetros de riesgo.

En lo que se refiere al riesgo de mercado, la forma de cálculo del requerimiento de capital es idéntica a la establecida en Basilea I, tras la enmienda de 1996, y consta de dos métodos alternativos: el método estándar y los modelos internos.

En lo que se refiere al riesgo operativo, Basilea II ofrece varias alternativas en función al grado de complejidad del cálculo del requerimiento de capital, tales como el método del indicador básico, que asigna el capital mínimo a partir de los ingresos brutos de la entidad; el método estándar, que determina el capital en base a los ingresos brutos de cada línea de negocio; y el método de medición avanzada, que establece un nivel de capital a partir de los modelos estadísticos de las propias entidades.

**Pilar 2: Rol de las entidades supervisoras.** Basilea II otorga al supervisor una mayor discrecionalidad en el control de riesgos de las entidades financieras. El supervisor puede imponer cargos adicionales de capital para riesgos no considerados de manera explícita en el Pilar 1, tales como el riesgo de concentración de crédito y riesgos relacionados al ciclo económico, entre otros.

**Pilar 3: Disciplina de mercado.** El objetivo de este pilar es normar la forma en que las entidades financieras difunden al mercado la información relativa a su situación financiera y el manejo de los riesgos que enfrentan. De esta manera, los agentes económicos deberían estar en capacidad de evaluar el perfil de riesgo de los activos administrados por las entidades financieras.

Basilea II entró en vigencia en el 2007 en los países más industrializados (G-10), excepto Estados Unidos, en lo correspondiente al enfoque estandarizado y a los modelos internos básicos. En lo referente a modelos internos avanzados, se espera su implementación a partir del 2008. En la Unión Europea, Basilea II fue introducido en su legislación en junio de 2006 y comenzó a regir para todos los países miembros a partir de enero de 2007, mientras que en Estados Unidos se implantará en enero de 2009.

En el Perú, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) ha decidido adecuar los principios de Basilea II a la regulación del sistema financiero<sup>21</sup>. Esta decisión guarda consistencia con el elevado grado de cumplimiento de los principios de supervisión establecidos por el Comité de Basilea<sup>22</sup>, requisito indispensable para migrar a Basilea II. De esta manera, se han realizado algunos avances en lo referente a la infraestructura adecuada para introducir Basilea II y se ha publicado el cronograma para su implementación, en donde se espera que la emisión de la normatividad adecuada a Basilea II ocurra en 2008, mientras que las operaciones con el enfoque estandarizado, que será obligatorio para todas las instituciones, se iniciaría en junio del 2009.

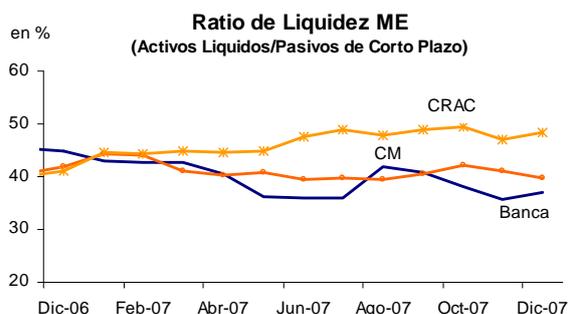
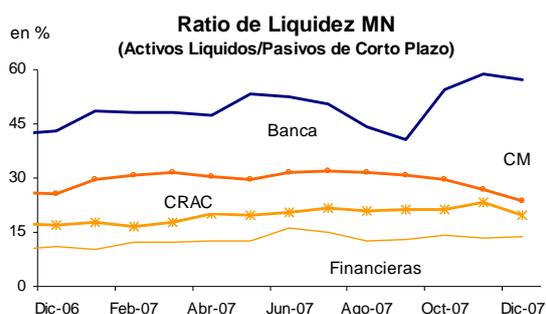


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## II.5 Riesgo de Liquidez

41. A diciembre de 2007, las entidades del sistema financiero siguieron mostrando elevados ratios de liquidez en moneda nacional y extranjera<sup>23</sup>. En el caso de la banca, el ratio de liquidez en moneda nacional (conformado principalmente por CDBCRP) se elevó de 43,1% a 57,3%, en los últimos 12 meses. Por su parte, el de moneda extranjera (conformado principalmente por los fondos de encaje) se redujo de 45,0% a 36,9% en similar período.



La reducción del nivel de liquidez en moneda extranjera se explicó, en parte, por la decisión de los bancos de disminuir su posición de cambio contable, a través de ventas de moneda extranjera en el mercado *spot*, como medida de cobertura ante el incremento de las operaciones *forward* compra tanto a residentes como no residentes. Estas operaciones se realizaron en el contexto de expectativas de apreciación de la moneda nacional. Las compras *forward* de dólares conllevaron a que los bancos aumentaran su posición de cambio global<sup>24</sup> (indicador que mide la exposición al riesgo cambiario), por lo que decidieron vender dólares en el mercado *spot* para no asumir el riesgo cambiario<sup>25</sup>.

Así, durante el año 2007, el saldo neto de *forward* compra en moneda extranjera aumentó en US\$ 1 196 millones, mientras que la posición de cambio contable se redujo en US\$ 1 031 millones y la posición neta de *swaps* se redujo en US\$ 60 millones. Esta dinámica se tradujo en un incremento de US\$ 105 millones en la posición de cambio global.

<sup>23</sup> El indicador se mide a través de la relación de activos líquidos sobre 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 20.06.2001). Los activos líquidos incluyen a la caja; 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 de corto plazo incluyen a las obligaciones a la vista, de ahorro y a plazo, fondos interbancarios netos acreedores, adeudados de corto plazo, entre otros.

<sup>24</sup> La posición de cambio global se mide como la suma de la posición de cambio contable (activos en dólares menos pasivos en dólares), el saldo neto de *forward* compra por vencer y la posición neta de *swaps* de moneda.

<sup>25</sup> En sentido estricto, cuando una entidad ve incrementada su posición neta de *forward* compra, puede reducir su exposición al riesgo cambiario reduciendo alternativamente su posición de cambio contable y/o su posición neta de *swaps* de moneda. No obstante, dado que los *swaps* son contratos negociados en mercados poco líquidos (*over the counter*), resulta más viable efectuar la cobertura cambiaria realizando ventas de moneda extranjera en el mercado *spot*.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

La estrategia de cobertura de la banca (venta de dólares en el mercado *spot* ante el aumento de las compras *forward* de moneda extranjera) habría generado una mayor demanda por efectivo en dólares por parte de los bancos, para ser vendidos en el mercado *spot*. En ese sentido, los bancos incrementaron su nivel de endeudamiento con entidades financieras del exterior (US\$ 3 229 millones en los últimos doce meses) para aminorar sus restricciones de liquidez.

Los recursos en moneda nacional obtenidos por la banca tras la venta de dólares se orientaron a la adquisición de CDBCRP, cuya tenencia aumentó en S/. 6 611 millones en el 2007.

42. **Por su parte, las entidades no bancarias registraron elevados niveles de liquidez puesto que se ha venido observando un aumento de sus depósitos.** Una parte importante de sus fondos disponibles se mantuvo en los bancos, principalmente para el manejo de las operaciones con sus clientes.

Por tipo de entidad, se ha observado un comportamiento diferenciado. Las cajas municipales redujeron sus niveles de liquidez en moneda extranjera (de 41,9% en diciembre de 2006 a 39,4% en diciembre de 2007), debido al mayor dinamismo de sus colocaciones. En cambio, las cajas rurales registraron un mayor nivel de liquidez en dólares (de 41,1% a 48,5% en similar período), en línea con la disminución de sus colocaciones en esa moneda (se redujeron 12,5% en el 2007).

## II.6 Fuentes de financiamiento

43. **El financiamiento de las operaciones activas del sistema financiero provino principalmente de los depósitos de la banca,** habiéndose observado un importante incremento del adeudado al exterior en los últimos 12 meses, explicado por la necesidad de moneda extranjera para su venta en el mercado *spot* ante el incremento de las compras de dólares en el mercado *forward*, como se explicó en el acápite anterior. Cabe señalar que las edpymes financiaron sus operaciones básicamente mediante adeudados al exterior y con COFIDE, debido a que no están autorizadas a captar depósitos.

Principales fuentes de financiamiento del Activo  
(como % del activo de cada entidad)

Entidades	Diciembre 2006					Diciembre 2007				
	Depósitos	Adeudado al exterior	Adeudado a COFIDE	Obligaciones en circulación	Total de princ. fuentes (Mill S/.)	Depósitos	Adeudado al exterior	Adeudado a COFIDE	Obligaciones en circulación	Total (Mill S/.)
Banca	74,2	3,3	3,1	2,9	65 956	68,7	11,6	1,3	2,8	88 324
Financieras	47,8	0,0	1,3	5,2	1 014	53,4	0,0	0,9	2,6	678
CM	61,6	3,1	7,5	0,0	3 316	63,7	3,5	6,0	0,0	3 936
CRAC	66,1	0,8	7,5	0,0	629	63,7	1,6	7,4	0,0	772
Edpymes	0,0	28,3	18,5	0,0	461	0,0	34,1	13,0	1,8	687

### II.6.1 Depósitos

44. **El fuerte dinamismo que viene exhibiendo la economía nacional también se reflejó en el crecimiento de los depósitos.** Así, entre diciembre de 2006 y de 2007, los depósitos en moneda nacional del sistema financiero aumentaron en S/. 9 565 millones (33,2%), mientras que los de moneda extranjera en US\$ 2 376 millones (20,6%). El mayor aumento relativo de los fondos en moneda



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

nacional, aunado a la apreciación del nuevo sol, se tradujo en una reducción del ratio de dolarización, que pasó de 56,1% a 52,1% en el mismo período.

45. **En el caso de la banca, se observó un incremento de los depósitos tanto en moneda nacional de S/. 8 449 millones (36,6%) como en moneda extranjera de US\$ 2 352 millones (21,2%).** Este aumento provino principalmente de empresas o personas jurídicas, las que habrían incrementado sustancialmente sus saldos operativos por el mayor flujo de caja que han venido registrando debido al dinamismo de la economía (los saldos operativos de estas empresas están estrechamente asociados a la evolución de los depósitos a la vista, los que sirven de contrapartida a los cheques emitidos por tales empresas). Así, dichas empresas aumentaron sus depósitos totales en S/. 11 875 millones (33,4%), mientras que las personas naturales lo hicieron en S/. 2 717 millones (10,9%).

La evolución favorable de los ingresos del sector público también se vio reflejada en los depósitos de dicho sector en la banca, principalmente en moneda nacional que aumentaron en S/. 2 236 millones (56,4%), mientras que en moneda extranjera lo hicieron en US\$ 146 millones (45%). La mayor parte de los depósitos del sector público en moneda nacional provino de Essalud (24,6%), gobiernos regionales (10,7%), Sunat (7,7) y empresas públicas (18,6%), entre otros. Esta evolución conllevó un aumento del indicador de dependencia de depósitos públicos con respecto al patrimonio, que pasó de 63,2% a 79,7% en el período.

46. **Los depósitos en las cajas municipales y rurales mostraron un comportamiento dinámico en los últimos doce meses, principalmente los depósitos a plazo,** rubro que creció a una tasa de 21,3% en las cajas municipales y 28,9% en las cajas rurales (versus 21% en la banca). Este dinamismo obedecería a las elevadas tasas pasivas con que dichas entidades remunerar los depósitos a plazo y a la presencia de varias cajas municipales en Lima Metropolitana, localidad en que las captaciones de depósitos son mayores que las colocaciones otorgadas (S/. 793 millones versus S/. 642 millones, respectivamente), lo que implicaría que las cajas municipales utilizan a Lima Metropolitana como fuente de fondeo para sus colocaciones en provincias.

47. **Un factor a tener en cuenta es la membresía de las cajas municipales y de las cajas rurales en el Fondo de Seguro de Depósitos (FSD),** lo que constituye un elemento importante en la estabilidad y en el costo de fondeo de dichas entidades, pero que a su vez podría generar un riesgo moral relevante por parte de los depositantes. A diciembre de 2007, el 56,1% y 64,1% de los depósitos totales de las CM y de las CRAC, respectivamente, correspondieron a personas naturales cuyos depósitos no excedieron los S/. 79 mil por individuo, máximo monto por depositante cubierto íntegramente con la garantía del FSD a dicha fecha. Dichas proporciones son muy superiores a la registrada por la banca (21,1%), lo que implicaría que la estabilidad de la liquidez de las CM y de las CRAC sería más sensible ante eventuales cambios en el monto máximo cubierto por el FSD comparado con la banca.

La legislación vigente establece que el monto de la cobertura del FSD se actualiza trimestralmente, según la evolución del índice de precios al por mayor (IPM). En diciembre de 1998, se elevó de manera sustancial el monto de la cobertura de manera tal que, para el período diciembre de 2007 - febrero de



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

2008, el monto de la cobertura ascendió a S/. 79 277 (equivalente a US\$ 26 461). Antes de ese cambio, el monto de la cobertura estaba en alrededor de US\$ 4 500.

## II.6.2 Adeudados

48. **El nivel de endeudamiento con el exterior de la banca registró un fuerte incremento durante el 2007.** Así, los adeudados al exterior se incrementaron en US\$ 3 229 millones en este período. De este total, el 65,3% correspondió a adeudados de largo plazo y el 28,2% provino de organismos internacionales. Este mayor nivel de endeudamiento con el exterior se tradujo en un importante aumento del indicador de vulnerabilidad externa (la relación de pasivos externos sobre patrimonio contable pasó de 39% a 130,5% en el mismo período).
49. **El nivel de adeudados de las edpymes registró un importante crecimiento en los últimos doce meses (46,6%),** destacando los adeudados al exterior (71,7%) que alcanzaron una participación del 46% en el total de adeudados. A diferencia del resto de instituciones financieras, las EDPYMES financian la expansión de sus colocaciones principalmente con adeudados, debido a que no están autorizadas a captar depósitos.

## II.7 Rentabilidad

50. **En el año 2007, el sistema financiero continuó mejorando su rentabilidad.** Así, a diciembre de 2007 la utilidad acumulada ascendió a S/. 3 056 millones, mayor en S/. 907 millones a la registrada en diciembre de 2006, con un rendimiento sobre activo promedio (ROA) que pasó de 2,3% a 2,6% y un rendimiento sobre patrimonio promedio (ROE) que aumentó de 21,5% a 26,5%, porcentajes superiores a los registrados en las últimas décadas (el ROE máximo alcanzado en los años noventa fue de 22,3%, en junio de 1996).
51. Por tipo de entidad, **el aumento en la rentabilidad de los bancos y las edpymes se explicó principalmente por el incremento del margen financiero** así como por la mejora en la eficiencia operativa y en la calidad de activos.

Esta evolución se produjo en un contexto de fuerte competencia en los mercados de colocaciones y de depósitos, que se reflejó en la disminución de las tasas de interés activas lo que, a su vez, redujo el margen en las operaciones de intermediación, principalmente de las empresas no bancarias especializadas en el segmento *retail*. Ello explica también la disminución en la rentabilidad observada en las cajas municipales como en las rurales.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



## RENTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO Como porcentaje de activos

Entidad	ENERO - DICIEMBRE 2006 (anualizado)						ENERO - DICIEMBRE 2007 (anualizado)					
	Margen financiero	Ingreso no financiero	Gastos operativos	Provisiones	ROA*	ROE**	Margen financiero	Ingreso no financiero	Gastos operativos	Provisiones	ROA*	ROE**
BANCA	6,8	2,1	4,6	1,4	2,3	23,8	7,3	2,1	4,7	1,3	2,6	28,2
CMAC	17,1	0,3	8,4	2,2	4,7	28,4	16,2	0,2	8,4	1,9	4,3	25,5
FINANCIERAS	26,1	3,6	15,6	5,6	7,1	38,3	19,1	4,1	13,7	4,4	4,6	23,8
CRAC	15,7	0,6	10,3	1,2	3,2	25,0	15,8	0,4	10,1	1,1	3,2	23,5
BCO. NACION	5,8	4,0	7,1	-0,1	0,6	5,0	5,2	2,7	5,3	0,7	1,9	20,4
EDPYMES	22,8	0,1	15,1	2,8	3,4	12,8	23,7	0,1	14,5	3,1	4,2	18,9
SISTEMA	7,6	2,2	5,4	1,3	2,3	21,5	7,7	2,1	5,2	1,3	2,6	26,5

\* También considera los ingresos y gastos extraordinarios, participaciones de los trabajadores en la utilidad e impuesto a la renta.

\*\* Rentabilidad sobre patrimonio contable.

52. **El aumento del margen financiero del sistema, que alcanzó en promedio 7,7% de los activos, se explicó principalmente por el mayor crecimiento de los créditos de consumo, a microempresas y los destinados a operaciones de arrendamiento financiero y comercio exterior** (principalmente en el caso de los bancos). Ello se dio en un contexto de fuerte crecimiento económico y apreciación de la moneda nacional. Sin embargo, esta situación se revirtió en el último trimestre del año, explicado por el mayor nivel de endeudamiento con entidades del exterior por parte de los bancos, dado que el costo asociado con estas líneas de crédito es mayor al de las otras fuentes de recursos.
53. **La reducción de los gastos operativos se dio a pesar del aumento en el personal y número de oficinas** (aumentaron en 7289 trabajadores y 278 oficinas, respectivamente), asociado al dinamismo en el segmento *retail*. La disminución de los gastos administrativos por unidad de activo se vio favorecida por el mejor control de los gastos relacionados a los egresos por transporte, comunicaciones y seguros; así como por el mayor volumen de operaciones. El resultado fue una mejora en la eficiencia operativa de las entidades financieras.

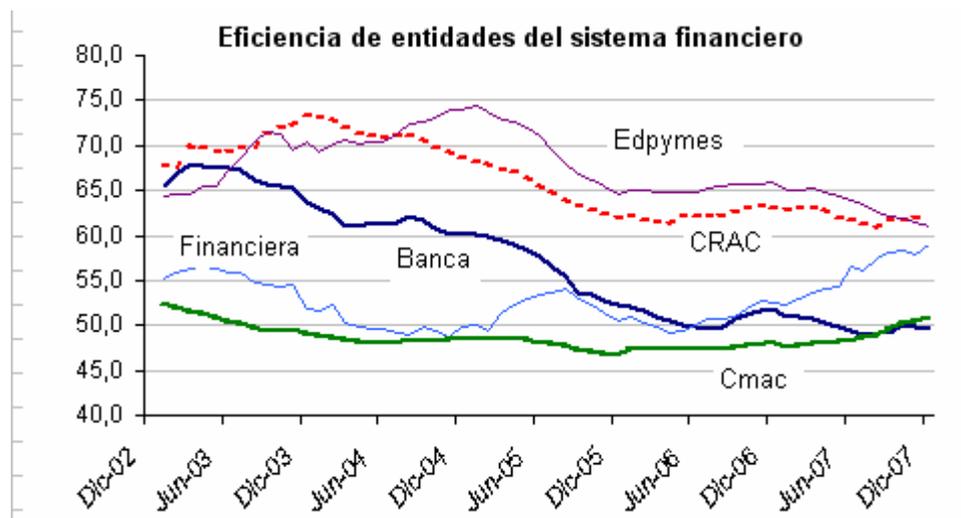
Es interesante notar que las entidades financieras que atienden a los sectores de bajos ingresos y a la microempresa son los que presentan los mayores gastos operativos por unidad de activo, reflejando el tipo de tecnología que utilizan para administrar el riesgo de crédito asociado a esos sectores.

A nivel del sistema financiero en su conjunto, la relación de gastos operativos respecto al margen financiero e ingresos no financieros (medida de eficiencia) disminuyó de 54,6% a 52,6%. Sin embargo, esta tendencia decreciente no se observó en las cajas municipales y financieras debido a los mayores gastos en personal, publicidad, trabajos eventuales, vigilancia y protección, entre otros.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



54. La mejora en la calidad de los activos, explicada principalmente por la menor morosidad de la cartera de colocaciones, determinó que los gastos efectuados en provisiones específicas para colocaciones pase de 10,9% a 10,2% del margen financiero e ingresos no financieros. No obstante, dichos gastos se han incrementado en la mayoría de edpymes, cajas rurales y en el Banco de la Nación, debido básicamente a los mayores gastos en provisiones para créditos de consumo.

## II.7.1 Rentabilidad de la banca

55. La banca obtuvo utilidades en el año 2007 por S/. 2 373 millones<sup>26</sup>, superior en S/. 659 millones a las de 2006, lo cual se reflejó principalmente en el aumento del ROE a 28,2% (4,4 puntos porcentuales más que el año pasado) y del ROA a 2,6% (0,3 puntos porcentuales más que en 2006).

El crecimiento del ROE obedeció al aumento del nivel de apalancamiento (de 8,0 a 8,5 veces), producto de un mayor volumen de operaciones con activos de mayor rentabilidad que han realizado los bancos (como son las inversiones negociables y a vencimiento y las colocaciones), financiadas con recursos captados de terceros (depósitos y adeudados). Destacaron en este comportamiento, los bancos que se han dirigido a los segmentos de consumo y microempresa.

La evolución del ROA se explicó por la dinámica del margen financiero, que pasó de 6,8% a 7,3% del activo promedio, principalmente por efecto del mayor volumen de créditos (efecto cantidad) que superó al efecto generado por la disminución de la tasa de interés en moneda nacional de los créditos de consumo (de 38,48% a 34,64%) y a la microempresa (de 37,63% a 34,38%).

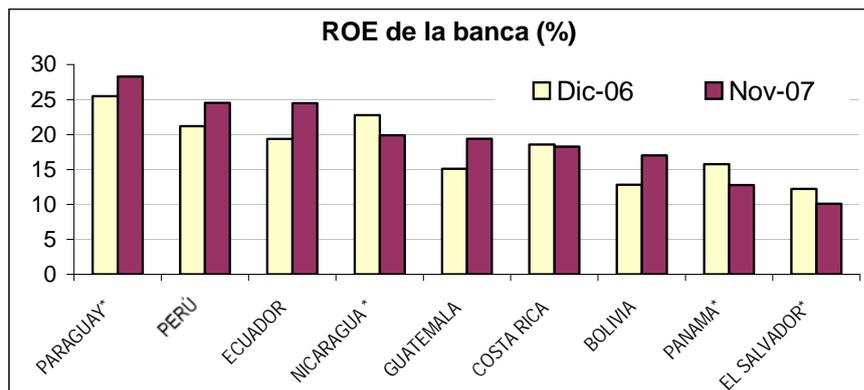
56. El aumento de los egresos financieros por la mayor participación de los depósitos en moneda nacional, que tienen tasas de interés más elevadas que las de moneda extranjera, fue parcialmente amortiguado por el efecto de la disminución de los depósitos con altas tasas de interés como son los depósitos a plazo, ya que éstos han disminuido su participación en el total de depósitos de 51,4% en diciembre de 2006 a 50,6% en diciembre de 2007.

<sup>26</sup> Lo que representa el 77,6% del total del sistema financiero.





57. La solidez de la banca peruana queda de manifiesto cuando se compara su rentabilidad con la de sus pares latinoamericanos. Así, de acuerdo a FELABAN<sup>27</sup>, la banca peruana sería una de las que tiene la más alta rentabilidad en la región (superada solamente por Paraguay), lo que se explicaría principalmente por el mayor control de sus gastos operativos y por la mejora en la calidad de sus activos comparado con otros bancos de países latinoamericanos. Estos resultados y la sólida posición patrimonial de la mayoría de los bancos se reflejó en sus clasificaciones de riesgo que en casi todos los casos se ubicó entre A y A+.<sup>28</sup>



## II.7.2 Rentabilidad de las entidades no bancarias

58. La fuerte disminución de la rentabilidad de las **financieras** se explicó por la conversión de una entidad financiera a banco, ya que el ROA de las financieras sin considerar a esta entidad se incrementó de 6,1% a 6,6%. Por su parte, el menor ROE siguió a la disminución del nivel de apalancamiento (de 7,8 a 7,7 veces). Cabe notar que los gastos operativos y los gastos en provisiones para colocaciones se incrementaron en este período.
59. Las **cajas municipales** han sido las entidades más rentables del sistema en términos de activos (4,3%), después de las financieras<sup>29</sup>, a pesar de que su ROA y ROE disminuyeron en 0,4 y 2,9 puntos porcentuales, respectivamente, como resultado de la disminución del margen financiero.

La reducción del margen fue atenuada con los esfuerzos realizados para reducir el gasto en provisiones para colocaciones (de 2,2% a 1,9% de los activos). El menor margen financiero, que pasó de 17,1% a 16,2% de los activos, se explicó principalmente por la reducción de las tasas de interés activas para créditos a la microempresa (en moneda nacional pasó de 47,8% a 44,8%) y de consumo (de 32,1% a 30,2%), debido a la fuerte competencia que están enfrentando con otras entidades del sistema y al aumento de los costos financieros por la mayor participación de los depósitos a plazo, cuyos costos son más elevados que los de otro tipo de depósitos.

<sup>27</sup> Con datos hasta noviembre de 2007.

<sup>28</sup> El patrimonio de los bancos con esta clasificación representó el 96% del patrimonio de la banca.

<sup>29</sup> El ROA de las financieras correspondiente al año 2007 incluye información de la Financiera CMR hasta mayo 2007. A partir de junio, esta entidad comenzó a operar como Banco Falabella. Si se hubiera excluido a CMR del cálculo de rentabilidad de las financieras para todo el año 2007, el ROA de estas entidades hubiera sido de 2,29%.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

60. Las **cajas rurales** han disminuido ligeramente su rentabilidad respecto a los niveles registrados el año anterior. A diciembre de 2007, las utilidades acumuladas fueron de S/. 30,3 millones (S/. 5,2 millones más que en 2006). Su ROE y ROA alcanzaron a 23,5% y 3,2%, respectivamente. Dicho resultado fue producto del aumento del margen financiero (de 15,7% a 15,8% de los activos) y la reducción de los gastos operativos (de 10,3% a 10,1%), atenuado con la reducción de los ingresos por comisiones por servicios bancarios no financieros. El ligero aumento del margen financiero se explicó por el fuerte crecimiento de los créditos a microempresas en moneda nacional, luego que sus tasas de interés disminuyeran de 52,7% a 45,4% como resultado de la fuerte competencia existente en este segmento.
61. En 2007, las **edpymes** registraron una mayor rentabilidad debido principalmente al aumento de su margen financiero y a la reducción de sus gastos operativos. Las utilidades acumuladas a diciembre de 2007 ascendieron a S/. 49 millones, superiores en S/. 22,3 millones a las de 2006. Su ROA y ROE aumentaron a 4,2% y 18,9%, respectivamente. El fuerte incremento de las colocaciones a microempresas y de consumo en moneda nacional y el aumento de las tasas de interés para créditos de consumo en moneda nacional (de 74,8% a 75,5%) permitieron aumentar el margen financiero de estas entidades.

## II.8 Factores a considerar en el desarrollo del Sistema Financiero

62. El sistema financiero en su conjunto viene desarrollándose sostenidamente, fortaleciendo su posición financiera y mejorando sus niveles de rentabilidad, eficiencia operativa y la gestión de los diversos riesgos que enfrenta, en particular el riesgo de crédito, lo que le proporciona una sólida plataforma para su crecimiento. No obstante, el sistema financiero enfrenta una serie de desafíos, los que, a su vez, constituyen oportunidades para que continúe su proceso de crecimiento y con ello ampliar el nivel de profundización financiera en el país. Estos desafíos son:
- Continuar la reducción de los niveles de dolarización de créditos y depósitos.** En una situación de volatilidad en los mercados financieros internacionales podría ocurrir una eventual reversión de los flujos de capitales y, con ello, una depreciación de la moneda doméstica que afectaría la capacidad de pago de aquellos deudores que generan sus ingresos en moneda nacional y que mantienen sus pasivos en dólares, encareciéndose las obligaciones en términos de la moneda doméstica. Por ello, es necesario que las entidades del sistema financiero incorporen explícitamente este riesgo en sus modelos internos de asignación crediticia.
  - Profundizar el mercado de coberturas.** Una manera de mitigar el riesgo cambiario es a través de la profundización del mercado de coberturas, en particular las operaciones de compra y venta de moneda extranjera a plazo (*forward*), las de permutas financieras (*swaps* de monedas) y las de opciones de compra y venta de moneda extranjera, mercado que aún permanece circunscrito a algunas empresas corporativas y cuyo desarrollo ayudaría a reducir el riesgo de la dolarización del crédito. Cabe señalar que la estabilidad macroeconómica del Perú proporciona el escenario propicio para que las entidades del sistema financiero impulsen el desarrollo del mercado de coberturas.





# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

- c) **Profundizar la estabilidad de las fuentes de financiamiento.** Las entidades del sistema financiero deben seguir adoptando las medidas adecuadas que permitan una mayor estabilidad de las fuentes de financiamiento, luego de registrarse un fuerte crecimiento de los adeudados con el exterior en el 2007. Estos recursos podrían volverse altamente volátiles como consecuencia de la incertidumbre que prevalece en los mercados financieros internacionales y con ello se podrían generar situaciones de tensión en algunas entidades. En este contexto y a pesar de que el Banco Central cuenta con una amplia posición de cambio que le permitiría evitar fluctuaciones bruscas de la liquidez en moneda extranjera, las entidades financieras mantienen la responsabilidad primigenia de administrar los eventuales problemas de liquidez que pudieran resultar de la reversión de las líneas de financiamiento del exterior, y así evitar que se produzca una eventual restricción crediticia (*credit crunch*) en el mercado. Para ello, sería conveniente que esas entidades mantengan los planes de contingencia adecuados.
- d) **Evitar el sobreendeudamiento de sus clientes.** El crédito del sistema financiero al sector privado viene creciendo a tasas elevadas; para que esta dinámica sea sostenible en el tiempo se requiere mejorar el manejo de la información, haciendo que el endeudamiento del cliente no presione excesivamente su efectiva capacidad de pago, así como desarrollar tecnologías de asignación crediticia más apropiadas para atender a clientes excluidos, en muchos casos vinculados al sector informal.
- e) **Ampliar el número de prestatarios en el segmento minorista.** La reorientación del crédito hacia este segmento ha permitido a las entidades del sistema financiero elevar sus niveles de rentabilidad. Para que este escenario favorable sea sostenible, se requiere que dichas entidades amplíen continuamente su universo de clientes a fin de diversificar el riesgo de crédito. Para ello, necesitan mejorar sus niveles de productividad y hacer que su política crediticia les permita evaluar de manera eficiente el riesgo de crédito inherente a dichos agentes económicos. En este contexto, las centrales de riesgo cumplen un rol fundamental al proporcionar información actualizada sobre el historial crediticio; y las entidades financieras deben seguir con sus esfuerzos de actualizar la información pertinente respecto a la capacidad de endeudamiento del solicitante de crédito.
- f) **Implementar el esquema de provisiones anticíclicas.** A diferencia de las provisiones específicas, que se realizan cuando el prestatario incumplió con sus obligaciones crediticias, las provisiones anticíclicas tienen carácter preventivo y sólo se acumulan en los momentos de auge económico y crediticio. Los beneficios de estas provisiones se observarían en la parte descendente del ciclo económico al proporcionar reservas que podrían emplearse para financiar los mayores niveles de provisiones específicas que se requerirían constituir en las recesiones. Con ello, se lograría una senda de expansión del crédito más estable y una mayor fortaleza del sistema financiero.
- g) **Promover una mayor utilización de los medios de pago electrónicos.** Los medios de pago electrónicos promueven una mayor bancarización de las personas naturales y de las empresas, al reducir los costos de



transacción de sus operaciones. Por su parte, al emplear estos medios de pago, las entidades del sistema financiero disminuyen su riesgo de liquidez debido a que las liquidaciones se realizan en tiempo real.

- h) **Promover las prácticas de buen gobierno corporativo en las pequeñas y medianas empresas.** La implementación de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las pequeñas y medianas empresas y un mayor desarrollo de las centrales de riesgo ayudarían a superar el reto de elevar la profundización financiera en el país (variable que se aproxima por el ratio del crédito al sector privado sobre el PBI nominal), la cual se encuentra en estos momentos en niveles relativamente bajos.
- i) **Aumentar los niveles de capitalización.** Las mayores utilidades de las entidades financieras generan la oportunidad para que ellas aumenten su nivel de capitalización, tal que les permita crecer de manera ordenada y que puedan afrontar las necesidades de inversión que requieran para ello, así como para que mejoren su nivel de 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. Adicionalmente, y para enfrentar los riesgos asociados a la alta concentración que existe en el sistema financiero peruano, las entidades financieras que concentran la mayor parte de los créditos y depósitos del sistema financiero deberían de realizar aportes de capital adicionales a fin de disminuir el riesgo sistémico.

## Profundización Financiera

Los sistemas financieros reducen los costos de transacción y las asimetrías de información que existen entre los agentes con excedentes de fondos y los agentes con escasez de fondos. El modo en que ello ocurre está asociado al nivel de desarrollo financiero de un país, el cual influye en las decisiones de ahorro e inversión y afecta la eficiencia en la asignación de recursos.

La literatura empírica ha constatado la importante relación que existe entre el nivel de desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico. Goldsmith (1969) y Beck, et. al. (2000)<sup>30</sup> señalan que un elevado nivel de desarrollo financiero se traduce en una adecuada canalización de ahorros hacia inversiones productivas y un eficiente sistema de pagos que facilita las transacciones entre los agentes económicos.

Estos trabajos empíricos han señalado a la profundización financiera como una buena aproximación del nivel de desarrollo financiero de un país. Un indicador de profundización ampliamente utilizado en los últimos años es la relación del monto de créditos al sector privado respecto al PBI<sup>31</sup>, medida aproximada de la canalización de los fondos de los ahorristas hacia las oportunidades de inversión.

El nivel de desarrollo financiero en América Latina es relativamente bajo y se ha dado principalmente a través del financiamiento bancario. Así, sus indicadores de

<sup>30</sup> Goldsmith, Raymond W, "Financial structure and development" New Haven, CT. Yale University Press, 1969; y, Beck, T., Levine, R., Loayza, N., "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", Journal of Monetary Economics, 46(1): 31-77, 2000.

<sup>31</sup> Otras aproximaciones son el nivel de cobertura (por ejemplo, el número de cajeros automáticos por cada 100 mil habitantes) y el nivel de intensidad de uso (por ejemplo, el número de pagos con tarjetas de crédito o de débito). Para más detalle, ver Liliana Morales y Álvaro Yáñez (2006) "La bancarización en Chile, concepto y medición".

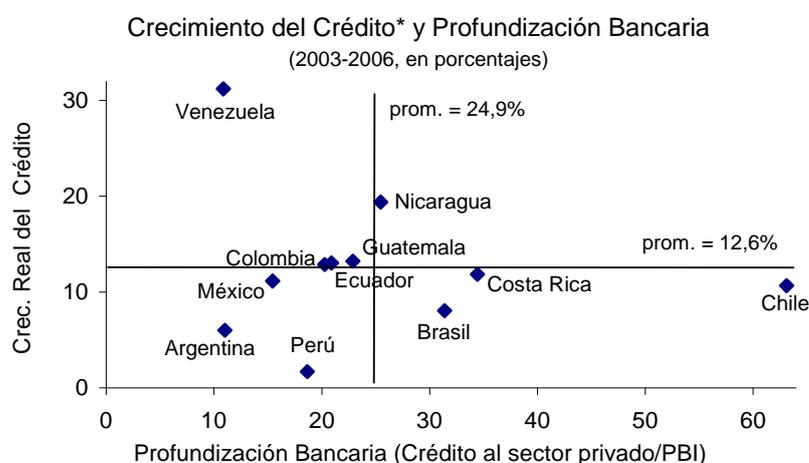
# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



profundización (24,9% en promedio) son menores no sólo con los de los países desarrollados, sino también con los de otras regiones emergentes como Asia (Tailandia, 73%; Singapur, 96%) y Europa del Este (Eslovenia, 56%; Estonia, 59%)<sup>32</sup>. No obstante, en los últimos años se ha observado un importante dinamismo de este tipo de financiamiento en varios países de América Latina. Así, la tasa de crecimiento real promedio del crédito bancario en la región observada entre los años 2003-2006 (12,6%) fue mayor a la registrada en el período 2000-2002 (-3,6%).

En el Perú, el nivel de profundización del crédito bancario<sup>33</sup> es bajo comparado no sólo con el de otras economías emergentes, sino también con el de varios países de América Latina. El promedio del indicador de crédito al sector privado de la banca sobre PBI alcanzó 18,6% entre el 2003 y 2006, nivel inferior al registrado por Colombia (20,2%), Brasil (31,4%) y Chile (63,1%) en el mismo período.



\* Deflactado por los precios de consumo, año base 2000=100. Las líneas horizontal y vertical representan los promedios muestrales de cada indicador.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y datos nacionales.

Este bajo nivel del crédito en la economía peruana se ve reflejado en los niveles de profundización financiera, que registran una tendencia descendente desde fines de la década de los noventa. Así, el indicador de profundización del sistema bancario se redujo de 26,2% en el 2000 a 16,9% en el 2007, tendencia que reflejaría no sólo la contracción del crédito bancario luego de la crisis financiera de fines de los noventa, sino también una sustitución parcial de la misma por otras fuentes de financiamiento. Inclusive, tomando una medida más amplia como el crédito al sector privado del sistema financiero<sup>34</sup>, que incluye a los intermediarios financieros no bancarios y a los inversionistas institucionales, el indicador de profundización financiera disminuyó de 30,3% en el 2000 a 23,9% en el 2007.

Estos resultados sugieren que el nivel de desarrollo financiero (medido a través del indicador de profundización financiera) es bajo en América Latina, y aún cuando en la región se ha observado un importante dinamismo del crédito en los últimos años, éste ha venido precedido de significativas reducciones del financiamiento bancario en varios países, derivadas de las crisis financieras que las afectaron con anterioridad.

<sup>32</sup> Las cifras corresponden a diciembre de 2005.

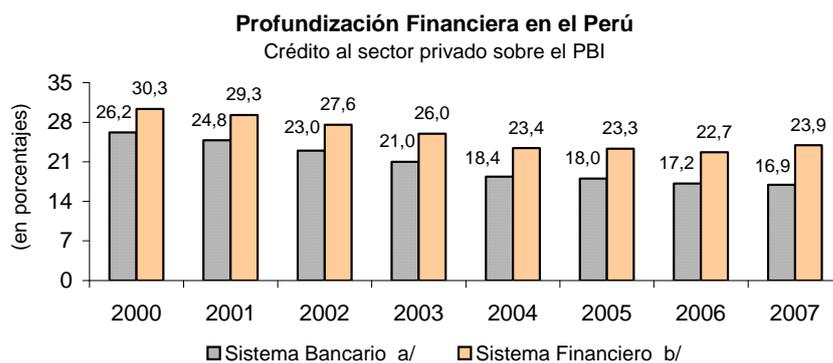
<sup>33</sup> Incluye a las empresas bancarias y al Banco de la Nación.

<sup>34</sup> Comprende al Banco Agropecuario, la banca de fomento en liquidación, las empresas financieras, las cajas municipales, las cajas rurales y las cooperativas de ahorro y crédito, COFIDE, empresas de arrendamiento financiero, compañías de seguros, fondos de pensiones, edpymes y fondos mutuos.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



a/ El sistema bancario incluye a las empresas bancarias y al Banco de la Nación.

b/ El sistema financiero incluye al sistema bancario, a los intermediarios financieros no bancarios y a los inversionistas institucionales. En el crédito al sector privado, se descuenta las inversiones en acciones y las primas por cobrar de inversionistas institucionales

En el Perú, el nivel de profundización financiera también es bajo, inclusive si se considera otras fuentes de financiamiento además del sistema bancario, como las provenientes de los intermediarios financieros no bancarios y de los inversionistas institucionales. Este resultado podría reflejar una importante participación de otras fuentes de financiamiento en los últimos años, tales como recursos propios (autofinanciamiento), inversión extranjera directa, entre otros.

En ese sentido, el bajo nivel de desarrollo financiero en el Perú sugiere que aún existe espacio para seguir ampliando la oferta de servicios financieros en la economía, no sólo para recuperar los niveles alcanzados antes de la crisis financiera de fines de los noventa, sino también para incorporar un mayor número de potenciales prestatarios con capacidad de pago que aún se encuentran excluidos del sector financiero. La incorporación de tales agentes, muchos incluidos en el sector informal, requerirá también de esfuerzos adicionales en las entidades financieras a efectos de analizar de manera apropiada el riesgo de crédito asociado a tales agentes.

## III. MERCADO DE CAPITALES

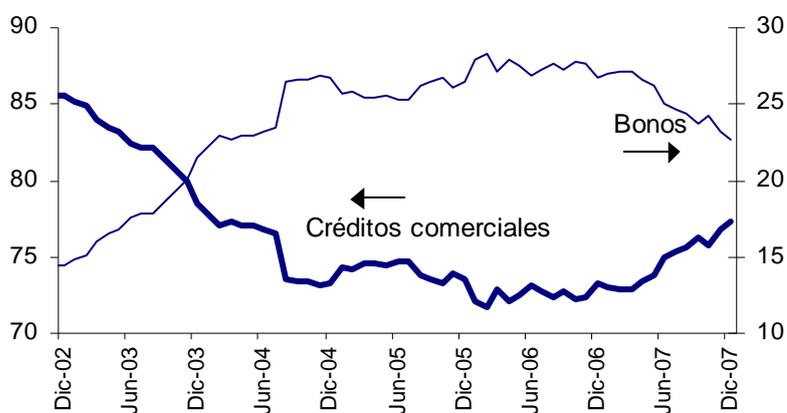
### III.1 Principales Desarrollos

63. En el segundo semestre de 2007, el mercado de renta fija se caracterizó por las mayores emisiones de títulos de deuda de largo plazo en moneda nacional realizadas tanto por el gobierno como por el sector privado. Sin embargo, la volatilidad en los mercados financieros internacionales, producto de la crisis en los mercados hipotecarios y crediticios de los Estados Unidos, tuvo efectos negativos en el mercado local de capitales, principalmente en el mercado bursátil y en el portafolio de los inversionistas institucionales. Asimismo, se observó un incremento en las tasas de interés de la deuda pública y privada.

### III.2 Mercado de Renta Fija

64. El financiamiento de las empresas no financieras en el mercado de capitales mediante la emisión de instrumentos de deuda se ha consolidado como un complemento al financiamiento bancario. De este modo, desde agosto de 2004 a junio 2007, la participación del mercado de capitales dentro de la estructura de financiamiento del sector no financiero se mantuvo en un nivel relativamente constante entre 25% y 28%. Posteriormente, a partir de julio 2007, este porcentaje ha disminuido ligeramente (23% a diciembre 2007) ante el mayor dinamismo de las colocaciones de créditos comerciales del sistema bancario.

**Estructura del Financiamiento del Sector No Financiero (en %)**



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

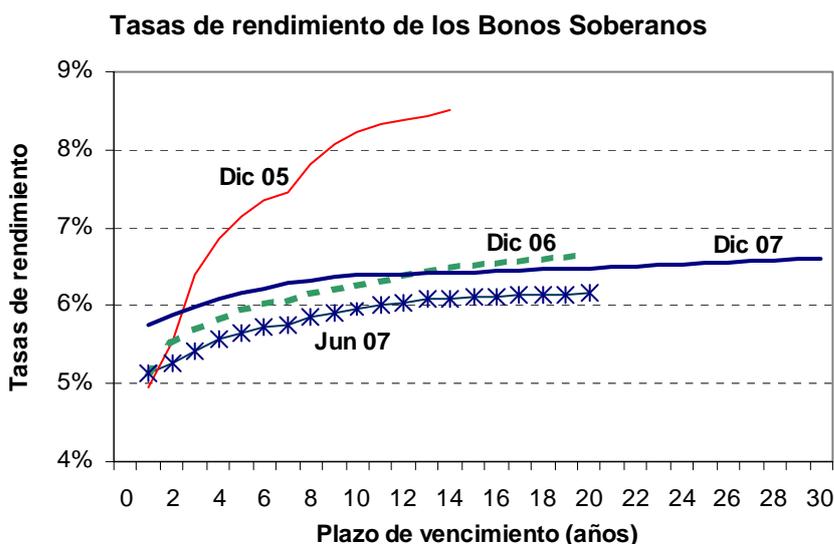
65. La principal característica observada en los mercados de renta fija pública y privada durante el segundo semestre de 2007 es el aumento de la preferencia del gobierno y de las empresas por recurrir al endeudamiento de largo plazo en moneda nacional. Ello ha sido posible principalmente por la existencia de una curva de rendimiento de largo plazo en moneda nacional, el hecho de que las expectativas de inflación de largo plazo están ancladas en torno al rango meta del Banco Central, la mejora de los fundamentos macroeconómicos del país y la fortaleza de la moneda local. Sin embargo, se ha observado un ligero incremento de la tasa de interés en los mercados de renta fija pública y privada producto de un entorno internacional menos favorable.

## III.2.1 Renta Fija Pública

66. El saldo de bonos soberanos emitidos localmente en el mercado de capitales alcanzó los S/. 18 792 millones a diciembre 2007, cifra superior en 61% al saldo registrado a diciembre 2006. El incremento se produjo principalmente en el segundo semestre (S/. 6 015 millones) debido a la emisión de S/. 4 750 millones en bonos soberanos a 30 años realizada en julio, con el objetivo de financiar la operación de prepago de la deuda con el Club de París<sup>35</sup>.

En el segundo semestre de 2007, el mercado de bonos soberanos se ha caracterizado por: i) la creación de un *benchmark* a 30 años en la curva de rendimiento en moneda local; ii) una mayor participación de los bonos soberanos en soles nominales de largo plazo; iii) un incremento de las tasas de interés de los bonos soberanos respecto al primer semestre de 2007; y, iv) un incremento del monto negociado en el mercado secundario.

67. La curva de rendimiento en moneda local en soles nominales se ha alargado de 20 a 30 años de plazo a partir de julio, producto de la emisión del bono soberano con fecha de vencimiento en agosto de 2037, previamente mencionada. En soles VAC<sup>36</sup>, la curva de rendimiento llega hasta los 40 años de plazo.



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

La existencia de una curva de rendimiento en moneda local de papeles del gobierno permite la formación de tasas de interés para la deuda privada, facilitando las emisiones de largo plazo en nuevos soles. A su vez, la curva de rendimiento constituye un referente para el mercado de créditos, principalmente para los productos bancarios de largo plazo, posibilitando la oferta de créditos hipotecarios de más largo plazo en soles y a tasa fija.

<sup>35</sup> Con el objetivo de mejorar el perfil de deuda, reducir el requerimiento financiero para los próximos años y reducir el riesgo cambiario, el gobierno acudió en mayo de 2007 al Foro del Club de París para solicitar el prepago del total de la deuda comercial que vence en el periodo octubre 2007 - 2015. La solicitud fue aprobada en julio de 2007 y el prepago se hizo efectivo a comienzos de octubre por un monto aproximado de US\$ 1 794 millones.

<sup>36</sup> Valor de Actualización Constante, índice que varía en función al Índice de Precios al Consumidor del mes anterior.

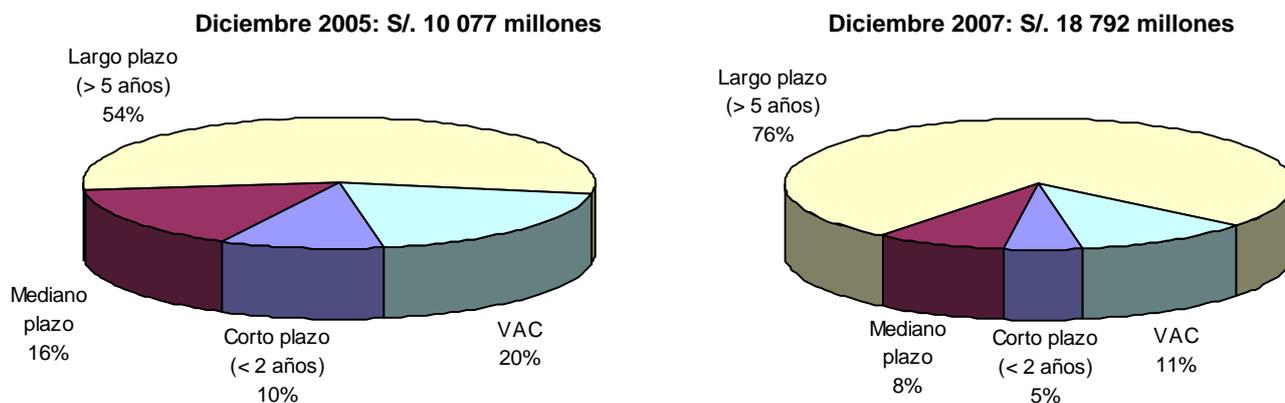
# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

68. Los bonos soberanos de largo plazo en soles nominales han continuado incrementando su participación dentro del total. Ello ha respondido a una estrategia por parte del gobierno que busca evitar la concentración del pago de las amortizaciones de la deuda en el corto plazo. Además, las emisiones de bonos soberanos de largo plazo se han visto incentivadas por la demanda y preferencia de algunos inversionistas institucionales, como las AFP, por destinar recursos a instrumentos financieros con dicho horizonte de maduración.

De este modo, la participación de los bonos soberanos en soles nominales con vencimiento superior a los 5 años aumentó a 76% del total de bonos soberanos a diciembre 2007. Mientras tanto, la participación de los bonos VAC, de los bonos de mediano plazo (vencimiento de 2 a 5 años) y de corto plazo (vencimiento menor a los 2 años) disminuyó a 11%, 8% y 5%, respectivamente.

## Estructura del Saldo de Bonos Soberanos por duración



69. En el segundo semestre de 2007 se observó un incremento de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos para todos los tramos de la curva producto del incremento de la prima por riesgo de la deuda emergente y de la mayor aversión al riesgo de los inversionistas, principalmente no residentes. Estos desarrollos fueron consecuencia de la turbulencia registrada en los mercados financieros internacionales, asociada al deterioro del segmento hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos.

La mayor aversión al riesgo a nivel global implicó un alza de la prima por riesgo de la deuda de las economías emergentes. El riesgo país de Perú, medido por el EMBI<sup>37</sup>+ Perú revirtió su tendencia decreciente observada en el primer semestre de 2007 donde alcanzó un mínimo histórico de 95 puntos básicos el 12 junio de 2007. En el segundo semestre de 2007, el EMBI+ Perú registró un incremento de 60 puntos básicos, finalizando el 2007 en 178 puntos básicos. Este comportamiento de la deuda peruana siguió la trayectoria de la deuda emergente global y regional. Así, en dicho período, el EMBI+ Global subió 63 puntos básicos y el EMBI+ América Latina en 70 puntos básicos.

<sup>37</sup> Emerging Markets Bond Index.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

Los inversionistas no residentes reaccionaron inicialmente ante el aumento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales, vendiendo sus tenencias de bonos soberanos, en particular, del bono soberano a 30 años. En agosto y setiembre, las tenencias de bonos soberanos de los no residentes se redujeron en S/. 1 343 millones lo que presionó a la baja el precio de los bonos soberanos y consecuentemente elevó la tasa de rendimiento de estos instrumentos. En este contexto, las AFP dado su perfil de inversionista de largo plazo incrementaron sus tenencias de bonos soberanos.

Posteriormente, se dio un retorno de los inversionistas no residentes dada la visión favorable sobre las cuentas externas y el crecimiento del Perú, así como la expectativa de una pronta elevación de la calificación del riesgo de la deuda pública al grado de inversión. Así, entre noviembre y diciembre las tenencias de bonos soberanos de los no residentes se incrementaron en S/. 577 millones.

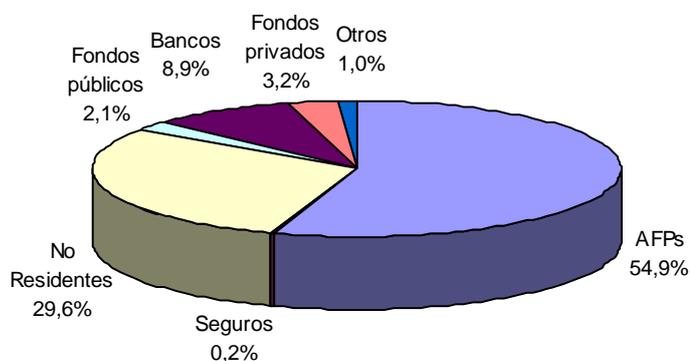
Cabe agregar que otro factor que contribuyó al alza de la tasa de interés de los bonos soberanos, en particular de los de menor plazo, fue la elevación en 2 oportunidades de la tasa de interés de referencia del Banco Central en 25 puntos básicos cada vez en los meses de julio y setiembre.

70. A diciembre de 2007, la tenencia de bonos soberanos en soles nominales se distribuye entre las AFP (55%), los no residentes (30%) y los bancos (9%). Dada la naturaleza de los fondos de pensiones, las AFP invierten en el tramo medio y largo de la curva, los no residentes en el tramo largo y los bancos en el tramo corto.

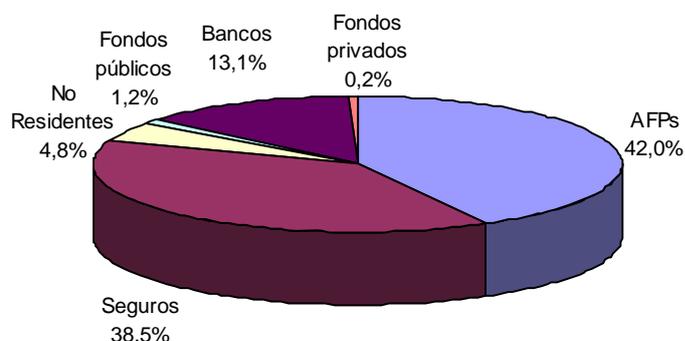
Los principales tenedores de bonos VAC son las AFP (42%) y las compañías de seguros de vida (39%). En particular, resalta la participación de las compañías de seguros en los bonos VAC de más largo plazo, dado que poseen el 53% de los bonos VAC con fecha de vencimiento en enero de 2035 y el 82% de los bonos VAC con fecha de vencimiento en agosto de 2046. Cabe señalar que la tenencia de estos bonos VAC permite a las compañías de seguros hacer la cobertura de sus pasivos indexados a la inflación provenientes de los seguros de vida y de las pensiones vitalicias derivadas del Sistema Privado de Pensiones.

## Tenencia de Bonos Soberanos a diciembre 2007: S/. 18 791,6 millones

### Bonos en soles nominales: S/. 16 669,3 millones



### Bonos VAC: S/. 2 122,3 millones



71. El monto negociado de bonos soberanos en el mercado secundario ascendió a S/. 19 802 millones en el 2007, cifra 84% mayor al monto negociado en el 2006 (S/. 10 768 millones). De este modo, la rotación de los bonos soberanos medida como el monto negociado en el mercado secundario entre el saldo a inicios del período subió de 1,07 veces en el 2006 a 1,68 veces en el 2007.

### Operaciones de recompra de títulos (Repos)

#### Definición:

Los repos son operaciones de venta de un activo financiero con un compromiso o pacto posterior de recompra. Los repos consisten en un acuerdo entre dos partes mediante el cual una de ellas vende a la otra un activo financiero a un precio específico y se compromete a recomprar en una fecha posterior el mismo activo (o uno de similar clase y emisor) a un precio mayor. El diferencial entre el precio de recompra y el precio inicial de venta constituye el interés de la operación repo.

#### Características:

- Se efectúan en mercados no centralizados u OTC (*over-the-counter*).
- Los repos se pactan por lo general a 1 día de plazo (*overnight*) o con un plazo definido de corta maduración.
- Los repos se consideran transacciones híbridas ya que combinan características de un préstamo garantizado (*secured loans*) con una transacción de venta con posterior recompra de un activo financiero. El riesgo de crédito (mitigado por la presencia de un colateral), la valorización *mark-to-market* del colateral y el uso de márgenes constituyen características de los repos que también se encuentran presentes en un préstamo garantizado. Sin embargo, dado que en un repo se transfiere legalmente la propiedad del activo financiero, el comprador inicial tiene la posibilidad de negociar el activo financiero antes del término del plazo estipulado en la operación.
- Si bien las operaciones repos incluyen una transferencia de propiedad, en el caso que el activo financiero utilizado en la operación pague dividendos, cupones o amortizaciones originales, se retorna estos beneficios al tenedor original del activo financiero.
- Los repos son considerados como inversiones con un riesgo de crédito mitigado dado que la transferencia temporal del activo financiero se constituye como un colateral del monto invertido. El riesgo de crédito se reduce aún más cuando la cobertura del colateral es mayor al monto invertido (*overcollateralized repo*).
- Los activos financieros más empleados en las operaciones repos son: bonos y letras del Tesoro, obligaciones de agencias federales, instrumentos del mercado de dinero, certificados de depósitos, bonos corporativos, obligaciones respaldadas por activos hipotecarios y acciones.

#### Usos:

- Los repos son utilizados como una fuente de fondeo por los agentes tenedores de activos financieros, quienes ante un requerimiento de liquidez pueden financiarse mediante una operación repo, sin perder los beneficios de la tenencia de su activo financiero como el pago de cupones o una ganancia de capital. Además, los *traders* utilizan los repos para financiar sus posiciones largas de activos financieros, obtener acceso a fondos a un costo relativamente bajo y cubrir sus posiciones cortas.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

- La contraparte en las operaciones repos, es decir la parte que inicialmente compra el activo financiero, lo constituyen por lo general fondos mutuos de corto plazo o fondos especializados en el mercado de dinero (*money market funds*). Por su corto plazo de maduración, su bajo nivel de riesgo y el elevado tamaño promedio de transacción, los repos son demandados por inversionistas institucionales con excedentes de efectivo y con un horizonte de inversión de corto plazo.

En el segundo semestre del 2007, el monto negociado en el mercado secundario fue de S/. 9 720 millones lo que implica una reducción de 4% respecto al monto negociado en el primer semestre de 2007 que alcanzó los S/. 10 081 millones. Finalmente, cabe destacar que entre los bonos soberanos con mayor negociación, figuran los bonos en soles nominales de mayor plazo (bonos con fecha de vencimiento en agosto 2020, agosto 2026 y agosto 2037).

## III.2.2 Renta Fija Privada

72. Las emisiones de valores mobiliarios en moneda nacional por el sector privado continuaron mostrando un gran dinamismo durante el 2007. Luego de experimentar un crecimiento anual cercano al 30% en los años 2005 y 2006, las emisiones en moneda nacional registran un incremento de 23% en el 2007. Cabe agregar que en el segundo semestre de 2007 se emitieron S/. 1 726 millones mientras que en el primer semestre S/. 1 592 millones.

Por su parte, las emisiones en moneda extranjera realizadas por el sector privado se redujeron en 11% en el 2006 y en 18% durante el 2007, con lo cual, a partir del 2006, las emisiones en moneda nacional han superado a las efectuadas en moneda extranjera.

Colocaciones de Valores Mobiliarios en Ofertas Públicas

	Moneda Nacional		Moneda Extranjera		Total	
	Mill. S/.	Var. %	Mill. US\$	Var. %	Mill. US\$	Var. %
2004	1 643		765		1 247	
2005	2 127	29%	829	8%	1 474	18%
2006	2 708	27%	737	-11%	1 565	6,2%
2007	3 318	23%	601	-18%	1 670	6,7%
Ene - Jun 2007	1 592		294		795	
Jul - Dic 2007	1 726		307		876	

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

73. El saldo de bonos corporativos de las empresas no financieras alcanzó los S/. 9 304 millones a diciembre de 2007, lo que significa un incremento de 6,7% respecto al 2006. Los bonos corporativos son el principal instrumento de deuda utilizado por las empresas para financiarse en el mercado de capitales. Los bonos corporativos emitidos por las empresas no financieras representan el 60% del saldo total de valores mobiliarios del sector privado, y si se incluye a los bonos corporativos emitidos por el sector financiero (principalmente bancos) esta cifra se eleva a 68%.

En el 2007, resaltó también el dinamismo de los instrumentos de corto plazo o papeles comerciales, los que son emitidos por las empresas no financieras. El saldo de estos instrumentos creció en 50% a S/. 598 millones. Los recursos



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

obtenidos por este financiamiento, al ser de corto plazo, se destinan principalmente a cubrir los requerimientos de capital de trabajo. A su vez, estos instrumentos constituyen la puerta de entrada al mercado de capitales para varias de las nuevas empresas emisoras, como ha sido el caso de Tiendas EFE en el 2006 y de Corporación Aceros Arequipa, Metalpren, Zinc Industrias Nacionales y Compañía Industrial Nuevo Mundo en el 2007.

El saldo de bonos titulizados ascendió a S/. 1 833 millones a diciembre de 2007. Los patrimonios autónomos utilizados para respaldar a los bonos titulizados son diversos y están conformados por: ventas de hidrocarburos extraídos de Camisea (originador Hunt Oil Company of Peru), flujos de las ventas con tarjetas de crédito y débito de la red VISANET (Supermercados Peruanos y Wong & Metro), derechos de crédito y pagarés (Aguaytía Energy), flujos de contratos de servicios de ingeniería o consultoría (Graña & Montero), flujos provenientes de ingresos por alquileres y espacios publicitarios (Inmuebles Panamericana), flujos provenientes del cobro de peajes (Municipalidad de Lima Metropolitana), entre otros.

Uno de los desarrollos más importantes en el mercado de capitales en el segundo semestre de 2007, fue la titulización, por primera vez, de una cartera hipotecaria. En diciembre de 2007, el Banco Continental realizó la primera emisión de bonos titulizados respaldados por un patrimonio autónomo compuesto de un portafolio de préstamos hipotecarios. El monto colocado fue de US\$ 25 millones a un plazo de 18 años y a una tasa de 6,75%. Cabe destacar, que esta emisión se encuentra dentro de un programa autorizado de hasta US\$ 100 millones.

La titulización de préstamos hipotecarios constituye para las instituciones financieras una interesante fuente de fondeo, ya que no sólo disponen de mayores recursos para colocar sino también acceden a un financiamiento de largo plazo. Además, la titulización proporciona mayor liquidez a sus colocaciones hipotecarias. De este modo, las instituciones financieras conseguirían un adecuado calce de sus plazos y mejorarían la administración de sus riesgos financieros, en particular los de liquidez y tasa de interés.

## Valores Mobiliarios emitidos por Oferta Pública Primaria

Tipo de instrumento	Saldo fin de período (en millones de soles)				Variación anual 1/	Estructura %		Dolarización	
	2004	2005	2006	2007		2006	2007	2006	2007
Bonos Corporativos	7 586	7 895	9 560	10 541	10%	67%	68%	53%	42%
- Empresas no financieras	6 925	7 146	8 673	9 304	7%	60%	60%	56%	44%
Bonos Titulizados	736	1 648	1 912	1 833	-4%	13%	12%	85%	77%
Bonos de Arrendamiento Financiero	1 557	1 504	1 154	1 103	-4%	8%	7%	95%	96%
Bonos Subordinados	800	890	847	961	13%	6%	6%	71%	63%
Certificados de Depósitos Negociables	605	439	267	365	37%	2%	2%	10%	0%
Instrumentos de Corto Plazo	298	668	399	598	50%	3%	4%	71%	71%
Bonos Hipotecarios	180	237	197	204	4%	1%	1%	100%	100%
Bonos Estructurados	66	69	0	0	-	0%	0%	-	-
<b>Total</b>	<b>11 829</b>	<b>13 349</b>	<b>14 336</b>	<b>15 604</b>	<b>9%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>62,0%</b>	<b>52,2%</b>

1/ Corresponde a la variación de los saldos durante el último año (diciembre 2007 / diciembre 2006).

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

74. Las mayores emisiones en moneda nacional durante los últimos 3 años han permitido una reducción paulatina en el grado de dolarización del saldo total de valores mobiliarios. Esta tendencia se ha acentuado en el 2007, al registrarse una reducción en este indicador de 62% en diciembre 2006 a 52% en diciembre en 2007.

En particular, destaca el grado de dolarización inferior al 50% de los bonos corporativos. En el caso de los bonos corporativos emitidos por las empresas no financieras, el grado de dolarización se ha reducido a 44% a diciembre 2007. Dado lo anterior, se ha producido una sustitución del endeudamiento en dólares por un financiamiento en soles en el mercado de capitales. Cabe resaltar que endeudarse en soles permite a las empresas que desarrollan sus actividades localmente mejorar la administración de sus riesgos financieros, principalmente el cambiario.

75. El mayor desarrollo del mercado primario de renta fija y las emisiones de bonos soberanos a 30 años de plazo en soles nominales (julio 2007) y 40 años de plazo en soles VAC (noviembre 2006) han contribuido a que las empresas se financien en el mercado de capitales a plazos cada vez más largos. En el 2007, destacaron las emisiones de bonos corporativos en soles nominales con un plazo de 15 y 12 años de Edegel, y de 10 años de Alicorp, Gloria y COFIDE. Las emisiones en soles nominales de bonos subordinados alcanzaron un plazo de 20 años (Banco de Crédito) y 15 años (Banco Continental) mientras que en el caso de los bonos titulizados llegaron a los 15 años (Inmuebles Panamericana). Por su parte, en soles VAC se registraron emisiones de bonos corporativos a 20 años (Telefónica del Perú) y de bonos subordinados a 25 años (Banco Continental).

El mayor endeudamiento de largo plazo en soles se evidencia en que a diciembre de 2007, el 42% del saldo total de valores mobiliarios en moneda nacional posee un plazo de vencimiento superior a los 5 años, porcentaje superior al 15% observado a finales de 2005. En moneda extranjera, el saldo de valores mobiliarios con un vencimiento superior a los 5 años se ha mantenido por encima del 40% en los últimos 4 años. En el 2007, destacaron las emisiones en moneda extranjera de bonos corporativos por un plazo de 12 años de Red de Energía del Sur, de bonos subordinados a 20 años del Banco Continental y de bonos titulizados a 18 años del Banco Continental (titulización de cartera hipotecaria).

**Saldo de Valores Mobiliarios por Plazo de Vencimiento**

Plazos	2004	2005	2006	2007
<b>MN (en millones de S/.)</b>	<b>4 180</b>	<b>4 666</b>	<b>5 454</b>	<b>7 452</b>
Hasta 1 año	33%	38%	20%	18%
Más de 1 año, hasta 3 años	36%	29%	28%	22%
Más de 3 años, hasta 5 años	15%	18%	24%	18%
Más de 5 años	16%	15%	28%	42%
<b>ME (en millones de US\$)</b>	<b>2 331</b>	<b>2 531</b>	<b>2 776</b>	<b>2 727</b>
Hasta 1 año	11%	14%	13%	14%
Más de 1 año, hasta 3 años	22%	19%	21%	22%
Más de 3 años, hasta 5 años	17%	21%	21%	22%
Más de 5 años	49%	47%	46%	43%

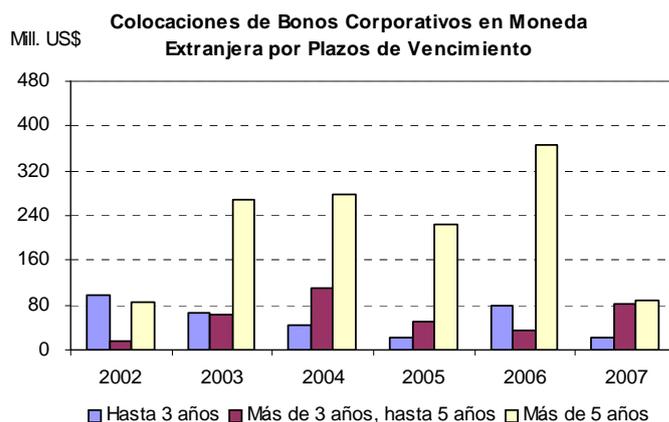
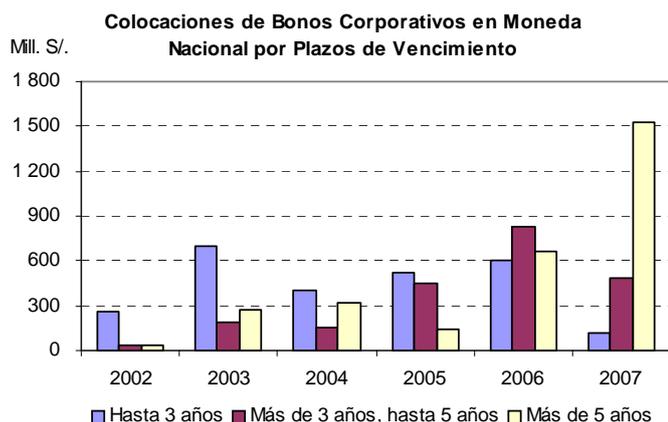
Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

En el caso de los bonos corporativos se observa, a partir del 2006, una mayor importancia de las colocaciones en moneda nacional a plazos superiores a los 5 años. Esta tendencia se ha acentuado en el 2007, en donde el 72% de las colocaciones de bonos corporativos en moneda nacional se realizaron a un plazo superior a los 5 años (ver gráfico). En moneda extranjera, se observa la preponderancia de las colocaciones a plazos superiores a los 5 años desde el 2003.



76. En el 2007, se incorporaron 7 nuevos emisores de instrumentos de deuda al mercado de capitales, los cuales se suman a los 23 nuevos emisores incorporados entre el 2004 y el 2006. Las empresas Corporación Aceros Arequipa, Metalpren, Zinc Industrias Nacionales y Compañía Industrial Nuevo Mundo ingresaron al mercado de capitales a través de la emisión de instrumentos de corto plazo; Edpyme Edyficar y Enersur ingresaron a través de bonos corporativos, mientras que Inmuebles Panamericana emitió bonos titulizados.

A diciembre de 2007, los 10 principales emisores concentran el 47% del saldo total de instrumentos de deuda, cifra superior a la observada a finales de 2006 (44%). Las principales empresas no financieras que recurren al mercado de capitales son: Telefónica del Perú, Transportadora de Gas de Perú, Edegel, Luz del Sur, Edelnor, Duke Energy Internacional – Egenor y Pluspetrol Camisea. De otro lado, 3 empresas financieras se encuentran entre los 10 principales emisores del mercado de capitales, siendo ellas: Banco de Crédito, Banco Continental y Scotiabank.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Principales Emisores de Valores Mobiliarios

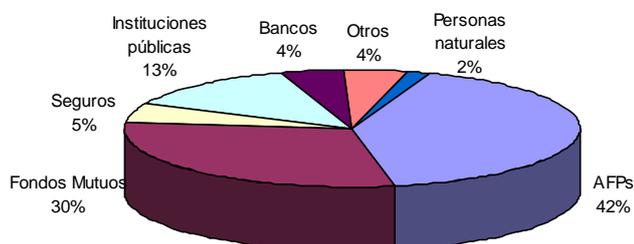
(En millones de soles)

Empresas y entidades	A diciembre 2007
Telefónica del Perú	1 366
Banco de Crédito del Perú	1 019
Transportadora de Gas	1 008
Banco Continental	844
Edegel	622
Luz del Sur	615
Edelnor	533
Scotiabank Perú	474
Duke Energy International - Egenor	458
Pluspetrol Camisea	434
<b>Total</b>	<b>7 372</b>
<b>Porcentaje del saldo total de bonos</b>	<b>47,2%</b>

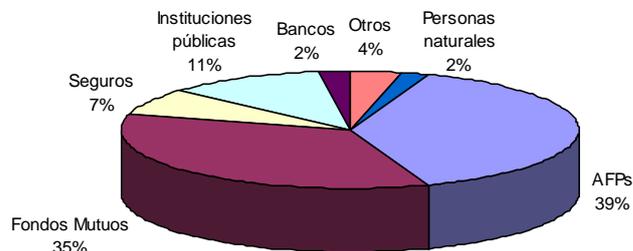
Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

77. En el 2007, las AFP fueron los principales adquirientes de valores mobiliarios colocados por ofertas públicas primarias con el 39% ó S/. 1 941 millones, seguidas por los fondos mutuos que adquirieron el 35% ó S/. 1 743 millones. Cabe mencionar que respecto al 2006, las AFP adquirieron una cantidad similar de instrumentos de deuda del sector privado, mientras que los fondos mutuos adquirieron un 25% más (S/. 348 millones) lo que se sustentó en el incremento del número de partícipes y el mayor patrimonio administrado por estos inversionistas institucionales.

Colocaciones de Ofertas Públicas según Adquiriente  
Ene-Dic 2006



Colocaciones de Ofertas Públicas según Adquiriente  
Ene-Dic 2007



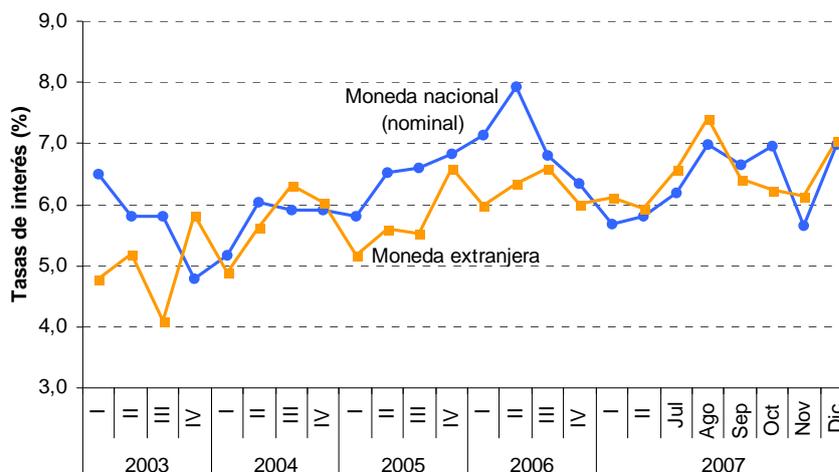
78. La tasa de interés ponderada para las nuevas colocaciones de bonos del sector privado ha sido en la mayoría de los meses del segundo semestre de 2007 superior a la registrada en el primer semestre. En moneda nacional, la tasa de colocación (rendimiento) fluctuó entre 5,6% y 7,0% y en moneda extranjera entre 6,1% y 7,4%. Las tasas de interés de largo plazo del mercado de capitales se incrementaron principalmente en el mes de agosto, producto de la turbulencia en los mercados financieros internacionales. Dicha volatilidad provocó un incremento en la tasa de los bonos soberanos y una mayor aversión al riesgo de los inversionistas institucionales que exigieron un mayor rendimiento en los instrumentos de deuda demandados. Estos factores generaron un incremento en el costo del financiamiento en el mercado de capitales local.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Tasas de interés 1/



1/ Tasa de interés de las ofertas públicas de bonos del sector privado.  
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

### Beneficios del Ahorro en Nuevos Soles

En la década de los noventa, el sistema bancario peruano presentó un elevado nivel de dolarización producto de la experiencia de alta inflación que afectó a nuestra economía en el período 1976-1990. Si bien a partir del año 1997 la tasa de inflación se ubicó por debajo del 10% anual, el grado de dolarización de la liquidez del sistema bancario permaneció por encima del 70% hasta finales del año 2001.

Esta persistencia de la dolarización, contraria a la evolución positiva de los fundamentos económicos y a la mayor estabilidad monetaria, se explica por un proceso denominado histéresis. Este término describe el mantenimiento de un fenómeno a pesar que las causas que lo originaron ya no están presentes. Ello se debe a que los agentes forman sus expectativas sobre la base del pasado remoto, aún cuando los fundamentos económicos actuales no lo sustenten.

Sin embargo, desde el año 2002, la dolarización del sistema bancario presenta una tendencia decreciente. El grado de dolarización de la liquidez del sistema bancario se ha reducido de 68% en diciembre de 2001 a 46% en diciembre de 2007. Cabe mencionar que uno de los factores que ha contribuido a la desdolarización del sistema bancario ha sido la conducción de la política monetaria del Banco Central bajo un Esquema de Metas Explícitas de Inflación lo que ha permitido anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. En los 6 años de aplicación del Esquema de Metas de Inflación (2002-2007), la tasa promedio de inflación anual ha sido de 2,3%, cifra que se ubica entre las más bajas de la región.

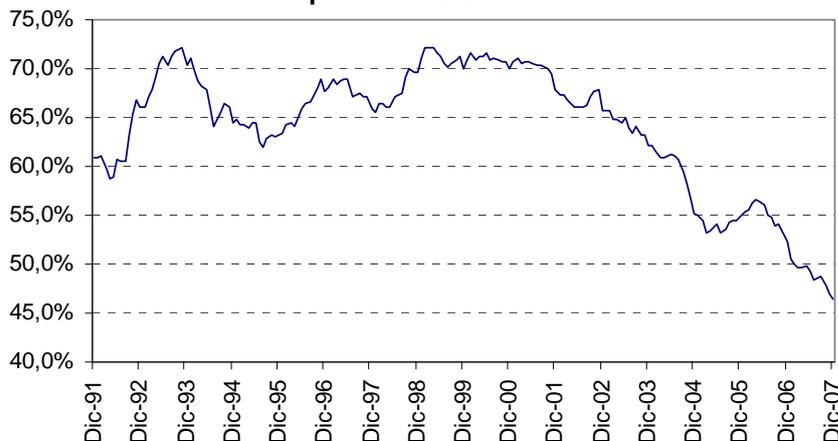


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

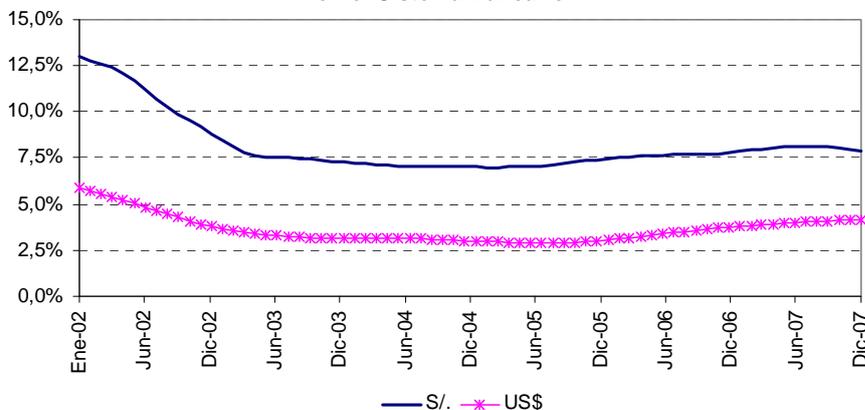


### Evolución del Grado de Dolarización de la Liquidez del Sistema Bancario



En este sentido, cabe preguntarse si las decisiones de los ahorristas de asignación de sus recursos por monedas ha sido adecuada en los últimos años. Para ello, se ha utilizado la tasa de interés promedio de los depósitos a 360 días del sistema bancario en soles y en dólares. Además, se ha optado por escoger como período de análisis los años comprendidos entre el 2002 y 2007 debido a que precisamente en el 2002 se inició la aplicación del Esquema de Metas Explícitas de Inflación. En todo este período, se verifica que la tasa de interés en soles de los depósitos a 360 días ha sido superior a la de dólares.

### Evolución del Rendimiento de los Depósitos a Plazo a 360 días en el Sistema Bancario



El rendimiento acumulado entre los años 2002 y 2007 de un depósito a 360 días en el sistema bancario ha sido de 56,6% en soles y de 23,0% en dólares. Sin embargo, para realizar una comparación entre ambas opciones de ahorro es necesario considerar las variaciones en el tipo de cambio. En el período 2002-2007, el nuevo sol registró una apreciación de 13,2% respecto al dólar. En consecuencia, el rendimiento acumulado de un depósito en dólares pero medido en nuevos soles (corregido por la variación del tipo de cambio) fue de solo 6,7% para el período de análisis.

Por lo tanto, la decisión de los agentes económicos de incrementar en términos relativos sus ahorros en soles (lo que se refleja en la caída de la dolarización de la liquidez del sistema bancario desde el 2002) ha sido claramente lo más conveniente para sus intereses en estos últimos 6 años. Cabe agregar, que gracias a la estabilidad económica, el rendimiento acumulado de los depósitos en



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

soles ha sido muy superior a la inflación acumulada (56,6% vs. 14,9%), lo que a su vez contribuye hacia una mayor bancarización.

## Rendimiento Acumulado de los Depósitos a Plazo

	Rend. Depósitos a Plazo			Var. Tipo de Cambio	Inflación
	S/.	US\$	US\$ adj 1/		
2002	9,2%	3,9%	6,3%	2,3%	1,5%
2003	7,3%	3,2%	1,9%	-1,2%	2,5%
2004	7,0%	3,0%	-2,6%	-5,5%	3,5%
2005	7,4%	3,0%	7,5%	4,4%	1,5%
2006	7,8%	3,8%	-2,9%	-6,4%	1,1%
2007	7,9%	4,1%	-3,1%	-7,0%	3,9%
<b>Acum 2002-2007</b>	<b>56,6%</b>	<b>23,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>14,9%</b>

1/ Se ha ajustado el rendimiento de los depósitos en dólares por la variación del tipo de cambio para poder compararlos con los depósitos en soles.

Adicionalmente al mayor rendimiento relativo del ahorro en soles, hay otros beneficios del ahorro en moneda local. En términos individuales, es beneficioso para un individuo recibir la remuneración de su depósito y efectuar los pagos de sus préstamos en la misma moneda en que está expresado su ingreso corriente, ya que de esta manera no queda expuesto al riesgo cambiario. En la medida en que el ingreso de la mayoría de agentes económicos está expresado en moneda local, conviene a éstos la solarización de las transacciones en el sistema financiero.

En términos agregados, el ahorro en moneda nacional es preferible, ya que ello contribuiría a la solarización de los activos y pasivos bancarios, con lo que se reduciría la exposición de los bancos al riesgo cambiario y aumentaría la capacidad del Banco Central para administrar la oferta monetaria y controlar la inflación.

### III.3 Mercado de Renta Variable

79. En el segundo semestre de 2007, la Bolsa de Valores de Lima revirtió su tendencia positiva de los últimos 5 años, al experimentar el Índice General (IGBVL) y el Índice Selectivo (ISBVL) un descenso de 20% y 24%, respectivamente. Los principales factores que explican este retroceso fueron en primer lugar el declive de las bolsas mundiales como consecuencia de la crisis hipotecaria en los Estados Unidos y en segundo lugar la disminución en los precios de los metales, principalmente del zinc que afectó significativamente las cotizaciones de las empresas mineras productoras de ese metal.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

80. Los mercados bursátiles internacionales mostraron un período de alta volatilidad a partir de finales de julio de 2007, cuando el deterioro del segmento hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos comenzó a afectar las condiciones crediticias de los mercados de dinero (se produjo una situación atípica de iliquidez a mediados de agosto de 2007)<sup>38</sup>. Además, se empezaron a generar pérdidas en las entidades financieras que poseían títulos-valores respaldados por garantías hipotecarias del segmento *subprime* (ver recuadro).

La incertidumbre respecto a la magnitud y profundidad de la crisis hipotecaria en el sistema financiero y en la economía de los Estados Unidos desencadenó un incremento de la aversión al riesgo de los inversionistas, los cuales optaron por deshacerse de sus activos de mayor riesgo (acciones, *commodities*, deuda emergente, deuda con calificación de riesgo especulativa, operaciones de *carry trade*<sup>39</sup>, etc) e incrementar sus posiciones en efectivo (*cash*), activos refugio (oro) y en activos de muy alta calificación crediticia (bonos del Tesoro de los Estados Unidos).

Cabe mencionar que luego del giro en la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) ocurrido el 18 de setiembre<sup>40</sup>, los mercados bursátiles experimentaron un período de relativa tranquilidad. Sin embargo, a partir de mediados de octubre, el agravamiento de la crisis inmobiliaria llevó a una serie de anuncios de pérdidas en las principales entidades financieras producto de la pérdida de valor de sus títulos respaldados por hipotecas. Ello renovó los temores de una restricción crediticia (*credit crunch*) lo que, sumado a indicadores económicos negativos, generó expectativas de una significativa desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos.

De este modo, las bolsas mundiales que, en su totalidad, venían mostrando un sólido desempeño en el 2006 y en el primer semestre de 2007 registraron en la mayoría de los casos un desempeño negativo y una alta volatilidad en el segundo semestre de 2007. Las principales excepciones dentro de los principales mercados bursátiles fueron las bolsas de China y Brasil que se constituyeron en las de mayor rendimiento en el segundo semestre de 2007 a nivel global y regional, respectivamente.

<sup>38</sup> La Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo se vieron obligados a realizar importantes inyecciones de dinero al sistema financiero a través de repos debido a que el nerviosismo en los mercados de dinero e interbancario llevó a que las tasas de interés para préstamos interbancarios se ubicaran muy por encima de las respectivas tasas de referencia.

<sup>39</sup> *Carry trade* es la estrategia financiera en la que un prestatario recibe un préstamo en una moneda con tasa de interés baja y adquiere activos financieros en otra moneda correspondiente a un país que tenga una tasa de interés alta.

<sup>40</sup> Por primera vez en 4 años, la FED optó por reducir su tasa de referencia. En esa oportunidad, la tasa se redujo en 50 puntos básicos de 5,25% a 4,75%. Posteriormente, la tasa de referencia fue reducida en 25 puntos básicos en cada una de las reuniones del 31 de octubre y del 11 de diciembre, con lo que finalizó el 2007 en 4,25%.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Principales Índices Bursátiles Mundiales

Región	Índice	Dic 2006	Dic 2007	Var. %			
				2006	2007	I Sem 2007	II Sem 2007
<b>América</b>							
EE.UU	Dow Jones	12 463	12 981	16	4	8	-3
EE.UU	Nasdaq Comp	2 415	2 597	10	8	8	0
Brasil	Bovespa	44 474	60 971	33	37	22	12
Argentina	Merval	2 091	2 212	35	6	5	1
México	IPC	26 448	28 711	49	9	18	-8
Chile	IGP	12 375	14 106	34	14	22	-7
<b>Perú</b>	<b>IGBVL</b>	<b>12 884</b>	<b>17 837</b>	<b>168</b>	<b>38</b>	<b>74</b>	<b>-20</b>
<b>Perú</b>	<b>ISBVL</b>	<b>22 159</b>	<b>29 971</b>	<b>188</b>	<b>35</b>	<b>77</b>	<b>-24</b>
<b>Europa</b>							
Alemania	DAX	6 596	7 609	22	15	21	-5
Reino Unido	FTSE 100	6 221	6 262	11	1	6	-5
<b>Asia</b>							
Japón	Nikkei 225	17 226	14 889	7	-14	5	-18
Corea	Seul Composite	1 435	1 773	4	24	22	2
China	Shanghai Composite	2 676	5 032	130	88	43	32

Fuente: Reuters y Bloomberg.

81. A pesar del desempeño negativo en el segundo semestre de 2007, los índices bursátiles locales finalizaron el 2007 con un rendimiento de 38% en el IGBVL y de 35% en el ISBVL; ubicándose junto con la Bolsa de Sao Paulo como las plazas bursátiles de mayor rentabilidad en la región. Cabe mencionar que la importante rentabilidad experimentada en el primer semestre de 2007, prosiguió al sobresaliente desempeño de la BVL durante el 2006, donde los incrementos de 168% en el IGBVL y de 188% en el ISBVL la ubicaron como la más rentable del mundo.

El alza de las cotizaciones de las acciones listadas en la Bolsa de Valores de Lima durante el 2006 fue liderado por las acciones mineras y respondió al ciclo expansivo de la economía mundial que se reflejó en un importante alza en el precio de los *commodities*, en particular de los metales industriales como el cobre, el zinc y el plomo. Por su parte, el alza experimentada en los primeros 7 meses de 2007 correspondió, en mayor medida, al incremento en el precio de las acciones ligadas a la demanda interna ante el mayor dinamismo de la economía. Además, se observó una mayor liquidez en el mercado producto del ingreso de nuevos inversionistas, principalmente a través de fondos mutuos y aportes voluntarios a las AFP, lo que generó una mayor presión compradora<sup>41</sup>.

82. La Bolsa de Valores de Lima fue una de las plazas bursátiles de mas bajo desempeño a nivel global durante el segundo semestre de 2007. Este hecho se explica principalmente por: i) la Bolsa de Valores de Lima fue una de las de mejor desempeño en los últimos 5 años, por lo que era muy factible que se realice un proceso de toma de ganancias; ii) el IGBVL está compuesto en un 50% por empresas mineras por lo que es más sensible, en comparación a otras bolsas de la región, a factores externos que afecten la demanda mundial de metales y iii) la poca liquidez y profundidad de la Bolsa de Valores de Lima la hace ser muy dependiente del comportamiento de los principales inversionistas institucionales y lleva a que en los períodos de mayor turbulencia se generen caídas de mayor magnitud cuando dichos inversionistas se ausentan del mercado.

<sup>41</sup> Ver Reporte de Estabilidad Financiera Junio 2007.





## Las Hipotecas *Subprime*: Crisis en el Mercado Inmobiliario Norteamericano

Las hipotecas *subprime* o subpreferenciales son préstamos dirigidos a prestatarios a quienes se percibe como de alto riesgo crediticio, debido a que tienen un pobre historial crediticio y/o no cuentan con un trabajo estable, un rango de salarios constante o no pueden demostrar sus ingresos mediante nóminas, recibos, etc. Dichas condiciones, les imposibilitan el acceso a avales bancarios. Por la naturaleza del riesgo que implican tales créditos, la tasa de interés cobrada es largamente superior a un crédito hipotecario convencional (entre 200 y 300 puntos básicos). En la mayoría de los casos, la tasa de interés pactada es variable. Estos préstamos se caracterizan también porque exigen una reducida cuota inicial y porque los prestatarios no conocen con exactitud las condiciones en las que les ha sido otorgado el crédito. Dado lo anterior, estos préstamos presentan un alto incumplimiento en sus pagos, en particular en una coyuntura alcista de tasas de interés.

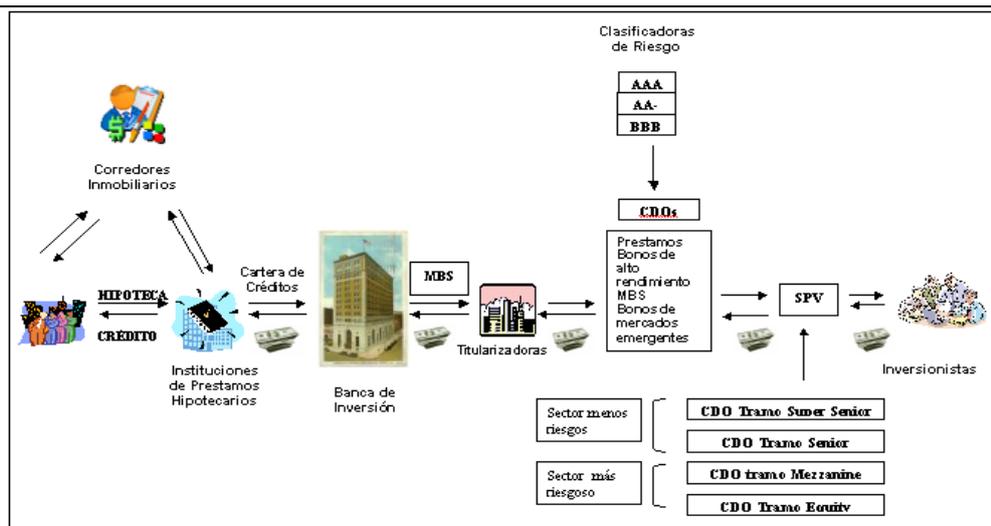
Este tipo de hipotecas tuvieron una expansión significativa a mediados de los noventa y entre los años 2001 y 2006. Esta expansión fue generada por el mecanismo de “*emisión – distribución*”. Los prestamistas mantenían las hipotecas en sus libros hasta que eran vendidas a otras instituciones financieras (*securitizers*) que se encargaban de agrupar, empaquetar y titular un conjunto de hipotecas. La agrupación de un conjunto de hipotecas posibilita la emisión de títulos garantizados por éstas denominados *Mortgage Backed Securities (MBS)*, cuyos flujos de caja están en función de los repagos de los préstamos hipotecarios. Posteriormente, estos instrumentos financieros eran colocados a los principales bancos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones; los que a su vez podían vender estos activos a sus clientes o a otros inversionistas (por ejemplo fondos de cobertura), como componentes de valores estructurados.

Los **MBS** junto con préstamos bancarios, bonos corporativos, bonos de alto rendimiento, bonos de países emergentes, préstamos apalancados y/o títulos respaldados por activos (*Asset Backed Securities - ABS*) pueden ser agrupados también en un portafolio o “*pool* de deuda”. Una vez agrupados, estos instrumentos sirven de colateral para emitir nuevas obligaciones (*Collateralized Debt Obligations - CDO*). Los **CDO** son trasladados a un Vehículo de Propósito Especial o **SPV** (por sus siglas en inglés), que se encarga de emitir notas de pago que son clasificadas en tramos según un orden de prelación. Así, cada **CDO** puede tener distintos perfiles de riesgo-rentabilidad por lo que son demandados por distintas clases de inversionistas.<sup>42</sup>

<sup>42</sup> Paúl Rebolledo (2007). La crisis hipotecaria subprime y sus efectos en los mercados financieros internacionales. Revista Punto de Equilibrio (Año 16; N° 96), Universidad del Pacífico.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



Inicialmente, los resultados fueron que tanto prestamistas como prestatarios tuvieron mayor acceso a los mercados de capital, menores costos de transacción, mayor poder de apalancamiento y se transfirió el riesgo de crédito a un universo más amplio de agentes económicos. Ello sumado al “boom” del mercado inmobiliario, al incremento en el precio de las casas y a una coyuntura de bajas tasas de interés llevó a un mayor grado de apalancamiento de los prestatarios y a una mayor complacencia frente al riesgo por parte de las instituciones prestamistas, los bancos de inversión, las agencias clasificadoras y el grueso de inversionistas. Cabe agregar que la complejidad de estos instrumentos financieros dificulta su correcta valorización por parte de las agencias clasificadoras de riesgo y la comprensión del riesgo que están asumiendo los tenedores finales de estos activos.

La finalización del “boom” del mercado inmobiliario y la reversión de la política monetaria expansiva se tradujo, a partir del 2006, en un desempeño cada vez peor de las hipotecas subprime, en particular de las pactadas a una tasa de interés variable. Se incrementaron los niveles de morosidad y las ejecuciones de hipotecas, lo que a su vez llevó a un descenso en el precio de las casas agravando la situación del mercado inmobiliario. La reducción en el precio de las casas redujo el valor del colateral que sirve como respaldo de los préstamos hipotecarios, lo que implica en muchos casos un incremento de las tasas de interés debido al mayor riesgo del préstamo, dificultando a su vez el pago puntual por parte de los prestatarios.

De acuerdo con la Asociación de Banqueros Hipotecarios (*Mortgage Bankers Association*) la tasa de morosidad alcanzó el 5,82% del total de hipotecas en el cuarto trimestre de 2007, siendo la tasa más alta desde 1985. Por su parte, las ejecuciones hipotecarias alcanzaron un récord de 0,83% en el cuarto trimestre de 2007. Las préstamos *subprime* a una tasa de interés variable son claramente el segmento más afectado dentro del mercado hipotecario: la tasa de morosidad fue de 20% y las ejecuciones hipotecarias alcanzaron el 5,3% en el cuarto trimestre de 2007, para este segmento.

La corrección del mercado inmobiliario y el mayor incumplimiento en los pagos de los préstamos hipotecarios subprime produjo una pérdida de valor de los títulos respaldados por hipotecas (MBS, CDO), los que a su vez vieron reducidas sus calificaciones de riesgo. La caída en los precios de estos activos se agravó por sus características de activos ilíquidos y complejos, lo que dificultaba una correcta valorización de los mismos y propició una disrupción en los mercados en que eran negociados. El deterioro de estos activos financieros y la súbita aversión al riesgo dentro de los inversionistas y participantes del mercado afectó las condiciones



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

crediticias de otros mercados como el interbancario y el deuda de corto plazo; produciéndose una situación atípica de iliquidez, una restricción del crédito, un alza de la prima por riesgo y un alza de las tasas de interés.

Las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer en sus estados financieros las pérdidas originadas por la disminución del valor de los **MBS** y **CDO** que poseían. Según información recopilada por *Bloomberg*, las pérdidas acumuladas por efectos de la crisis *subprime* en los principales bancos y firmas de valores del mundo alcanza los US\$ 194,6 mil millones, desde comienzos del 2007. De acuerdo, con Standard & Poor's las pérdidas totales alcanzarían los US\$ 285 mil millones. La magnitud de estas pérdidas afecta los niveles de capital de las instituciones financieras por lo que han comenzado a endurecer sus condiciones crediticias y a aminorar el ritmo de sus colocaciones. Ello ha generado temores de que se produzca una restricción crediticia en los Estados Unidos (*credit crunch*) que se traduzca en una significativa desaceleración del crecimiento económico.

## Pérdidas relacionadas a la Crisis *Subprime*

(En millones de dólares)

Firma	Monto
Merryl Lynch	24 500
Citigroup	22 400
UBS	18 100
HSBC	12 400
Morgan Stanley	9 400
IKD Deutsche	8 900
Bank of America	7 900
Crédit Agricole	6 500
Washington Mutual	5 800
Credit Suisse	4 900
Otros	73 800
<b>Total</b>	<b>194 600</b>

Fuente: Bloomberg.

Los índices bursátiles locales, en medio de un contexto internacional todavía favorable, registraron máximos históricos el día 24 de julio, alcanzando el IGBVL los 23 970 puntos y el ISBVL los 42 140 puntos. A partir de esa fecha, la Bolsa de Valores de Lima realizó inicialmente un proceso de toma de ganancias en la medida que se iba revelando la real magnitud de la crisis en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y su efecto en las entidades financieras.

Posteriormente, a la par de la mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales y al descenso en el precio del zinc, se fue acentuando el retroceso de las cotizaciones bursátiles. Así, se generaron períodos de alta volatilidad durante las 2 primeras semanas de agosto, la primera semana de setiembre y las 3 primeras semanas de noviembre. Incluso, el 16 de agosto y el 21 de noviembre, las negociaciones en la Bolsa de Valores de Lima fueron suspendidas durante 30 minutos para calmar las expectativas entre los inversionistas.

En estos períodos de volatilidad se produce una sobre-reacción en los mercados bursátiles inducida por: i) el excesivo nerviosismo de los inversionistas menos experimentados (venta de acciones de pequeños inversionistas, retiro de partícipes de fondos mutuos); ii) la mayor aversión al



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

riesgo que lleva a una preferencia del efectivo respecto a las acciones; iii) la venta de acciones por la expectativa de que continúe el descenso de las cotizaciones, a pesar de que los precios se encuentren por debajo de sus valores fundamentales; y, iv) la venta de acciones de los inversionistas apalancados con operaciones de reporte debido, a que la caída de los precios exige que se repongan los márgenes de garantía.

La sobre-reacción en los mercados bursátiles genera “compras de oportunidad” dentro de los inversionistas más experimentados y un posicionamiento en acciones de los inversionistas institucionales con un horizonte de largo plazo (principalmente, las AFP), observándose un aumento del monto negociado en los días de mayor volatilidad que coincide con el día en que las cotizaciones registran sus precios mínimos para cada período. Estos períodos de volatilidad fueron similares al registrado en mayo de 2007<sup>43</sup>.

83. A nivel de índices sectoriales, el sector **diversas** compuesto principalmente por las empresas Credicorp, Ferreyros y Graña y Montero fue el que registró el mayor avance durante el 2007 (+110%). La rentabilidad de estas acciones es explicada por las favorables expectativas para los próximos años del sistema financiero y de los sectores construcción y de bienes de capital. Además, estas 3 empresas poseen una gran participación de los inversionistas institucionales dentro de su accionariado, por lo que son menos volátiles en los períodos de turbulencia. Cabe destacar que este sector junto con el sector **servicios** fueron los únicos que mostraron un comportamiento positivo en el segundo semestre de 2007. En el caso del sector servicios éste se compone principalmente de acciones de empresas eléctricas, las cuales son consideradas tradicionalmente como un sector defensivo en períodos de alta volatilidad<sup>44</sup>.

Las acciones **agrarias**, que en su totalidad corresponden a empresas azucareras, registraron un incremento de 88% en el 2007. Cabe resaltar que estas acciones experimentaron también un notable crecimiento en el 2006 (+241%) donde se constituyeron en el sector más rentable, después del minero. La significativa apreciación de las acciones azucareras en los 2 últimos años es producto de: i) las bajas cotizaciones que presentaban las acciones en términos de valor de mercado / hectáreas cultivables a inicios de 2006; ii) las inversiones que se vienen realizando en campo y fábrica, a fin de mejorar la productividad de las empresas; iii) los planes de producción de etanol en el mediano plazo, sea para su exportación o para consumo interno; y, iv) la aprobación del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos.

Las acciones de empresas **industriales** mostraron un incremento de 69% en el 2007. Este índice sectorial es el más representativo de las empresas ligadas a la demanda interna y el más diversificado en términos de sectores económicos. Las acciones industriales respondieron favorablemente al efecto del dinamismo de la demanda interna sobre sus ventas y utilidades así como por los planes de inversión y de ampliación de capacidad productiva anunciados.

<sup>43</sup> Ver Reporte de Estabilidad Financiera Junio 2007, Recuadro: Volatilidad de la Bolsa de Valores de Lima en mayo 2007.

<sup>44</sup> En el mercado bursátil, se considera a un sector como defensivo al grupo de acciones en las que los inversionistas se refugian durante los períodos de alta volatilidad. Estas acciones se caracterizan por entregar dividendos de una manera constante, estable y predecible. Las empresas eléctricas son uno de los principales ejemplos de acciones refugio dada la baja fluctuación de sus resultados financieros.

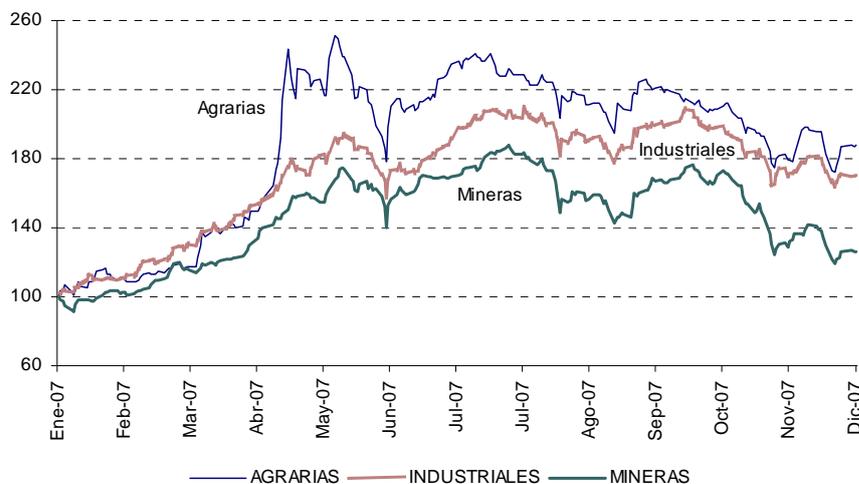


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



**Índices Sectoriales de la Bolsa de Valores de Lima**  
(Enero 2007 – Diciembre 2007, 29 Diciembre 2006 = 100)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

Por otro lado, las acciones de las compañías **mineras**, el sector con mayor ponderación en los índices bursátiles, obtuvieron un rendimiento de 26% en el 2007 (+70% en el primer semestre y -26% en el segundo semestre); con lo que su ubicaron por debajo del promedio del mercado. Sin embargo, se observó un comportamiento diferenciado en el segundo semestre entre el desempeño positivo de las empresas auríferas y cupríferas y el fuerte descenso experimentado por las empresas polimetálicas principalmente productoras de zinc.

84. La composición del IGBVL por sectores económicos altamente concentrada en minería fue una de las razones de la alta volatilidad del mercado bursátil peruano durante el segundo semestre de 2007. El 50% del IGBVL se compone por acciones de empresas mineras. En especial, sobresale que el 35% del IGBVL está conformado de 8 empresas mineras polimetálicas, donde al menos el 50% de sus ventas provienen de concentrados de zinc. Por lo tanto, la Bolsa de Valores de Lima es bastante sensible a las fluctuaciones en el precio de este metal.

Las acciones de las empresas ligadas propiamente a la demanda interna, es decir que responden directamente a variables como el crecimiento económico del país, representan solo el 35% del IGBVL (suma de los sectores: construcción y bienes de capital, alimentos y bebidas, sistema financiero y servicios públicos)<sup>45</sup>.

<sup>45</sup> Se excluye a los sectores pesca, refinación y agricultura debido a que el precio de estas acciones está primordialmente en función de la cotización de la harina de pescado, de los márgenes internacionales de refinación y de la cotización de la azúcar, respectivamente.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Composición del IGBVL por Sectores Económicos 1/

Sector Económico	Part. IGBVL (%)	# Empresas	Empresas
<b>Minería</b>	<b>49,9</b>	<b>12</b>	
- Polimetálica (zinc, plomo, plata)	35,3	8	Volcan, Milpo, Atacocha, Morococha, El Brocal, Perubar, Raura, Santa Luisa
- Cobre	8,0	2	Southern Copper Corporation, Cerro Verde
- Estaño	4,2	1	Minsur
- Oro y plata	2,4	1	Buenaventura
<b>Industria</b>	<b>27,4</b>	<b>10</b>	
- Construcción y bienes de capital	16,6	6	Siderperú, Aceros Arequipa, Ferreyros, Graña y Montero, Cementos Pacasmayo, Cementos Lima
- Alimentos y Bebidas	4,7	2	Corporación Lindley, Alicorp
- Pesca	3,4	1	Austral
- Refinación	2,8	1	Refinería La Pampilla
<b>Agricultura</b>	<b>9,1</b>	<b>4</b>	Casagrande, Pomalca, Andahuasi, Cartavio
<b>Sistema Financiero</b>	<b>8,1</b>	<b>3</b>	Credicorp, Banco Continental, Scotiabank.
<b>Servicios Públicos</b>	<b>5,4</b>	<b>3</b>	Edegel, Edelnor, Luz del Sur
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>32</b>	

1/ Corresponde a la composición del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima vigente en el segundo semestre de 2007.

85. El negativo desempeño del índice minero y de la Bolsa de Valores de Lima en su conjunto en el segundo semestre de 2007 estuvo marcado por el retroceso de las acciones de las mineras polimetálicas que son el grupo de mayor ponderación. Así, las 8 mineras polimetálicas que conforman el IGBVL se ubicaron entre las 11 acciones del IGBVL de peor desempeño en el segundo semestre de 2007, con caídas superiores al 30%.

Cabe mencionar que este grupo de empresas fueron las que lideraron el crecimiento de los índices bursátiles en el 2006 ante el fuerte incremento en el precio del zinc. El precio promedio del zinc subió de US\$ 0,63 por libra en el 2005 a US\$ 1,48 por libra en el 2006, alcanzando un máximo histórico de US\$ 2,10 por libra el 24 de noviembre de 2006. Sin embargo, en el 2007 el zinc siguió una trayectoria decreciente en particular a partir del segundo semestre. El precio del zinc disminuyó en 47% de US\$ 1,96 por libra al cierre de 2006 a US\$ 1,04 por libra al cierre de 2007.

La cotización del zinc fue afectada por el ingreso a producción de nuevas minas en el 2007<sup>46</sup> y las proyecciones de crecimiento de la oferta para los próximos años<sup>47</sup>. De acuerdo con el *International Lead and Zinc Study Group* (ILZSG), el incremento de la oferta de zinc redujo significativamente el déficit en el mercado de zinc refinado de 352 mil TM en el 2006 a 15 mil TM en el 2007. Para el 2008, el ILZSG proyecta una reversión en el mercado de zinc refinado hacia un superávit de 250 mil TM, tras 4 años consecutivos de déficit. Además, contribuyeron negativamente las expectativas de una menor demanda mundial ante los temores de una desaceleración económica de los Estados Unidos.

<sup>46</sup> Se puede mencionar la entrada a producción a mediados de 2007 de las minas San Cristóbal en Bolivia y Cerro Lindo en Perú.

<sup>47</sup> Dentro de los principales proyectos que iniciarían operaciones se encuentran Sotkamo en Finlandia y Peñasquito en México. De otro lado, Hindustan Zinc (el tercer mayor productor mundial) anunció que incrementaría su producción en 50% en 2008.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



**Índice de Cotización de los Principales Metales**  
(Enero 2006 – Diciembre 2007, Enero 2006 = 100)



Fuente: Reuters y Bloomberg.

86. Las acciones de la Compañía de Minas Buenaventura se convirtieron en las de mejor desempeño del IGBVL durante el segundo semestre de 2007 (+60%). Esta compañía aurífera se benefició del incremento de la cotización del oro consecuencia de la debilidad del dólar y de su condición de activo refugio y de activo de cobertura contra la inflación. En el 2007, el precio del oro experimentó un incremento de 32% (de US\$ 635 por onza troy al cierre de 2006 a US\$ 835 por onza troy al cierre de 2007)<sup>48</sup>.
87. Cabe mencionar que a pesar de las favorables expectativas de las empresas ligadas a la demanda interna, la cotización de estas acciones se vio afectado por el descenso de las acciones mineras de alta ponderación en los índices. Ello debido al efecto negativo que se produce sobre los portafolios y el estado de ánimo de los inversionistas ante la caída de las acciones mineras, lo que provoca una mayor aversión al riesgo en el mercado y correspondientemente la venta de acciones no mineras (preferencia por efectivo). Este proceso de venta general se ve reforzado por la baja liquidez que presenta el mercado bursátil limeño en las épocas de mayor volatilidad.

Sin embargo, se espera que eventualmente las acciones ligadas a la demanda interna empiecen a responder en mayor medida a sus favorables fundamentos, los que guardan relación con el desenvolvimiento de la economía y sus utilidades presentes y futuras.

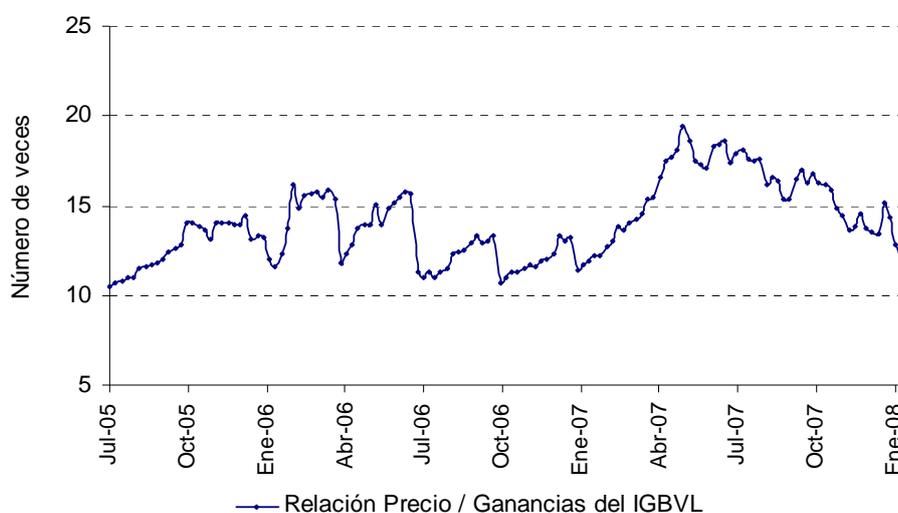
<sup>48</sup> En términos de precios promedio, la cotización del oro se incrementó en 15% de US\$ 604 por onza troy en el 2006 a US\$ 697 por onza troy en el 2007.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

88. Se observa, a partir de mayo 2007, una reducción en el ratio precio / ganancias (PER)<sup>49</sup> de las acciones del IGBVL, relación que se ubica ligeramente por encima de 13 veces a diciembre 2007. Esta cifra es comparable con el PER registrado en los mercados bursátiles de Brasil (15 veces) y México (16 veces) e inferior a la de mercados más desarrollados como Chile (20 veces) y Estados Unidos -S&P 500- (20 veces). Dada la alta ponderación de empresas mineras en los índices de la Bolsa de Valores de Lima y la mayor volatilidad de estas acciones es de esperar que la bolsa limeña presente una menor valorización relativa en términos de su relación precio / ganancias. De otro lado, el descenso del PER desde mayo 2007 indicaría que los inversionistas estarían descontando parcialmente las menores utilidades esperadas para las mineras polimetálicas ante el retroceso del precio del zinc.

Relación Precio / Ganancias de las acciones del IGBVL



Fuente: Economatica.

89. El dinamismo observado en el mercado bursátil en los últimos años se ha reflejado también en un notable crecimiento del monto negociado en la Bolsa de Valores de Lima. En el 2007, el total negociado ascendió a S/. 38 810 millones, lo que representa un incremento de 88% respecto al 2006 (S/. 20 625 millones). De ese total, el 75% (S/. 29 151 millones) correspondió a operaciones de renta variable, el 16% (S/. 6 189 millones) a operaciones de reporte<sup>50</sup> y el 9% (S/. 3 470 millones) a operaciones con instrumentos de deuda. Sin embargo, y a la par del retroceso en los índices bursátiles, se observó a partir de setiembre de 2007 un menor monto negociado. Así, el monto negociado en operaciones de renta variable disminuyó en 15% de S/. 15

<sup>49</sup> El 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. 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.

<sup>50</sup> Son operaciones realizadas tanto con acciones como con obligaciones, que implican la realización de dos operaciones simultáneas: una al contado, en donde un ofertante de dinero o reportante adquiere un título de un demandante de dinero o reportado, y una segunda a plazo, mediante la cual ambos participantes se comprometen a revenderse o a recomprarse el mismo título, en una fecha futura a un precio y plazo pactados. Las operaciones de reporte se pueden realizar tanto en soles como en dólares.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

744 millones en el primer semestre a S/. 13 407 millones en el segundo semestre de 2007.

## Montos Negociados en la Bolsa de Valores de Lima

(En millones de soles)

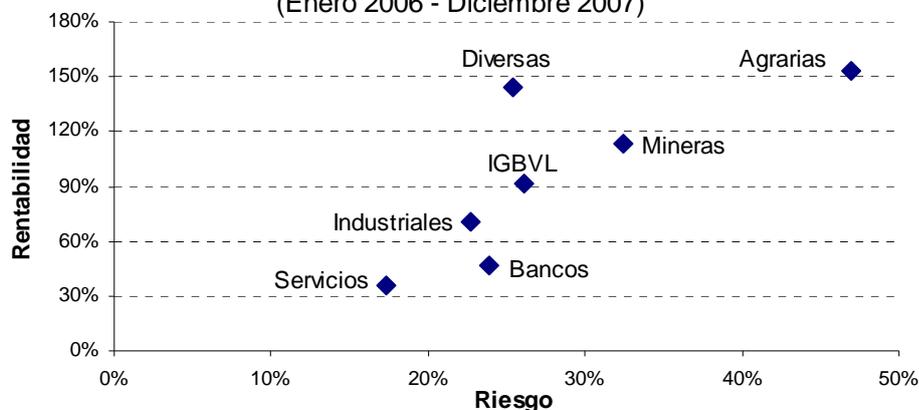
	2006	2007	Var. %	2007	
				I Semestre	II Semestre
Renta variable	15 193	29 151	92%	15 744	13 407
Instrumentos de deuda	2 527	3 470	37%	2 424	1 045
Operaciones de reporte y préstamo	2 906	6 189	113%	2 909	3 281
<b>Total negociado</b>	<b>20 625</b>	<b>38 810</b>	<b>88%</b>	<b>21 077</b>	<b>17 733</b>
Promedio diario	82	155	89%	169	142
Número de operaciones (en miles)	328	554	69%	313	241
Reportes pendientes de vencimiento	301	490	63%	546	490

Fuente: Conasev y Bolsa de Valores de Lima.

90. Finalmente, se ha obtenido la relación riesgo – rentabilidad para el IGBVL y los distintos índices sectoriales para el período 2006-2007. Se observa que los sectores con un mayor nivel riesgo (medida como la volatilidad de sus cotizaciones diarias) corresponden al sector agrario y al minero. Precisamente, estos sectores junto con el sector de empresas diversas han sido los de mayor rentabilidad en los últimos 2 años. De otro lado, como se esperaba, los sectores tradicionalmente considerados como defensivos como el de servicios son los que han presentado el menor nivel de riesgo. Cabe mencionar, que en general se verifica una relación positiva entre los niveles de rentabilidad y riesgo para los índices sectoriales de la Bolsa de Valores de Lima.

## Relación Riesgo - Rentabilidad de los Índices Bursátiles

(Enero 2006 - Diciembre 2007)



1/ La rentabilidad corresponde a la rentabilidad anualizada para el período especificado.

2/ El riesgo corresponde a la volatilidad, medida como la desviación estándar de los rendimientos diarios para el periodo especificado y expresada en términos anuales.

### Certificados de Participación - INCATRACK

El 7 de diciembre de 2007, se realizó la primera colocación de los Certificados de Participación INCATRACK por un monto de S/. 64,6 millones. Los inversionistas institucionales adquirieron el 57,5% de la colocación y los particulares el 42,5%. El monto de Certificados de Participación – INCATRACK inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores asciende a S/. 500 millones.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



## **Definiciones:**

Los Certificados de Participación INCATRACK son valores mobiliarios representativos de derechos de participación, no amortizables, que el Fiduciario emitirá con cargo al Patrimonio Fideicometido. Estos valores confieren a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes del Patrimonio Fideicometido.

El Patrimonio Fideicometido comprende un portafolio de acciones que replique el Índice Nacional de Capitalización (INCA), una cuenta de ingresos y una cuenta de gastos. La cuenta de ingresos está conformada por los dividendos que paguen las acciones en dicho portafolio. La cuenta de gastos será utilizada para pagar los gastos de administración del Patrimonio Fideicometido que comprenden las comisiones al: Originador (Bolser S.A.C.), Asset Manager (Banco de Crédito), Fiduciario (Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A) y Banco Custodio (Banco de Crédito). Cabe agregar que la comisión de administración no excederá el 1% del valor total del Patrimonio Fideicometido (calculado como promedio del año).

El INCA es un índice que refleja el comportamiento de los precios de un portafolio diversificado de 20 acciones de empresas cuya actividad económica mayoritaria se da en el Perú y que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Las acciones que forman parte del INCA son las más líquidas de la BVL y su ponderación se obtiene sobre la base de la capitalización bursátil del *free-float* de estas acciones. Se considera como *free-float* a la porción de acciones de una empresa en poder de comitentes con una participación menor o igual al 1% del total de acciones en circulación (Ver Reporte de Estabilidad Financiera Junio 2007, Recuadro: Índice Nacional de Capitalización).

Bolser S.A.C. es una subsidiaria de la BVL y tiene como objeto social el brindar asesoría económica y financiera, crear, originar y/o estructurar productos financieros, actuando como originador, estructurador y/o asesor legal en procesos de titulación de activos, y el desarrollo de actividades de promoción del mercado de capitales en general.

## **Objetivo:**

El objetivo del programa de emisión de Certificados de Participación INCATRACK es ofrecer un instrumento de inversión que tienda a generar rendimientos similares a los que obtenga el INCA.

## **Características:**

- Los INCATRACK se encuentran debidamente inscritos ante la CONASEV y la BVL y podrán ser comprados y vendidos en el mercado secundario de la BVL durante los horarios establecidos por esta última como cualquier otra acción.
- Los INCATRACK estarán representadas por anotaciones en cuenta, en el registro contable de CAVALI ICLV.
- El valor nominal es de S/. 10 por cada INCATRACK.

## **Beneficios:**

Los beneficios para el inversionista de adquirir Certificados de Participación INCATRACK respecto a invertir directamente en acciones o adquirir participaciones en un fondo mutuo de renta variable son:



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



- Diversificación

La diversificación es una técnica de administración de riesgo que combina una amplia variedad de productos y clases de activos de inversión en un portafolio, minimizando el impacto de cualquier inversión de bajo rendimiento en el rendimiento general del portafolio.

El INCATRACK permite al inversionista diversificar su portafolio al contar con un instrumento financiero que replica una cartera de acciones. Así, será posible para el inversionista particular disponer de una cartera de acciones de diversos sectores (minería, industria, sector financiero, servicios públicos) sin necesidad de invertir una gran suma de dinero.

Asimismo, el inversionista particular puede considerar conveniente adquirir un instrumento que replique una cartera de acciones en lugar de realizar inversiones específicas en acciones debido a: i) la falta de información disponible y/o relevante; ii) la falta de experiencia y/o conocimientos, y iii) la dificultad de realizar un análisis fundamental de una acción específica.

- Cartera de acciones representativa

Los Certificados de Participación INCATRACK constituyen una cartera de acciones representativa del mercado bursátil peruano dado que replican el INCA. Cabe recordar que el INCA pondera cada acción en función a su capitalización bursátil (tamaño de la empresa) lo que contribuye a su representatividad y facilita que pueda ser replicado. Los otros índices bursátiles (IGBVL, ISBVL y ISP-15) al calcular las ponderaciones de las acciones en base a su liquidez y no al tamaño del patrimonio de la empresa, dificultan la inversión de fondos de gran tamaño o institucionales en acciones con poca oferta o profundidad.

- Menores costos de transacción / Mayor flexibilidad

- El costo de administración del Patrimonio Fideicometido es menor a la comisión cobrada por los fondos mutuos.
- No se exige un monto mínimo de inversión.
- No se exige un plazo mínimo de permanencia.
- Mayor flexibilidad para operar: los INCATRACK pueden ser comprados o vendidos en cualquier momento de la rueda de bolsa y a un precio determinado a diferencia de los fondos mutuos en los que solo se puede entrar o salir al final del día y al precio de cierre del valor cuota.

- Transparencia

El inversionista sabe en cualquier momento en qué acciones está invirtiendo y cual es la composición de su cartera dado que el valor del INCATRACK está en función de los rendimientos del INCA.

Dado los beneficios expuestos, los Certificados de Participación INCATRACK pueden constituirse como un atractiva alternativa de inversión para los agentes del mercado de capitales y en particular para las personas naturales.





## Préstamo de Activos o *Security Lending*

### **Definición:**

Es una operación por la cual una parte transfiere a otra un activo financiero, entregando en contrapartida una garantía (colateral) que es igual o superior en valor al activo transferido. Al término de la operación, el prestatario debe entregar al prestamista el activo recibido o uno de igual clase y emisor. En términos estrictos, se considera que el término préstamo no revela la naturaleza de la operación ya que se produce una transferencia de propiedad tanto del activo financiero como del colateral.

### **Características:**

Se efectúan en mercados no centralizados u OTC (*over-the-counter*).

El plazo de la operación puede ser definido por las partes o abierto, siendo esta última la más usada. Bajo esta opción, cualquiera de las partes puede solicitar en cualquier momento la terminación de la operación, lo que significaría que el prestatario tendría que entregar el activo financiero y el prestamista el activo usado como colateral.

Para realizar operaciones de *security lending*, se suele requerir la autorización de las autoridades regulatorias. Por ejemplo, en el caso del Reino Unido la Ley de Servicios y Mercados Financieros del 2000 considera al *security lending* como un actividad regulada. Los participantes en este tipo de operaciones están sujetos al Código de Conducta de Mercado de la Autoridad de Servicios Financieros (FSA). Finalmente, el *Securities Lending and Repo Committee* - formado por prestamistas y prestatarios, empresas que proveen servicios de plataforma electrónica para operaciones, la bolsa de Londres, la Cámara de Compensación y Liquidación y la FSA- han creado el *Stock Borrowing and Lending Code*, que contiene un conjunto de buenas prácticas para este tipo de operaciones.

El colateral puede ser efectivo o cualquier activo financiero de alta calificación crediticia (bonos de gobierno, bonos corporativos, bonos convertibles, acciones, cartas de crédito de bancos y certificados de depósito).

En operaciones entre inversionistas domésticos, la cobertura del colateral suele ser hasta por 102% del valor de los activos financieros; para operaciones que involucran a participantes situados en otros países, la cobertura se ubica en torno a 105%. El colateral es valorizado *mark-to-market* diariamente.

Si bien el prestatario adquiere la titularidad del activo financiero *prestado* y recibe todos los beneficios derivados de la propiedad del título (dividendos, cupones, derecho a voto, etc), el contrato lo obliga a traspasar al prestamista los beneficios recibidos. De igual forma ocurre con los activos del colateral. Como excepción, los derechos de voto quedan bajo el ámbito del prestatario.

El prestamista del activo obtiene una comisión derivada de la operación que es resultado de la negociación entre las partes.

### **Oferentes (prestamistas) y demandantes (prestatarios):**

Los oferentes de activos o prestamistas son los fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos. Los demandantes de activos o prestatarios son principalmente los bancos de inversión y *hedge funds*.

Entre ambos, suelen intervenir diversos intermediarios. En la oferta, están los gestores de activos (*asset managers*), los bancos que ofrecen servicios de custodia de activos y compañías especializadas en *security lending*.

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

Estos agentes suelen comprometer en estas operaciones entre el 25% y 50% de su portafolio. En la demanda, actúan *brokers* que, además del servicio de corretaje, proveen otros servicios como ejecución de operaciones, reporte, compensación, financiamiento y *security lending*.

## Usos:

Efectuar ventas en corto: el prestatario vende un activo (que no necesariamente posee), para luego de un tiempo comprarlo. Esta operación obedece a que el prestatario espera que el precio del activo baje.

Cubrir posiciones en corto: el prestatario pide prestado el activo para devolver el activo que obtuvo por cualquier otra operación.

Obtener financiamiento por la disposición del activo: el prestamista obtiene temporalmente recursos que pueden ser invertidos, sin necesidad de vender sus activos financieros.

## Riesgos:

Las operaciones de *security lending* traen consigo algunos riesgos específicos, siendo los más evidentes el riesgo de crédito de las partes (que el prestatario no cumpla con entregar el *activo equivalente* o que el prestamista no devuelva el colateral). El riesgo de crédito puede obedecer a factores diversos, tales como problemas de liquidez para comprar y vender los activos y problemas de valorización.

Además, es importante valorizar en forma continua el colateral a fin de que se mantenga el porcentaje de cobertura acordado. Asimismo, existe la posibilidad de un descalce de plazos debido a que el colateral es invertido a un plazo diferente al del activo financiero.

## III.4 Inversionistas Institucionales

91. El portafolio administrado por los inversionistas institucionales locales creció en 32% ó S/. 19 965 millones en el 2007, alcanzando los S/. 82 049 millones. Este crecimiento estuvo sustentado por el incremento de 56% del portafolio de inversión de los fondos mutuos y de 33% en el caso de la cartera administrada por las AFP. Sin embargo, el incremento de los recursos administrados por los inversionistas institucionales se explica prácticamente en su totalidad por el aumento ocurrido en el primer semestre (S/. 19 736 millones). En el segundo semestre de 2007, los activos de los inversionistas institucionales se vieron afectados por el negativo desempeño de la Bolsa de Valores de Lima, por lo que el portafolio administrado experimentó un crecimiento de apenas S/. 228 millones.

Las AFP son los principales inversionistas institucionales en el mercado peruano de capitales, dado que administran una cartera de inversiones equivalente a S/. 61 051 millones a diciembre 2007, que representa el 74% del portafolio total de los inversionistas institucionales. En segundo lugar, se encuentran las sociedades administradoras de fondos mutuos con un portafolio equivalente a S/. 12 822 millones ó 16% del total de recursos de los inversionistas institucionales. Posteriormente, se ubican las empresas de seguros y los fondos de inversión que administran recursos equivalentes a S/. 7 401 millones y S/. 776 millones, respectivamente.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Portafolio Administrado por los Inversionistas Institucionales

(En millones de soles)

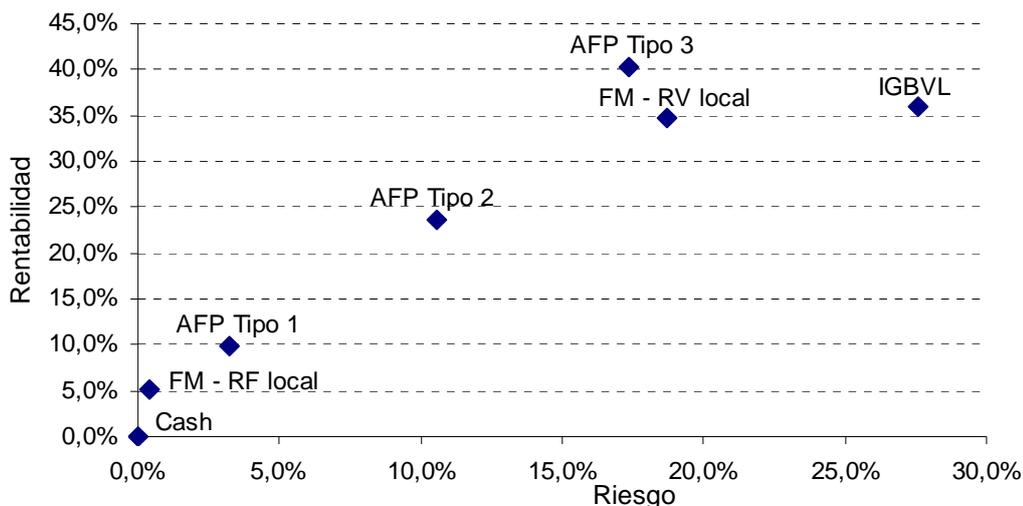
	Dic-06	Dic-07	2007	Var. %		Estructura Dic-07
				I Sem	II Sem	
AFP	46 050	61 051	33%	33%	-0,4%	74%
Fondos Mutuos	8 241	12 822	56%	48%	4,8%	16%
Compañías de Seguros	7 072	7 401	5%	7%	-2,2%	9%
Fondos de Inversión	721	776	8%	4%	3,2%	1%
<b>Total</b>	<b>62 084</b>	<b>82 049</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>0,3%</b>	<b>100%</b>

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

92. El análisis de la relación riesgo – rentabilidad para portafolios de inversión seleccionados durante el 2007 muestra que el Fondo Tipo 3 de las AFP obtuvo un desempeño superior (mayor rentabilidad con menor volatilidad) que el IGBVL y los fondo mutuos de renta variable. En particular, el IGBVL presentó el mayor nivel de volatilidad de todos los portafolios seleccionados. El Fondo Tipo 2 de las AFP se ubicó en una posición intermedia entre los fondos mutuos con un alto componente de renta variable y aquellos orientados principalmente o en su totalidad a inversión de renta fija. Asimismo, el Fondo Tipo I de las AFP obtuvo un rendimiento superior a los fondos mutuos en obligaciones debido a la rentabilidad del componente de renta variable de su portafolio.

### Relación Riesgo – Rentabilidad en Portafolio Seleccionados

(Enero 2007 – Diciembre 2007)



1/ La rentabilidad de todos los portafolios de inversión está expresada en nuevos soles.

2/ El riesgo corresponde a la volatilidad, medida como la desviación estándar de los rendimientos diarios para el periodo especificado y expresada en términos anuales.

### III.4.1 AFP

93. En el 2007, la cartera administrada por las AFP se incrementó en S/. 15 001 millones. Los aportes de los afiliados del Sistema Privado de Pensiones fueron de S/. 5 223 millones, por lo que aproximadamente S/. 9 778 millones ó un 65% del aumento de la cartera administrada por las AFP es explicado por el rendimiento de las inversiones, principalmente por la mayor valorización de las tenencias de títulos de renta variable (S/. 6 779 millones)<sup>51</sup>. Sin embargo, en el

<sup>51</sup> No es posible con la información pública disponible identificar cuánto del incremento de las inversiones de las AFP en renta variable corresponde a una mayor precio de las acciones y



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

segundo semestre la cartera administrada por las AFP registró una disminución de S/. 218 millones explicado principalmente por la pérdida de valor de los títulos de renta variable (-S/. 1 686 millones).

94. En el 2007, además de las mayores tenencias en renta variable, las AFP incrementaron su portafolio de bonos soberanos (S/. 5 403 millones), sus inversiones en el exterior (S/. 4 139 millones) y sus tenencias de instrumentos de renta fija del sector privado (S/. 1 734 millones).

Por su parte, en el segundo semestre de 2007, se observaron menores depósitos en el sistema financiero (-S/. 804 millones), menores inversiones en CDBCRP (-S/. 791 millones) y una recomposición del portafolio hacia bonos soberanos (S/. 4 381 millones) e inversiones en el exterior (S/. 1 085 millones).

Composición de las inversiones de las AFP por instrumento financiero

	Saldo en millones de soles			Var. (millones de soles)			Estructura Dic-07
	Dic-06	Jun-07	Dic-07	2007	I Sem	II Sem	
Bonos del gobierno	8 168	10 413	12 604	4 436	2 245	2 191	21%
Bonos soberanos	6 759	7 781	12 162	5 403	1 022	4 381	20%
Certificados de Depósitos del BCR	617	1 581	790	173	964	-791	1,3%
Depósitos en el sistema financiero	2 521	2 251	1 447	-1 074	-270	-804	2,4%
Cuenta corriente	243	737	384	141	494	-353	0,6%
Instrumentos de renta fija del sector privado	6 911	8 458	8 645	1 734	1 547	187	14%
Bonos de empresas no financieras	5 014	5 903	5 197	183	889	-706	8,5%
Títulos de renta variable	19 412	27 877	26 191	6 779	8 465	-1 686	43%
Sociedades Tituladoras	3 254	3 228	2 453	-801	-26	-775	4,0%
Fondos de inversión	1 121	712	793	-327	-408	81	1,3%
Operaciones en tránsito	130	-221	73	-58	-351	293	0,1%
Inversiones en el exterior	3 916	6 970	8 055	4 139	3 054	1 085	13%
<b>Total</b>	<b>46 050</b>	<b>61 269</b>	<b>61 051</b>	<b>15 001</b>	<b>15 219</b>	<b>-218</b>	<b>100%</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

95. Las inversiones de las AFP en instrumentos de deuda del gobierno central se incrementaron en S/. 4 436 millones (de S/. 8 168 millones a fines de 2006 a S/. 12 604 millones a fines de 2007). Igualmente, se ha producido una recomposición al interior de esta clase de instrumentos financieros. Las AFP han preferido aumentar sus tenencias de bonos soberanos, los cuales están denominados en soles y son emitidos y negociados en el mercado local. De otro lado, han reducido sus posiciones en bonos globales y en bonos *Brady*, los cuales se encuentran denominados en dólares y son negociados en el mercado internacional. Las inversiones en bonos soberanos subieron de S/. 6 759 millones en diciembre 2006 a S/. 12 162 millones en diciembre 2007, mientras que el monto invertido en bonos globales se redujo en similar período de S/. 1 058 millones a S/. 442 millones. Por su parte, desde marzo de 2007, las AFP no registran inversiones en bonos *Brady*<sup>52</sup>.

cuánto corresponde a adquisiciones de un mayor número de acciones. Para ello, se requeriría que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) publique con una frecuencia diaria la cartera administrada de las AFP por emisor e instrumento financiero. Actualmente, la SBS publica dicha información de manera cuatrimestral.

<sup>52</sup> En febrero de 2007, en marco de la estrategia del gobierno de mejorar el perfil de la deuda y reducir el riesgo cambiario, se realizó un intercambio de bonos *Brady* y bonos globales 2012 por bonos de más larga maduración, emitiéndose bonos globales con vencimiento en el año 2037. El monto de la operación de intercambio de bonos ascendió a US\$ 2 262 millones.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

Dado el horizonte de su inversión, las AFP mostraron un gran interés para participar en la subasta de S/. 4 750 millones en bonos soberanos en soles nominales a 30 años realizada en julio 2007. Así, las AFP adquirieron inicialmente el 48% de la emisión (S/. 2 259 millones) pero finalizaron el 2007 poseyendo el 68% de los bonos soberanos a 30 años (S/. 3 236 millones). Las AFP aumentaron su participación a través de compras en el mercado secundario principalmente a inversionistas no residentes en los meses de agosto y setiembre. Como se mencionó en la sección de Renta Fija Pública, en la etapa inicial de turbulencia en los mercados financieros internacionales (agosto), los no residentes reaccionaron vendiendo sus tenencias de bonos soberanos.

El monto invertido en instrumentos de renta fija del sector privado se incrementó en S/. 1 734 millones a S/. 8 645 millones en el 2007. De este monto, el 60% (S/. 5 197 millones) corresponden a instrumentos de deuda de empresas no financieras locales. Cabe recordar que las AFP adquirieron el 39% de las ofertas públicas primarias de instrumentos de deuda del sector privado en el 2007. Por su parte, los depósitos en el sistema financiero se redujeron durante el 2007 en S/. 1 074 millones, finalizando el año con un saldo de S/. 1 447 millones.

Dada la naturaleza de largo plazo de las inversiones de los fondos de pensiones y su escasa necesidad de liquidez en el corto plazo, los instrumentos con un mayor plazo de maduración son considerados como una alternativa de inversión más atractiva (por ejemplo: bonos soberanos a 30 años). Ello explica el interés de las AFP en adquirir los bonos soberanos de mayor fecha de vencimiento, así como de participar en las emisiones de instrumentos de deuda de largo plazo del sector privado a la vez que reducen sus depósitos en el sistema financiero los cuales mayormente son de muy corto plazo.

96. A diciembre de 2007, las AFP mantienen el 43% de su portafolio en acciones locales. De este total, el 51% estaba invertido en acciones de empresas vinculadas al sector de minería, el 20% en sistema financiero, el 18% en industria y el 11% en servicios públicos. En comparación a la composición del IGBVL, la ponderación del sistema financiero y de servicios públicos es superior en el caso del portafolio de las AFP, mientras que el IGBVL tiene una mayor participación de los sectores industrial y agrario. El sector minero mantiene una alta participación (alrededor de 50%). No obstante, se observa que la cartera de acciones mineras de las AFP se encuentra más diversificada en términos de tipo de metal producido que la del IGBVL. En particular, las acciones de las mineras polimetálicas (zinc) que fueron las de peor desempeño en el segundo semestre de 2007 tienen un peso de 19% en el portafolio de acciones de las AFP en comparación con el peso de 35% que poseen en el IGBVL.
97. El portafolio de acciones de las AFP registra una elevada concentración por emisores. A diciembre de 2007, 4 empresas (Credicorp, Buenaventura, Southern Copper Corporation y Volcan) representaban el 51% del total de títulos de renta variable de la cartera administrada por las AFP. A pesar de la turbulencia en los mercados financieros internacionales, destacó el desempeño en el segundo semestre de 2007 de las acciones de Credicorp, Buenaventura y Southern Copper Corporation. Credicorp se vio favorecida por sus resultados financieros y por las oportunidades de crecimiento del sector financiero para los



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

próximos años en el Perú. Las acciones de Buenaventura se vieron impulsadas por el importante incremento en el precio del oro (ver sección Renta Variable) mientras que las acciones de Southern Copper Corporation se beneficiaron de la fortaleza de la cotización del cobre y del anuncio de sus nuevos proyectos mineros (Tía María, Los Chanchas y la ampliación de las minas Toquepala y Cuajone). En el 2007, estas 3 acciones finalizaron el año con rendimientos cercanos al 100%.

## Portafolio de Acciones de las AFP por Sectores Económicos

Sector Económico	Part. (%)	# Empresas	Empresas
<b>Minería</b>	<b>51,3</b>	<b>6</b>	
- Polimetálica (zinc, plomo, plata)	18,9	3	Volcan, Milpo, Atacocha
- Oro y plata	14,4	1	Buenaventura
- Cobre	11,4	1	Southern Copper Corporation
- Estaño	6,6	1	Minsur
<b>Industria</b>	<b>17,6</b>	<b>8</b>	
- Construcción y bienes de capital	12,2	4	Cementos Lima, Ferreyros, Graña y Montero y Cementos Pacasmayo
- Alimentos y Bebidas	3,5	1	Alicorp
- Energía y refinación	1,9	2	Refinería La Pampilla, Maple Gas
- Bienes de Consumo	0,05	1	Editora El Comercio
<b>Sistema Financiero</b>	<b>20,0</b>	<b>5</b>	Credicorp, Intergroup, Banco Continental, Scotiabank
<b>Servicios Públicos</b>	<b>11,2</b>	<b>4</b>	Edegel, Enersur, Edelnor y Luz del Sur
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>23</b>	

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Cabe mencionar que la elevada concentración, poca profundidad y escaso número de empresas en el portafolio de acciones de las AFP se debe a que no pueden invertir libremente en las empresas que sus Comité de Inversiones consideren conveniente, a diferencia de otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP es la entidad encargada de autorizar los instrumentos financieros (como acciones de empresas locales) en las que las AFP pueden invertir. Sin embargo, en los últimos años, no se ha ampliado las posibilidades de inversión en renta variable local para las AFP.

98. Las inversiones en el exterior de las AFP se han incrementado en S/. 4 139 millones, con lo que participación sobre el total de la cartera administrada ha subido de 8,5% en diciembre 2006 a 13,2% en diciembre 2007. Desde el último trimestre del 2006, el Banco Central ha incrementado en 5 oportunidades el límite operativo de las inversiones en instrumentos emitidos por gobiernos, entidades financieras y no financieras cuya actividad económica mayoritariamente se realice en el exterior<sup>53</sup>. En noviembre de 2006, se elevó el límite de inversión en el exterior como porcentaje de valor del fondo de pensiones de 10,5% a 12% (Circular No. 027-2006-BCRP), en febrero de 2007 a 13,5% (Circular No. 003-2007-BCRP) y en mayo de 2007 se incrementó a 15% (Circular No. 009-2007-BCRP). En el 2008, se ha continuado elevando el límite de inversión en el exterior; así, a comienzos de enero de 2008 se elevó a 16% (Circular No. 002-2008-BCRP) y a finales de ese mismo mes se incrementó el límite a 17% (Circular No. 007-2008-BCRP).

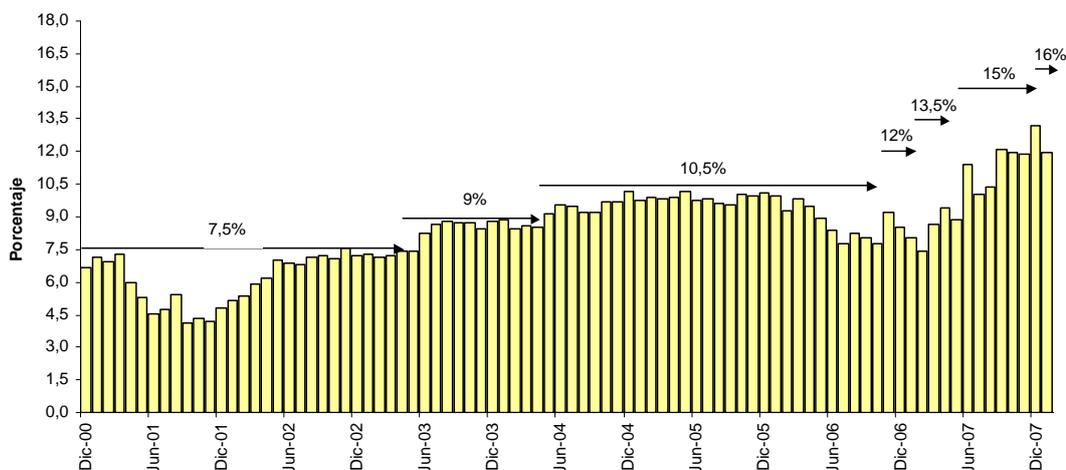
<sup>53</sup> De conformidad con lo dispuesto en el artículo 25°-D del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

**Límites e Inversiones de los Fondos de Pensiones en el Exterior**  
(Como porcentaje del total de la cartera administrada)



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

99. A partir de diciembre 2005 entró en funcionamiento el esquema de los multifondos, el cual permite a los afiliados escoger entre 3 tipos de administración de fondos de pensiones de acuerdo a su edad, horizonte de jubilación, expectativas de rentabilidad y tolerancia al riesgo.

El Fondo Tipo III puede invertir hasta un 80% en renta variable y está diseñado para los afiliados que poseen expectativas positivas sobre el desempeño del mercado bursátil, por lo que están dispuestos a incrementar su exposición al mercado de renta variable local. Este fondo tiene como finalidad buscar retornos a largo plazo por encima del promedio y es recomendable para los afiliados con un horizonte de jubilación muy lejano que pueden asumir mayores fluctuaciones (volatilidad) en su fondo de pensiones.

El Fondo Tipo I está diseñado para los afiliados próximos a jubilarse y para los que poseen una mayor aversión al riesgo. Este fondo presenta pequeñas fluctuaciones en la rentabilidad dado que tiene un límite máximo de inversión de 10% en renta variable por lo que es adecuado para los afiliados que requieren una certeza y seguridad respecto al monto de su capital. Finalmente, el Fondo Tipo II con un límite de 45% en renta variable es un portafolio balanceado entre renta fija y variable con un nivel de riesgo moderado.

En el primer semestre de 2007, se produjo una recomposición de los portafolios por parte de los agentes económicos hacia inversiones con un mayor componente de renta variable<sup>54</sup>. Esta recomposición prosiguió para el portafolio de las AFP por tipo de fondo en el segundo semestre, aunque en menor medida. Ello explica el crecimiento de 34% del Fondo Tipo III en el segundo semestre a pesar de registrar una rentabilidad negativa de 5,9%.

Entre diciembre 2006 y diciembre 2007, el Fondo Tipo III experimentó un crecimiento de 510% ó S/. 11 793 millones, mientras que el Fondo Tipo II aumentó en 7% ó S/. 2 832 millones y el Fondo Tipo I en 14% ó S/. 376 millones. El crecimiento significativo del Fondo Tipo III llevó a que represente al

<sup>54</sup> En el caso de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones se observó un traslado hacia el Fondo Tipo III.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

cierre de 2007 el 23% del total de la cartera administrada por las AFP, porcentaje bastante superior al 5% que representaba a finales de 2006.

## Cartera Administrada de las AFP por Tipo de Fondo

Fondo de Pensiones	Saldo en millones de soles			Var. %			Rentabilidad		
	Dic-06	Jun-07	Dic-07	2007	I Sem	II Sem	2007	I Sem	II Sem
Tipo I	2 694	2 979	3 069	14%	11%	3,0%	10%	10%	-0,4%
Tipo II	41 045	47 743	43 877	6,9%	16%	-8,1%	24%	27%	-2,3%
Tipo III	2 312	10 548	14 105	510%	356%	34%	40%	49%	-5,9%
<b>Total</b>	<b>46 050</b>	<b>61 269</b>	<b>61 051</b>	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>-0,4%</b>			

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Los fondos de pensiones registraron en el 2007 una rentabilidad de 40% para el caso del Fondo Tipo III, de 24% para el Fondo Tipo II y de 10% para el Fondo Tipo I. En el segundo semestre de 2007, la rentabilidad para los 3 tipos de fondo de las AFP fue negativa debido principalmente al desempeño negativo de la mayoría de acciones de la Bolsa de Valores de Lima. Sin embargo, cabe destacar que el rendimiento negativo de los fondos de pensiones no fue tan marcado como el de los índices bursátiles. Así, por ejemplo el fondo más expuesto a inversiones en renta variable, el Fondo Tipo III, registro una rentabilidad negativa de 5,9% frente a una disminución de 20% del IGBVL. Esta diferencia es explicada por el buen desempeño de las acciones de Credicorp, Buenaventura, Southern Copper Corporation previamente comentado.

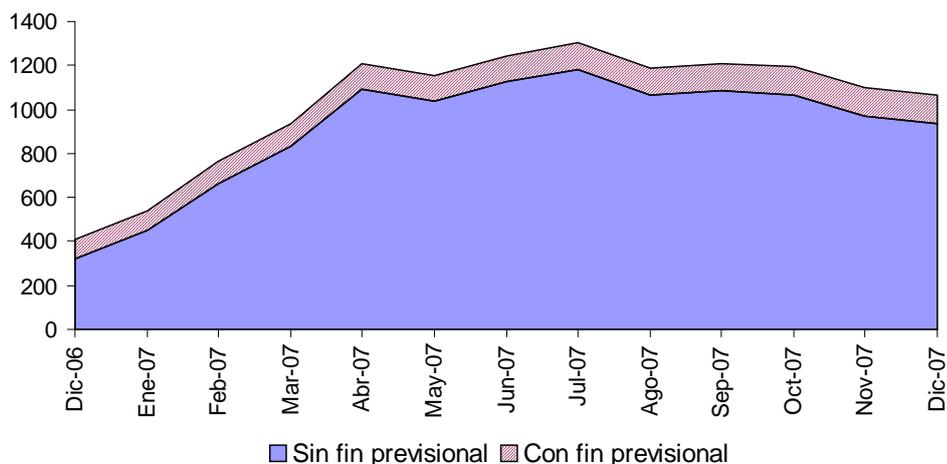
100. Los afiliados al Sistema Privado de Pensiones también pueden realizar aportes voluntarios con o sin fin previsional para que sean invertidos por las AFP. En el primer semestre de 2007, los aportes sin fin previsional aumentaron en S/. 804 millones y aquellos con fin previsional en S/. 31 millones. En cambio, en el segundo semestre de 2007, los aportes sin fin previsional disminuyeron en S/. 187 millones y los aportes con fin previsional aumentaron en S/. 10 millones. El saldo de aportes voluntarios alcanzó un máximo de S/. 1 304 millones en julio 2007, a la par de los máximos registrados por los índices bursátiles. A diciembre 2007, el saldo de aportes voluntarios ascendía a S/. 1 067 millones.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

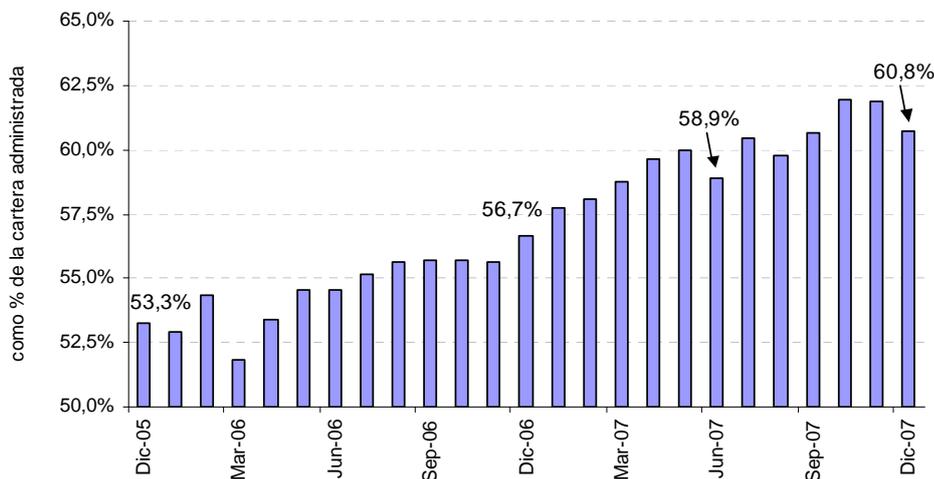
**Saldo de Aportes Voluntarios al Fondo de Pensiones**  
(En millones de soles)



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

101. En el 2007, se produjo una mayor solarización del portafolio de inversiones de las AFP. A diciembre 2007, el 60,8% de la cartera administrada por las AFP lo constituía inversiones en moneda nacional (56,7% en diciembre 2006). Esta tendencia reflejó las nuevas adquisiciones de bonos soberanos, las mayores emisiones del sector privado en moneda nacional, la apreciación de 6% del nuevo sol y el incremento hasta julio del valor de las tenencias de acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

**Solarización de la cartera de inversiones de las AFP**



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## III.4.2 Fondos Mutuos

102. El patrimonio administrado por los fondos mutuos se incrementó en 56%, subiendo de S/. 8 241 millones en diciembre 2006 a S/. 12 822 millones en diciembre 2007. En este período ingresaron a operar 13 nuevos fondos mutuos, de los cuales 11 son fondos mutuos mixtos y de renta variable. El mayor interés de los agentes económicos por suscribir participaciones en los nuevos fondos mutuos y de renta variable para poder participar del mercado bursátil llevó a un aumento del número de partícipes en cerca de 108 mil personas. El número total de partícipes de los fondos mutuos alcanzó los 275 126 a diciembre de 2007.

Los fondos mutuos mixtos y de renta variable mostraron un significativo dinamismo en los 7 primeros meses de 2007. Ello modificó significativamente la composición del portafolio de inversiones de los fondos mutuos. Las tenencias de títulos de renta variable se incrementaron de S/. 130 millones en diciembre 2006 a S/. 2 073 millones en diciembre 2007, lo que implicó un aumento de la participación de la renta variable sobre el total de las inversiones de los fondos mutuos de 2% a 16%.

En el segundo semestre de 2007, se observó un crecimiento de los depósitos y de los certificados de depósitos negociables en S/. 1 113 millones mientras que las inversiones en instrumentos de renta fija declinaron en S/. 99 millones. A diciembre 2007, los instrumentos de renta fija representan el 47% del total del portafolio de los fondos mutuos mientras que los depósitos y certificados de depósitos el 36%.

**Portafolio de Inversión y Principales Indicadores de los Fondos Mutuos**

	Saldo en millones de soles			Var. (millones de soles)			Estructura %		
	Dic-06	Jun-07	Dic-07	2007	I Sem	II Sem	Dic-06	Jun-07	Dic-07
Composición de las inversiones:									
Depósitos y certificados	2 801	3 560	4 673	1 872	759	1 113	34%	29%	36%
Instrumentos de renta fija	5 310	6 175	6 076	766	865	-99	64%	50%	47%
Títulos de renta variable	130	2 497	2 073	1 943	2 367	-424	2%	20%	16%
<b>Total</b>	<b>8 241</b>	<b>12 231</b>	<b>12 822</b>	<b>4 581</b>	<b>3 991</b>	<b>590</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Principales indicadores:									
Número total de fondos mutuos	26	36	39	13	10	3			
Número total de partícipes	167 492	255 290	275 126	107 634	87 798	19 836			
Grado de dolarización	75,6%	57,4%	55,0%	-21%	-18%	-2,4%			

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

A diciembre 2007, los fondos mutuos mixtos y de renta variable representaron el 27% del total del patrimonio administrado por los fondos mutuos, cifra muy superior al 6% registrado a diciembre 2006 aunque inferior al 33% de junio 2007. Las principales ventajas de participar en este tipo de fondos respecto a invertir directamente en la Bolsa de Valores de Lima consiste en que no se requiere realizar una decisión activa sobre la compra y venta de acciones y se puede acceder a una cartera diversificada de acciones con un menor monto invertido. Las decisiones de inversión quedan a cargo del Comité de Inversiones de cada Sociedad Administradora de Fondos Mutuos.

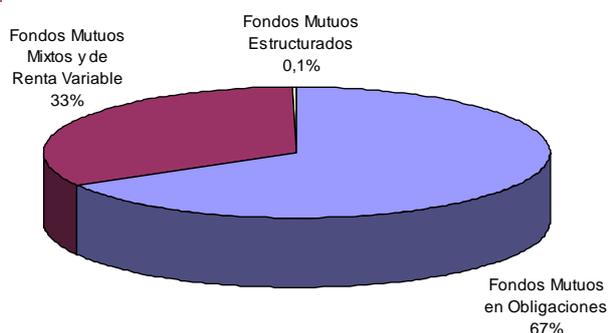


# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

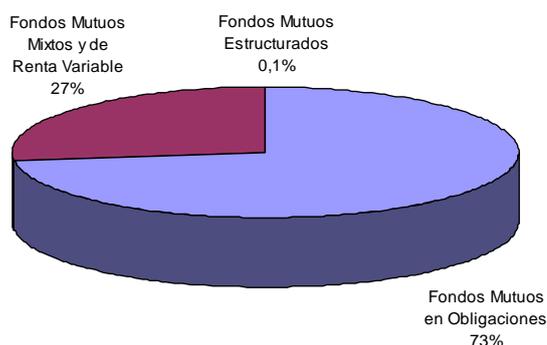
Diciembre de 2007

## Patrimonio Administrado por Tipo de Fondo Mutuo

Junio 2007: S/. 12 231 millones



Diciembre 2007: S/. 12 822 millones



103. A partir de agosto 2007, se observó un declive moderado en el número de partícipes de los fondos mutuos mixtos y de renta variable. Sin embargo, a pesar que en la Bolsa de Valores de Lima ocurrieron períodos de alta volatilidad (ver sección Renta Variable) no se registró una salida abrupta de partícipes ni de suscripciones de los fondos mutuos como aconteció en mayo 2007<sup>55</sup>. Las tenencias de renta variable alcanzaron un máximo de S/. 2 842 millones en julio de 2007 pero tras verse afectada por el descenso general del mercado bursátil, finalizaron el año en S/. 2 073 millones. Cabe agregar que los fondos mutuos, a diferencia de las AFP, pueden invertir libremente en cualquier acción que cotice en la Bolsa de Valores de Lima sin necesidad de una autorización previa por parte de un organismo regulador. Ello permite una mayor diversificación de la cartera de acciones de los fondos mutuos y una mayor flexibilidad del Comité de Inversiones de cada fondo para adoptar distintas estrategias de inversión o recomponer su portafolio.

### Principales Indicadores de los Fondos Mutuos Mixtos y de Renta Variable

	Dic-06	Mar-07	Jun-07	Jul-07	Ago-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dic-07
Número de fondos operativos	6	13	14	14	14	15	17	17	17
Número de partícipes 1/	7,5	26,7	79,6	88,4	87,5	84,5	83,4	79,8	77,6
Patrimonio administrado 2/	463	1 633	4 119	4 607	4 170	4 120	4 091	3 601	3 473
Tenencias de renta variable 2/	130	928	2 497	2 842	2 449	2 510	2 550	2 167	2 073

1/ En miles.

2/ En millones de soles.

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

104. El portafolio en moneda nacional de los fondos mutuos aumentó de S/. 2 014 millones en diciembre 2006 a S/. 5 768 millones en diciembre 2007, producto de las mayores suscripciones en los fondos mutuos mixtos y de renta variable que conllevó a un incremento de las tenencias de acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, la mayoría de las cuales está denominada en nuevos soles. Además, en el 2007 las emisiones de instrumentos de deuda del sector privado donde los fondos mutuos adquirieron el 35% se concentraron en moneda nacional. De este modo, el grado de dolarización de los fondos mutuos

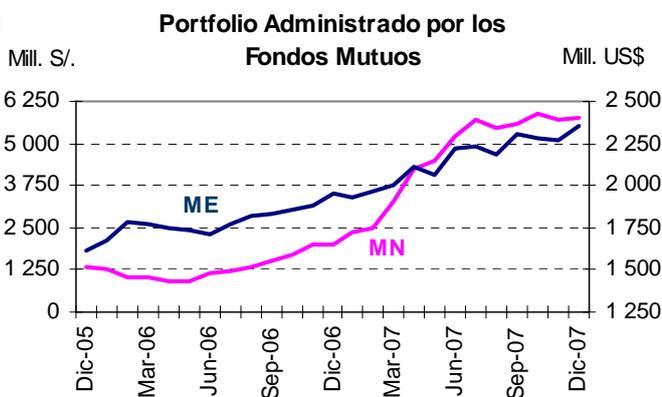
<sup>55</sup> En la última semana de mayo 2007, la volatilidad de la Bolsa de Valores de Lima generó la salida de más de 7 mil partícipes lo que acentuó la presión vendedora del mercado. Ver Reporte de Estabilidad Financiera Junio 2007, Recuadro: Volatilidad de la Bolsa de Valores de Lima en mayo 2007.



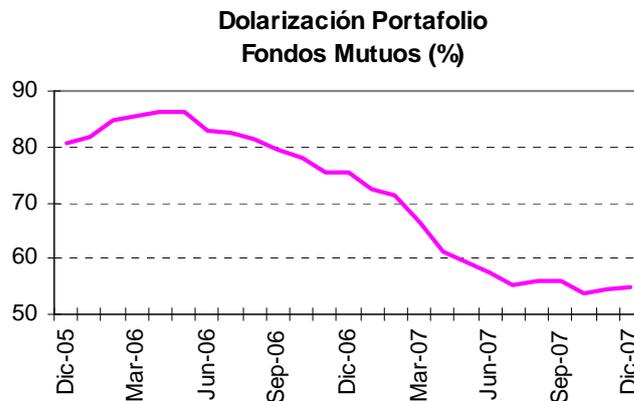
# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

se redujo en 21 puntos porcentuales (de 75,6% en diciembre 2006 a 55% en diciembre 2007), continuando la tendencia iniciada en junio 2006.



Fuente: Conasev.



Fuente: Conasev.

### III.4.3 Compañías de Seguro

105. A diciembre 2007, las compañías de seguro administran un portafolio de inversiones de S/. 7 401 millones (9% del total del portafolio administrado por los inversionistas institucionales), registrando un incremento de S/. 496 millones con respecto a diciembre 2006 pero un declive de S/. 168 millones respecto a junio 2007. En el 2007, el grado de dolarización del portafolio de inversiones de las compañías de seguros se redujo de 61% a 56%. El portafolio de inversiones de las compañías de seguro se puede dividir entre aquellas especializadas en ramos de vida y las generales.

106. A diciembre 2007, los seguros de vida representan el 84% de las inversiones totales (ramos de vida y generales). En vista que los riesgos están condicionados a la existencia y a la edad del asegurado, las compañías de ramos de vida invierten sus recursos fundamentalmente en instrumentos de renta fija dado que deben formar una reserva técnica cuya utilización ocurrirá en el largo plazo. Las inversiones en instrumentos de renta fija representan el 70% del portafolio de inversiones de los seguros de vida, cifra inferior al 76% registrado en diciembre 2006. La menor participación de los instrumentos de renta fija se explica por la mayor participación de las inversiones en caja y depósitos que alcanzaron el 15% del portafolio de inversión frente al 9% a diciembre 2006.

Cabe destacar, la importancia del Sistema Privado de Pensiones para la industria de seguros de vida, lo que se manifiesta en que las reservas técnicas del Sistema Privado de Pensiones representan el 79% del total de obligaciones técnicas de los seguros de vida. Los seguros relacionados con el Sistema Privado de Pensiones son los de rentas de jubilación y los de rentas de invalidez y sobrevivencia.

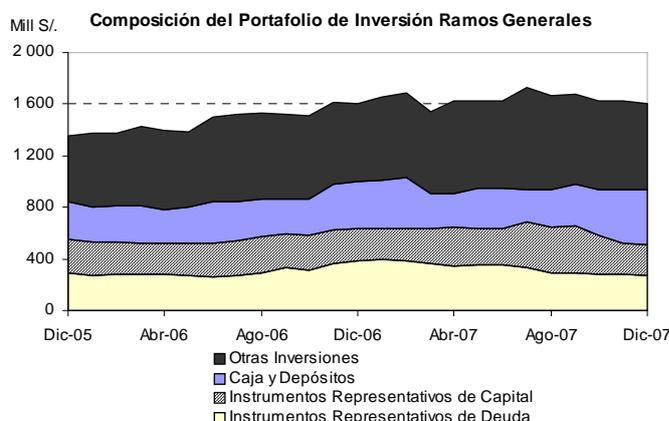
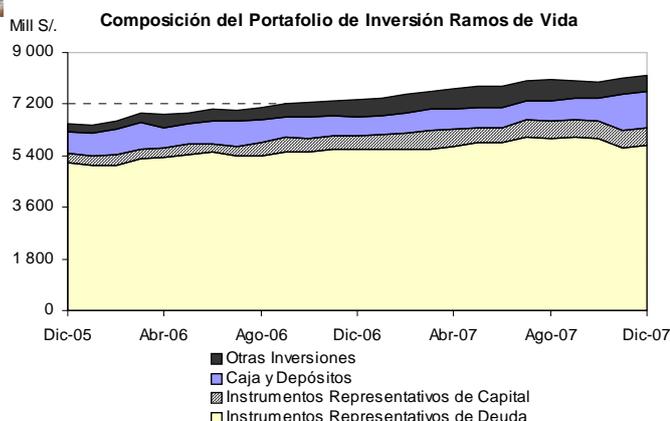
107. Las compañías de ramos generales abarcan todos los demás riesgos no comprendidos en la definición de ramos de vida. Estas compañías, invierten las primas recaudadas fundamentalmente en instrumentos de muy corto plazo o de renta variable ya que sus desembolsos de caja son menos predecibles dado que dependen de la ocurrencia de siniestros. A diciembre de 2007, el portafolio de las compañías de ramos generales estaba compuesto por: otras inversiones



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

(41%)<sup>56</sup>, caja y depósitos (27%), instrumentos de renta fija (17%) e instrumentos de renta variable (15%).



## III.4.4 Fondos de Inversión

108. A diciembre 2007, existen 10 fondos de inversión operativos que registran un patrimonio de S/. 776 millones, con un total de 276 partícipes. Cabe señalar que estos fondos de inversión son aquellos que han realizado su colocación a través de una oferta pública por lo que son registrados por la Conasev. Además de AC Capitales, Grupo Coril, Compass Group y Sigma existen otras Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) autorizadas a operar por la Conasev: Access SEAF, Capital Investment, Enfoca, Larraín Vial, NCF, Pennynvest, Summa y Value Investments Perú.

Dependiendo de su objetivo, los fondos de inversión existentes destinan sus recursos a bienes raíces, instrumentos de corto plazo, instrumentos de renta fija, adquisición de acreencias a las pequeñas y medianas empresas que provean de bienes y servicios a empresas grandes, y la adquisición de bienes inmuebles con el propósito de arrendarlos (*leasing* operativo).

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 legal<sup>57</sup>. 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.

<sup>56</sup> Incluye inmuebles, primas y otras inversiones.

<sup>57</sup> Ley del Mercado de Valores, Reglamento de Fondos de Inversión y reglamentos internos.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

## Principales Indicadores de los Fondos de Inversión

Administradora	Fondo de inversión	Participes	Patrimonio (S/. Mill.)	%
AC CAPITALES SAFI	Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	21	67,3	8,7%
	Fondo de Inversión en Rentas y Proyectos Inmobiliarios	11	30,8	4,0%
GRUPO CORIL S.A.F.I.	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 1	6	31,1	4,0%
	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 2	6	24,5	3,2%
	Instrumentos de Corto Plazo 5	73	14,9	1,9%
	Instrumentos de Corto Plazo 7	68	13,3	1,7%
	Selectivo 01 ETF Soles	61	4,8	0,6%
COMPASS GROUP S.A.F.I.	Compass Group - Renta Fija - Fondo de Inv.	12	276,7	35,7%
	Compass Group - Pymes	11	156,5	20,2%
SIGMA SAFI	Leasing Operativo - LEASOP I	7	156,0	20,1%
<b>Total</b>		<b>276</b>	<b>775,9</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Conasev - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

### III.5 Factores a considerar en el desarrollo del mercado de capitales

109. El mercado de capitales, si bien ha mostrado una significativa evolución en los últimos años, requiere de un conjunto de medidas que permitan consolidar su desarrollo y por consiguiente contribuya a fortalecer las condiciones que sustentan la estabilidad financiera. A continuación, se identifican aspectos a perfeccionar en base a la evolución reciente del mercado de capitales.

- a) **Es conveniente una mayor difusión en las empresas grandes y medianas de las ventajas de obtener financiamiento a través del mercado de capitales.** La emisión de instrumentos de deuda o de capital permitiría a estas empresas reducir su costo de fondeo, acceder a recursos de largo plazo y diversificar el financiamiento proveniente de los préstamos bancarios, pago a proveedores, etc. La captación de recursos a través del mercado de capitales sustentaría los proyectos de inversión de largo plazo que posibiliten un incremento de la escala productiva como respuesta al crecimiento de la demanda interna y el acceso a nuevos mercados en el exterior. Sin embargo, un aspecto importante para este acceso radica en que esas empresas deben realizar una evaluación de sus estándares de información y de Gobierno Corporativo.

Las pequeñas empresas, dada la menor escala de sus operaciones, enfrentan el problema que los costos de emisión resultarían muy elevados para el financiamiento que obtendrían. Sin embargo, existen alternativas indirectas de financiamiento a través del mercado de capitales. Así, la Conasev flexibilizó las condiciones para la negociación de certificados de depósito, letras, pagarés y facturas conformadas en la Bolsa de Valores de Lima<sup>58</sup>. Asimismo, existen fondos de inversión que proveen de capital de trabajo a las pequeñas y medianas empresas que actúan como proveedores de bienes y servicios a empresas grandes, a través de la adquisición de acreencias, instrumentos de renta fija y títulos valores de emisión no masiva.

<sup>58</sup> Resolución Conasev N° 024-2007: Se aprueba el nuevo texto del Reglamento de Operaciones en el Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva - MIENM.



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007



- b) **Financiamiento de infraestructura pública.** Para ello, 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.
- c) **Fortalecimiento de la infraestructura financiera legal.** El desarrollo del mercado de capitales requiere de un marco legal y regulatorio que asegure el respeto a los derechos de propiedad, garantice el proceso de ejecución de los contratos en caso de incumplimiento y brinde mecanismos de resolución de conflictos ágiles y claros. Para ello se requiere de estabilidad en las reglas y de un adecuado equilibrio entre los derechos de los deudores y de los acreedores. Un avance al respecto ha sido la creación de las salas judiciales especializadas en asuntos comerciales y la implementación del registro único de garantías mobiliarias (Ley N° 28677 - Ley de Garantías Mobiliarias).
- d) **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 derivadas por variaciones en las tasas de interés). Una de las medidas planteadas para el desarrollo de este mercado es la elaboración de un reglamento de derivados de crédito que permitirá a las empresas del sistema financiero y a las compañías seguros, cubrir el riesgo de crédito de sus portafolios de créditos e inversiones<sup>59</sup>.
- e) **Desarrollar una curva de rendimiento de corto plazo hasta un año,** a través de la cual se podrá tener mecanismos para precios de derivados, con referencias que se ajusten a cotizaciones reales<sup>60</sup>. Esta curva de rendimiento complementaría a la curva de rendimiento de largo plazo conformada por bonos soberanos con plazos de vencimientos de 1 año hasta 30 años.

La curva de rendimiento de corto plazo podría estar conformada por aquellos instrumentos disponibles actualmente en el mercado como los CDBCRP. En particular, es necesario definir el activo de referencia y los plazos correspondientes, así como el compromiso del mercado para darle continuidad a la cotización del activo (liquidez). A la consecución de este fin, también contribuiría un mayor desarrollo del mercado de deuda interbancario o fijar una tasa de referencia en función a las operaciones interbancarias.

- f) **Mayores emisiones de instrumentos hipotecarios.** Las instituciones financieras no están aprovechando en su totalidad la posibilidad de acceder a un financiamiento de largo plazo para sus colocaciones

<sup>59</sup> Los derivados de crédito son un instrumento financiero cuyos pagos dependen de la calidad crediticia del emisor de un activo de referencia. Este instrumento permite a una parte, denominada transferente del riesgo, transferir el riesgo crediticio de un activo de referencia a otra parte, denominada aceptante del riesgo, sin que se requiera la venta del activo.

<sup>60</sup> 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.





hipotecarios<sup>61</sup>. No obstante ello, en el año 2007 se han observado esfuerzos por la titulización de la cartera hipotecaria<sup>62</sup> y es de esperar que esos esfuerzos se consoliden y amplíen por efectos de la creación de sociedades tituladoras especializadas y de las empresas administradoras hipotecarias.

- g) **Los aspectos tributarios que están pendientes de definición y de reglamentación que son aplicables al mercado de capitales generan incertidumbre entre los inversionistas.** Entre ellos, se encuentra la exoneración del impuesto a la renta por los intereses generados por valores mobiliarios emitidos por el sector privado mediante oferta pública y la exoneración del impuesto a la renta a las ganancias de capital, cuyas exoneraciones culminan el 31 de diciembre de 2008. La incertidumbre respecto a la forma en que sería aplicado y calculado el impuesto a la renta una vez que venzan las exoneraciones, desalienta la adquisición de valores mobiliarios por parte de los inversionistas. Además, la aplicación del impuesto a la renta podría afectar la liquidez del mercado secundario.

Asimismo, la aplicación del impuesto a la renta a los ingresos por intereses generados por valores mobiliarios emitidos por el sector privado generaría una distorsión en el mercado de capitales debido a que los intereses generados por títulos del sector público se encuentran inafectos de este impuesto.

De otro lado, es importante esclarecer la forma de aplicación del impuesto a la renta al fideicomiso de titulización; ya que la utilización del criterio de devengado, es decir en el periodo en el que se generó la renta a pesar de que ésta no haya recibido, genera una distorsión porque no considera que al final de la maduración de la inversión ésta puede terminar con pérdidas. Asimismo, la incertidumbre en cuanto a la renovación de la exoneración temporal, que culmina el 31 de diciembre de 2009, del IGV a los intereses generados por títulos valores<sup>63</sup> y a los créditos transferidos de bancos a tituladoras desincentiva las emisiones de largo plazo, propias de la titulización hipotecaria.

- h) **Valorización del portafolio de los inversionistas institucionales.** La poca liquidez del mercado de capitales, en especial para los instrumentos de renta fija privados, impide una valorización diaria a precios de mercado de los portafolios de los inversionistas institucionales. Un avance reciente es la difusión por parte de la SBS de la información del vector de precios<sup>64</sup>

<sup>61</sup> Los bonos hipotecarios (S/. 204 millones) representan sólo el 1,3% del saldo total de instrumentos de deuda emitidos por el sector privado. En el 2007, solo se emitieron bonos hipotecarios por US\$ 15 millones.

<sup>62</sup> La titulización de los créditos hipotecarios promoverá la estandarización y las mejores prácticas en el mercado hipotecario primario. Además, contribuirá a mejorar el manejo del riesgo en el mercado hipotecario primario y secundario al calzar de mejor manera los plazos y monedas de los financiamientos con instrumentos emitidos en el mercado de capitales.

<sup>63</sup> Para aquellos colocados por oferta pública o adquiridos en mecanismos centralizados de negociación.

<sup>64</sup> En el Manual del Vector de Precios se establece que la valorización se deberá realizar con base a los valores de mercado y cuando no existan se procederá a su mejor estimación o se emplearán encuestas entre los participantes más representativos del mercado. Por ejemplo, en la valorización de los instrumentos de renta fija del sector privado se emplea encuestas



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Diciembre de 2007

---

utilizado para valorizar el portafolio administrado por las AFP. Esta difusión debería contribuir a que esta metodología puede hacerse extensiva a la valorización de los portafolios de inversión de las empresas del sistema financiero y de las compañías de seguros como de los otros inversionistas institucionales, como los fondos mutuos.

- i) **Mayor difusión y explicación sobre los riesgos implícitos de las inversiones bursátiles** por parte de las Sociedades Agentes de Bolsa y de las Sociedades Administradoras de Fondos. Es conveniente que los nuevos inversionistas dispongan de un mayor conocimiento sobre la volatilidad propia de la inversión en renta variable para que sean menos proclives a tener un comportamiento de “efecto manada” en los períodos de mayor volatilidad. La reciente tipología de fondos mutuos efectuada por la Conasev agrupándolos en 6 categorías (Renta Fija, Renta Mixta, Renta Variable, Flexible, Internacional y Estructurado) permitirá al inversionista diferenciar entre los diferentes fondos existentes en el mercado, en función a su perfil de riesgo, rentabilidad esperada y nivel de volatilidad.
  
- j) **Incorporación de nuevas empresas en las cuales las AFP puedan efectuar inversiones de renta variable.** El portafolio de acciones de las AFP presenta una elevada concentración debido a que, en los últimos años, no se ha ampliado las posibilidades de inversión en renta variable local. Si bien la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, mediante Resolución SBS N° 608-2007, flexibilizara los parámetros exigidos para la inversión en acciones, todavía no se autoriza a las AFP a invertir en nuevas acciones de empresas que coticen en la Bolsa de Valores de Lima<sup>65</sup>.

---

realizadas a los principales inversionistas institucionales respecto a la percepción de éstos sobre la tasa de descuento relevante.

<sup>65</sup> Las condiciones que se deben cumplir para que las AFP puedan invertir en acciones son: (i) el emisor debe presentar estados financieros auditados de los últimos tres años; (ii) la relación del volumen negociado de las acciones en los últimos 12 meses respecto a la capitalización de mercado debe ser igual o mayor a 5%; (iii) el período de liquidación de las acciones no debe ser mayor a 12 meses, considerando un monto de venta de S/. 50 millones, el promedio diario de negociación de los últimos 12 meses y una participación de hasta 30% en dicho promedio, y (iv) un promedio diario de operaciones de los últimos 12 meses igual o mayor a 15 operaciones.

