

NOVIEMBRE 2018



# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

---



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# **REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

*Noviembre 2018*

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

**REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

Noviembre 2018

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2018

## CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
PREFACIO .....	5
RESUMEN .....	7
I. SISTEMA FINANCIERO.....	9
II. MERCADO DE CAPITALS.....	43
III. SISTEMAS DE PAGOS.....	69

## ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1	Evolución de las operaciones de Reporte Interbancario en el mercado monetario local .....	19
Recuadro 2	La competencia en el mercado de los créditos de consumo y a las MYPE.....	26
Recuadro 3	El proceso de ejecución de Garantías Mobiliarias (GM) .....	29
Recuadro 4	Foro para el Desarrollo del Mercado de Capitales Peruano organizado por el Banco Central .....	60
Recuadro 5	Trabas regulatorias en el proceso de inversión de las AFP.....	64
Recuadro 6	Supervisión de los sistemas de pagos en el Perú 2017.....	74
Recuadro 7	Códigos de respuesta rápida para pagos .....	78



## Prefacio

La estabilidad financiera y la estabilidad monetaria son condiciones necesarias para el crecimiento sostenido de la economía. Un sistema financiero estable, con capacidad para limitar y resolver los desequilibrios, permite a la moneda del país desempeñar su función como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. La estabilidad monetaria, por su parte, fomenta los planes de largo plazo, facilita una correcta asignación de recursos y evaluación de los riesgos, incentiva el crédito de largo plazo y el desarrollo del mercado de capitales.

El Banco de Inglaterra define un sistema financiero como estable “cuando los choques que emanen de él o se propaguen por él no generen cambios en los planes de ahorro e inversión de los agentes económicos”. Por su parte, el Banco Central Europeo, añade que “es una condición en la que el sistema financiero es capaz de ejecutar adecuadamente todas sus tareas normales y se espera que lo haga así en el futuro predecible”.

Asimismo, resulta clave para la estabilidad financiera contar con una adecuada infraestructura financiera, sustentada en un marco legal y regulatorio que asegure:

- El respeto de los derechos de propiedad.
- El desarrollo de una supervisión y regulación prudencial que incentive la adopción de las mejores prácticas bancarias.
- El desarrollo de un mercado de capitales que cumpla los Principios de Buen Gobierno Corporativo.
- El establecimiento y desarrollo de sistemas de pagos que transmitan, de manera segura y eficiente, los mensajes de pagos entre los participantes por las transacciones que realizan.

En el ejercicio de preservar la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, el Banco Central de Reserva del Perú realiza una permanente revisión de la fortaleza del sistema financiero y propugna el buen funcionamiento de los mercados monetario, cambiario y de capitales así como de los sistemas de pagos.

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

Este documento se preparó con información financiera al cierre de setiembre de 2018. El siguiente número se difundirá en mayo de 2019 con cifras a marzo de ese mismo año.





## Resumen

- i. El sistema financiero mantuvo una posición estable, registrando niveles holgados de solvencia y de liquidez y mejorando sus indicadores de rentabilidad debido al crecimiento de los créditos.

Si se diera un escenario macroeconómico adverso, la banca y las cajas municipales registrarían deterioros en sus indicadores financieros, aunque sin poner en riesgo su solvencia.

- ii. El crecimiento de los créditos se dio tanto en los créditos corporativos y a las grandes empresas, como a los hogares, en línea con la recuperación de la demanda interna. Las empresas del sistema financiero atendieron la mayor demanda de créditos con sus activos líquidos.
- iii. El sistema financiero continuó recomponiendo sus pasivos como resultado del aumento sostenido de los depósitos, principalmente en las modalidades de vista y ahorro.
- iv. Las tasas de interés de los créditos corporativos muestran leves incrementos desde fines del segundo trimestre de 2018. Esto se explicaría por la confluencia de diversos factores, entre ellos, la recuperación de la demanda de los créditos y las expectativas al alza de las tasas de interés de política monetaria.
- v. El ratio de morosidad aumentó levemente en los últimos doce meses, principalmente en los créditos a las medianas y grandes empresas de los sectores de construcción y manufactura concedidos en años anteriores. Este deterioro de la cartera fue cubierto por provisiones voluntarias constituidas con antelación.
- vi. La rentabilidad del sistema financiero se incrementó levemente, por el crecimiento de los créditos y por los menores gastos financieros resultantes de la recomposición de los pasivos.
- vii. El mercado de capitales doméstico mantiene características estructurales de poca liquidez y bajo grado de desarrollo de los inversionistas institucionales. Los avances en la profundidad y liquidez del mercado de deuda del sector privado y de renta variable se han estancado, a diferencia del incremento en los indicadores de deuda del sector público.
- viii. Las empresas del sector corporativo privado redujeron sus emisiones de deuda en el mercado doméstico y del exterior, en un contexto de mayor financiamiento obtenido del sistema financiero.







En el mercado local, la disminución correspondió principalmente a empresas del sector financiero, que se financiaron a través de la captación de depósitos; mientras que en el mercado externo, el menor ritmo de emisiones se dio en un contexto de aumento de las tasas de interés a nivel internacional.

- ix. Las empresas no financieras que participan como emisores en el mercado de capitales mantuvieron estable su fortaleza financiera al primer semestre de 2018, con una ligera mejora en la liquidez. Comparado con los países de la Alianza del Pacífico, las empresas peruanas muestran mayor fortaleza financiera que las de México y Colombia, aunque inferior que las de Chile.

Estas empresas, incluyendo a las que emiten bonos en el exterior, registran resultados por diferencia de cambio poco significativos, explicado por el proceso de desdolarización de pasivos, los programas de recompra de bonos emitidos en el exterior y el uso de instrumentos derivados para cobertura cambiaria.

- x. En el mercado de pagos, continuó la tendencia de mayor aceptación de los pagos electrónicos por parte de la población, registrándose un significativo crecimiento de las transferencias de fondos en los sistemas de pago y mediante instrumentos de pago digitales minoristas. Dicha tendencia refleja una adecuada regulación para el desarrollo del mercado de pagos, que favorece el continuo fortalecimiento de la seguridad y eficiencia, promoviendo la innovación y la inclusión financiera.

# I. SISTEMA FINANCIERO

## Colocaciones y Morosidad

1. En los últimos doce meses se observa una recuperación del ritmo de crecimiento de las colocaciones del sistema financiero, las cuales se dirigieron tanto a las empresas como a los hogares.

Cuadro 1.1 COLOCACIONES BRUTAS TOTALES DEL SISTEMA FINANCIERO <sup>1/</sup> (Millones de soles)										
	Saldo			Flujo		Var. %		Dolarización (%)		
	Set.16	Set.17	Set.18	Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17	Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17	Set.16	Set.17	Set.18
<b>Total</b>	<b>258 859</b>	<b>270 872</b>	<b>296 869</b>	<b>12 012</b>	<b>25 997</b>	<b>4,6</b>	<b>9,6</b>	<b>28,6</b>	<b>29,1</b>	<b>28,4</b>
<b>A Empresas:</b>	<b>169 707</b>	<b>175 829</b>	<b>191 477</b>	<b>6 121</b>	<b>15 647</b>	<b>3,6</b>	<b>8,9</b>	<b>36,6</b>	<b>38,4</b>	<b>38,4</b>
Corporativos <sup>2/</sup>	56 562	58 722	67 794	2 160	9 072	3,8	15,4	40,7	46,4	46,7
Grandes	38 342	38 525	41 617	182	3 092	0,5	8,0	50,6	54,4	55,2
Medianas	42 053	43 003	44 324	949	1 321	2,3	3,1	43,4	42,0	40,2
MYPE	32 751	35 579	37 742	2 827	2 163	8,6	6,1	4,5	3,3	2,9
<b>A Hogares:</b>	<b>89 151</b>	<b>95 043</b>	<b>105 392</b>	<b>5 890</b>	<b>10 350</b>	<b>6,6</b>	<b>10,9</b>	<b>13,5</b>	<b>11,9</b>	<b>10,2</b>
Consumo	49 370	53 027	59 479	3 656	6 452	7,4	12,2	6,0	5,5	5,0
Hipotecario	39 781	42 015	45 913	2 233	3 898	5,6	9,3	22,9	20,1	17,0

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de Setiembre de 2018 (S/ 3,3 por US\$ 1).

2/ Incluye préstamos a bancos multilaterales de desarrollo, entidades del sector público, empresas del sistema financiero, intermediarios de valores y empresas corporativas privadas.

Fuente: Balances de Comprobación.

La mayor demanda por créditos provino de las empresas pertenecientes a la manufactura no primaria (por la mayor actividad en las ramas orientadas al mercado interno, especialmente en la industria de consumo masivo, y a la exportación), comercio (por el mayor dinamismo de la demanda interna) y agricultura (por la mayor producción destinada a la industria y a la exportación).



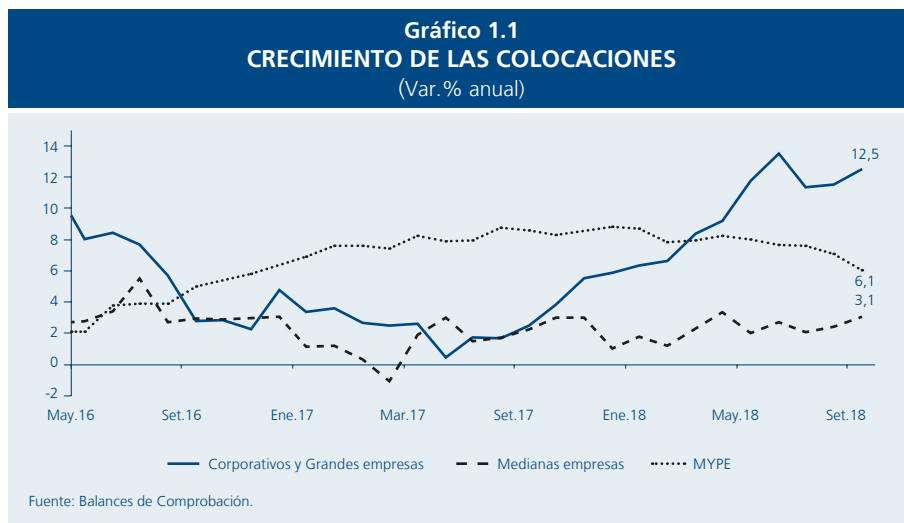


La expansión de los créditos en los últimos doce meses se dio principalmente en moneda nacional (en todos los tipos de créditos), por lo que se observa una disminución del ratio de dolarización del crédito, especialmente en los hipotecarios. Los créditos corporativos y a las grandes empresas tuvieron un alto componente en moneda extranjera, pero con una baja exposición al riesgo cambiario.

### Empresas

- 2. La mayor demanda del crédito empresarial provino de los corporativos y de las grandes empresas.** Los créditos a las MYPE mantuvieron su dinamismo, mientras que los créditos a las medianas empresas registraron un bajo crecimiento.

El rápido crecimiento de los créditos corporativos se ha visto acompañado de un aumento del número de deudores y del nivel de deuda promedio. Algunas empresas, especialmente las de mayor tamaño, estarían sustituyendo sus deudas del exterior con deuda con bancos locales y otras estarían adelantando su endeudamiento para sus operaciones ya planeadas. Esto estaría en línea con las expectativas de incremento de las tasas de interés internacionales.



Por otro lado, el bajo crecimiento de los créditos a las medianas empresas es el resultado de las políticas crediticias implementadas por las entidades financieras para lograr una mejor selección de sus clientes. En el segmento de las MYPE, la tasa de crecimiento de los créditos se mantuvo estable en los últimos doce meses. Esto ha venido acompañado con una mayor base de clientes, lo cual ha permitido reducir ligeramente la deuda promedio de las MYPE.

**Cuadro 1.2**  
**DEUDA PROMEDIO DE LAS EMPRESAS**

	Número de deudores		Saldo <sup>1/</sup> (mill. S/)		Deuda promedio (miles S/)	
	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18
<b>A Empresas:<sup>2/</sup></b>	<b>2 478 146</b>	<b>2 659 621</b>	<b>175 829</b>	<b>191 477</b>	<b>71</b>	<b>72</b>
Corporativos <sup>3/</sup>	899	932	58 722	67 794	65 320	72 740
Grandes	2 887	3 079	38 525	41 617	13 344	13 517
Medianas	31 969	33 834	43 003	44 324	1 345	1 310
MYPE	2 444 740	2 624 035	35 579	37 742	15	14

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio contable de Setiembre de 2018 (S/ 3,3 por US\$ 1).

2/ Contabiliza una sola vez a aquellos deudores que posean más de un tipo de crédito.

3/ Incluye préstamos a bancos multilaterales de desarrollo, entidades del sector público, empresas del sistema financiero, intermediarios de valores y empresas corporativas privadas.

Fuente: Balances de Comprobación.

### 3. El crecimiento de los créditos en moneda extranjera a las empresas no generó una mayor exposición del sistema financiero al riesgo cambiario crediticio<sup>1</sup>.

Los créditos se dirigieron a las empresas de mayor tamaño que operan en los sectores de comercio exterior y de servicios públicos (principalmente electricidad y telecomunicaciones). En estos sectores, las empresas no generan exposición al riesgo cambiario, pues sus ingresos están vinculados al tipo de cambio. Además, algunas de ellas usan instrumentos financieros de cobertura que les permiten atenuar el riesgo cambiario.

Por su parte, los créditos en moneda extranjera concedidos a las medianas empresas y a las MYPE se contrajeron en los últimos doce meses, siguiendo con el proceso de desdolarización observado en los últimos cinco años.

**Cuadro 1.3**  
**CRÉDITOS EN MONEDA EXTRANJERA A LAS EMPRESAS**  
 (Millones de US\$)

	Saldo		Flujo		Var. %	
	Set.17	Set.18	Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17	Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17
<b>A Empresas:</b>	<b>20 437</b>	<b>22 330</b>	<b>1 614</b>	<b>1 892</b>	<b>8,6</b>	<b>9,3</b>
Corporativos <sup>1/</sup>	8 257	9 608	1 281	1 351	18,4	16,4
Grandes	6 349	6 975	471	626	8,0	9,9
Medianas	5 474	5 411	-52	-64	-0,9	-1,2
MYPE	357	335	-85	-21	-19,3	-5,9

1/ Incluye préstamos a bancos multilaterales de desarrollo, entidades del sector público, empresas del sistema financiero, intermediarios de valores y empresas corporativas privadas.

Fuente: Balances de Comprobación.

1 Es el riesgo que enfrentan las entidades debido al descalce de monedas de los prestatarios que tienen obligaciones en dólares pero que generan ingresos en soles. Ello conlleva a que, en caso de depreciaciones abruptas de la moneda doméstica, la deuda total de los prestatarios, expresada en moneda nacional, se incremente por la elevación del tipo de cambio, lo que aumenta la probabilidad de incumplimiento de los deudores.





#### 4. El ratio de morosidad de los créditos a las medianas y grandes empresas siguió aumentando en los últimos doce meses.

La mayor morosidad es el resultado del sinceramiento de los malos créditos otorgados a las empresas pertenecientes a los sectores de construcción y de manufactura. El menor dinamismo en la ejecución de obras por parte de un grupo de empresas constructoras les generó un incumplimiento de pago de deudas con el sistema financiero, principalmente por la ejecución de cartas fianzas. En el sector de manufactura, un grupo de empresas registró incumplimientos de pago por la menor demanda de bienes de capital, como resultado del menor avance en la ejecución de proyectos de construcción y de inversión.

Cuadro 1.4 RATIO DE MOROSIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO (%)									
	Sistema Financiero			Banca			No Banca		
	Set.16	Set.17	Set.18	Set.16	Set.17	Set.18	Set.16	Set.17	Set.18
<b>Total</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>
<b>A Empresas:</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>
Corporativos	0,0	0,2	0,5	0,0	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Grandes	1,8	2,1	2,9	1,8	2,1	2,9	9,7	6,3	6,1
Medianas	9,2	10,3	11,1	9,1	10,3	10,9	10,4	10,2	13,8
MYPE	9,7	9,5	9,8	10,5	10,4	10,4	8,8	8,6	9,2

Fuente: Balances de Comprobación.

Lo anterior afectó principalmente a los bancos grandes y medianos. Por ello, estos bancos tomaron medidas correctivas en su política crediticia, ajustando los parámetros de su modelo de selección de deudores y reforzando sus áreas de seguimiento y cobranza de créditos, así como, la imposición de mayores exigencias para la concesión de créditos a las empresas.

En el segmento de las MYPE, el aumento de la morosidad se explicaría por el deficiente modelo de concesión con el cual algunas entidades no bancarias operaron en los últimos años. Además, un grupo de deudores (principalmente de los sectores de comercio, agricultura y de transportes y comunicaciones) no logró recuperarse tras los efectos del Fenómeno El Niño. Para contener el aumento de la morosidad, estas entidades iniciaron un proceso de reorganización interna, por el cual detuvieron la concesión de créditos a fin de reevaluar integralmente su política crediticia.

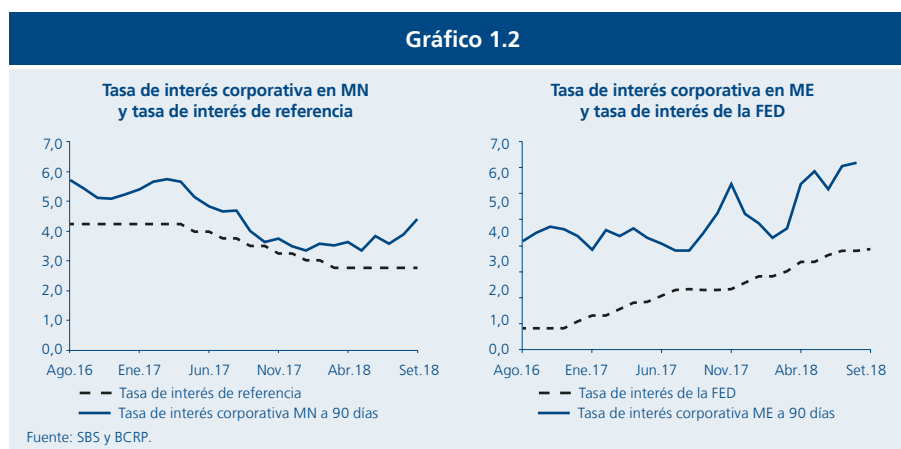
#### Tasas de interés corporativas

#### 5. Desde el segundo trimestre del presente año se observa un leve incremento de las tasas de interés corporativas.

Las tasas de interés de los créditos corporativos en moneda extranjera siguieron la tendencia alcista de las tasas de interés internacionales. Es importante señalar que

las reducciones en la tasa de encaje en moneda extranjera efectuadas por el BCRP compensaron, en parte, el efecto del aumento de las tasas de interés internacionales.

Por su parte, las tasas de interés corporativas en moneda nacional se encuentran presionadas al alza desde fines del primer trimestre de este año, a pesar que, en este período, la tasa de interés de referencia del BCRP se mantuvo estable.



Normalmente, los cambios en la tasa de interés de referencia del BCRP se trasladan a la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO). A su vez, cambios de la TIBO se trasladan a las tasas de interés pasivas que ofrecen los bancos por los depósitos captados del público y a las tasas de interés activas que cobran por los préstamos concedidos a sus clientes. El aumento de las tasas de interés de los últimos meses se debería a las expectativas de alza de la tasa de interés de referencia del BCRP por parte del mercado, a la recuperación de la demanda de crédito y, en menor medida, a la aplicación de tasas mínimas en las subastas de depósitos de entidades públicas.

Las entidades del sector público son una fuente importante de depósitos a plazo para el sistema financiero. Estas entidades establecen una tasa de interés mínima aceptada en sus subastas de depósitos a plazo. Sin embargo, no existiría un criterio uniforme para establecer dichas tasas. En muchos casos, las tasas mínimas se encuentran muy por encima de las tasas de mercado. Aun así los bancos compiten en las subastas con tasas mayores a las tasas mínimas, debido a que necesitan depósitos a plazo para cumplir con requerimientos prudenciales de liquidez (entre ellos, el Ratio de Cobertura de Liquidez). Esta situación genera que las tasas de interés de las subastas de las entidades del sector público se incrementen de forma inercial.

## Hogares

- 6. En los últimos doce meses, los hogares registraron una recuperación del crecimiento anual de sus créditos con el sistema financiero.** Esto se dio tanto en los créditos de consumo como en los préstamos hipotecarios, en línea con la recuperación de la demanda interna observada en el primer semestre de 2018.





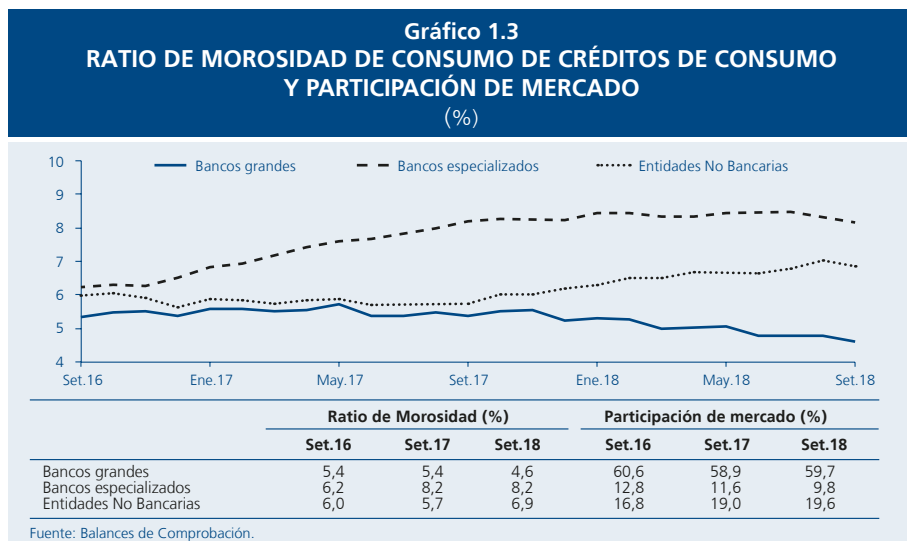
Cuadro 1.5 DEUDA Y MOROSIDAD DE LOS HOGARES EN EL SISTEMA FINANCIERO							
	Saldo (mill. S/)			Variación (%)		Ratio de Morosidad (%)	
	Set. 16	Set. 17	Set. 18	Set. 17/ Set. 16	Set. 18/ Set. 17	Set. 17	Set. 18
<b>Total Hogares</b>	<b>89 151</b>	<b>95 043</b>	<b>105 392</b>	<b>6,6</b>	<b>10,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>
Consumo	49 370	53 027	59 479	7,4	12,2	5,5	5,0
Tarjetas	19 279	19 695	21 530	2,2	9,3	6,7	5,2
Préstamos <sup>2/</sup>	30 092	33 332	37 949	10,8	13,9	4,8	4,9
Hipotecarios	39 781	42 015	45 913	5,6	9,3	3,5	3,8

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2018 (S/ 3,3 por US\$1).  
2/ Corresponde a los créditos no revolventes que se otorgan en la modalidad de cuotas.  
Fuente: Balances de comprobación.

**7. Se observa una disminución del ratio de morosidad de los créditos de consumo en la banca. En cambio, en las entidades no bancarias, la calidad de los créditos a los hogares siguió deteriorándose.**

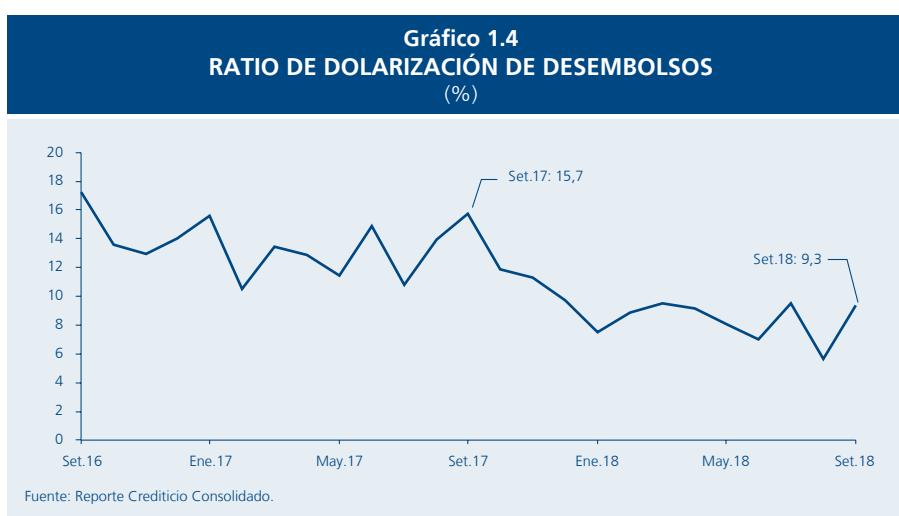
En los bancos grandes, el ratio de morosidad continuó disminuyendo, en línea con los mejores indicadores de consumo privado, y por la consolidación de medidas correctivas implementadas en sus políticas crediticias en años anteriores. En los bancos especializados en consumo, se observa una estabilización del ratio de morosidad en lo que va del año. Estos bancos se encuentran en un proceso de limpieza de los malos créditos concedidos en años anteriores.

En el caso de las entidades no bancarias, las cuales concentran el 19,6% del total de créditos de consumo, el incremento de la morosidad corresponde, en mayor medida, a los créditos concedidos bajo la modalidad de préstamos cuota. Es importante mencionar que el mercado atendido por las entidades no bancarias corresponde a deudores de ingresos bajos, los cuales tienen una capacidad de pago sensible ante eventos macroeconómicos adversos.



La mayor morosidad de créditos de consumo se ha dado principalmente en las financieras, las cuales ya habían constituido provisiones voluntarias y, además, están tomando medidas correctivas para contener este deterioro de cartera.

- 8. En la cartera hipotecaria, se observa un mayor ritmo de crecimiento de los créditos, por la recuperación de la demanda interna, la disminución de las tasas de interés y los menores precios de inmuebles<sup>2</sup>.**



La expansión de los créditos hipotecarios se viene dando en moneda nacional, pues la cartera en moneda extranjera continúa disminuyendo en términos anuales.

El ratio de dolarización de los desembolsos mensuales de los créditos hipotecarios continuó disminuyendo en los últimos doce meses (de 15,7% a 9,3%). Esto se debe a las medidas aplicadas por el BCRP y la SBS para reducir el riesgo asociado a la dolarización del crédito<sup>3</sup>.

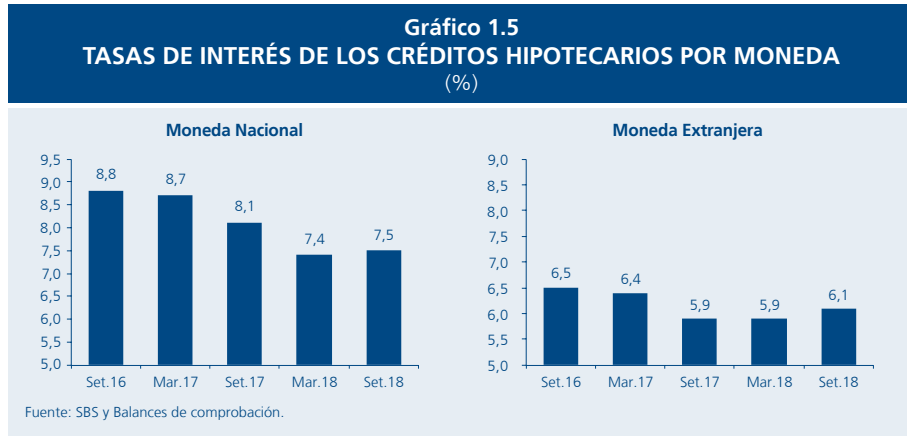
- 9. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios siguieron la evolución de la tasa de interés de referencia del BCRP en los últimos doce meses.** Un factor adicional que incidió en las menores tasas de interés de las hipotecas fue la mayor competencia entre los bancos tanto por clientes antiguos (compra de deuda) como por nuevos clientes.

<sup>2</sup> En el informe de precios del mercado inmobiliario del segundo trimestre del 2018 publicado por el BCRP, se muestra que el precio de venta de los departamentos por metro cuadrado medidos en soles constantes disminuyó en 3,7% con respecto al mismo periodo del año previo.

<sup>3</sup> La SBS elevó el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito a los créditos denominados en moneda extranjera. El BCRP estableció requerimientos adicionales de encaje en función al crecimiento de los créditos en dólares desde el 2013.



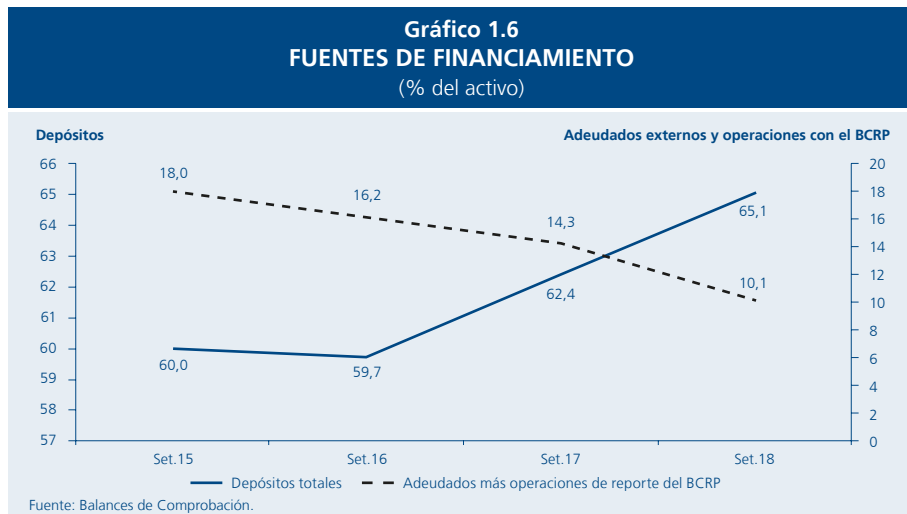




No obstante, en el último mes se ha visto una ligera alza de las tasas de interés de los créditos hipotecarios. De acuerdo a los bancos, las tasas de interés podrían subir en los próximos meses en línea con la normalización de la política monetaria internacional.

### Fuentes de financiamiento y liquidez

10. En los últimos doce meses, el sistema financiero continuó recomponiendo sus pasivos como resultado del aumento sostenido de los depósitos, con lo cual redujo su dependencia del financiamiento externo.



El aumento de los depósitos en el sistema financiero se dio en la mayoría de entidades financieras, por las captaciones en moneda nacional, las cuales crecieron en 14% en los últimos doce meses. Por su parte, los depósitos en moneda extranjera se mantuvieron prácticamente estables. En tal sentido, el ratio de dolarización de los depósitos continuó con su tendencia decreciente, pasando de 40% a 37% en el mismo periodo.

La contracción de los adeudados con el exterior (tanto de corto, como de largo plazo) refleja la decisión de los bancos de no renovar sus líneas de crédito con entidades del exterior ante el aumento de las tasas de interés internacionales y sus altos niveles de liquidez en moneda extranjera. Esto último como resultado de la disminución de la tasa de encaje en dólares en los últimos doce meses (de 40% a 35%) y del vencimiento de las operaciones de reporte de monedas con el BCRP en similar periodo.

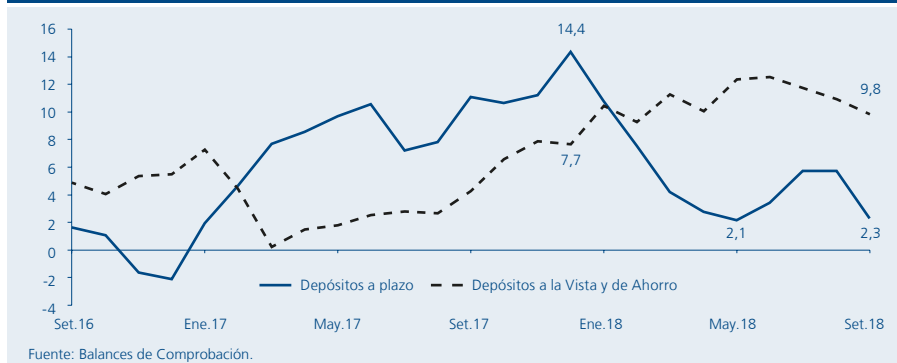
**Cuadro 1.6**  
**SISTEMA FINANCIERO: PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIAMIENTO**  
(Millones de soles)

	Saldo			Flujo		Var. %	
	Set.16	Set.17	Set.18	Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17	Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17
<b>Depositos Totales<sup>1/</sup></b>	<b>234 117</b>	<b>251 427</b>	<b>267 134</b>	<b>17 310</b>	<b>15 707</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>
Moneda Nacional (S/)	130 445	151 700	168 027	21 255	16 328	16,3	10,8
Moneda Extranjera (millones de US\$)	31 416	30 220	30 032	-1 195	-188	-3,8	-0,6
<b>Adeudados con el exterior</b>	<b>33 549</b>	<b>34 056</b>	<b>26 454</b>	<b>507</b>	<b>-7 602</b>	<b>1,5</b>	<b>-22,3</b>
Corto Plazo (millones de US\$)	2 648	4 016	2 048	1 367	-1 967	51,6	-49,0
Largo Plazo (millones de US\$)	7 518	6 304	5 968	-1 214	-336	-16,1	-5,3
<b>Operaciones de reporte con el BCRP</b>	<b>29 816</b>	<b>23 513</b>	<b>14 891</b>	<b>-6 302</b>	<b>-8 622</b>	<b>-21,1</b>	<b>-36,7</b>
<b>Valores emitidos</b>	<b>19 359</b>	<b>18 892</b>	<b>20 576</b>	<b>-467</b>	<b>1 684</b>	<b>-2,4</b>	<b>8,9</b>

1/ Saldos estimados con el tipo de cambio constante a setiembre de 2018 (S/ 3,3 por US\$ 1).  
Fuente: Balances de Comprobación.

- 11. En el último año, el crecimiento de los depósitos se dio principalmente en las modalidades de vista y ahorro, las cuales son los pasivos menos onerosos.** Esto se ha dado en la banca y le permitió reducir sus gastos financieros, impactando positivamente sobre la rentabilidad.

**Gráfico 1.7**  
**CAPTACIONES DE DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(Var. % anual)

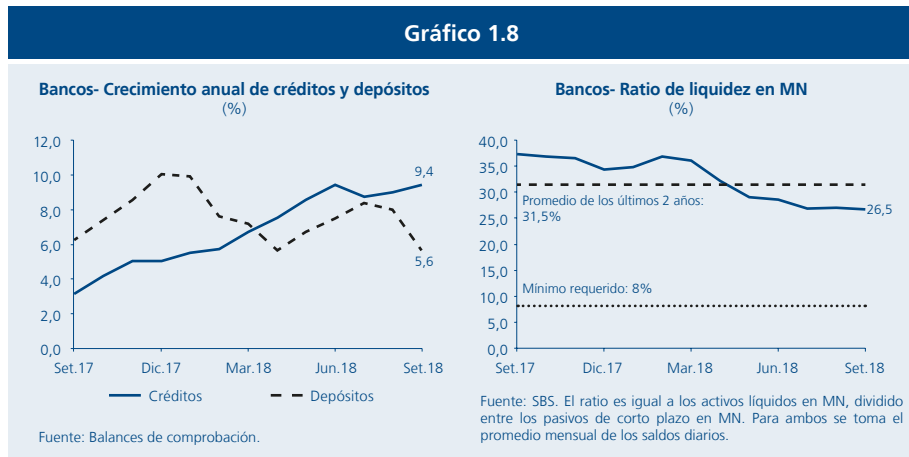


- 12. Pese al crecimiento de los depósitos, la liquidez de la banca se redujo en el año 2018 por la mayor demanda de créditos.** A raíz de esto, los bancos utilizaron una parte de sus activos líquidos (fondos disponibles e inversiones) para financiar la expansión de sus colocaciones. Cabe indicar que los activos líquidos

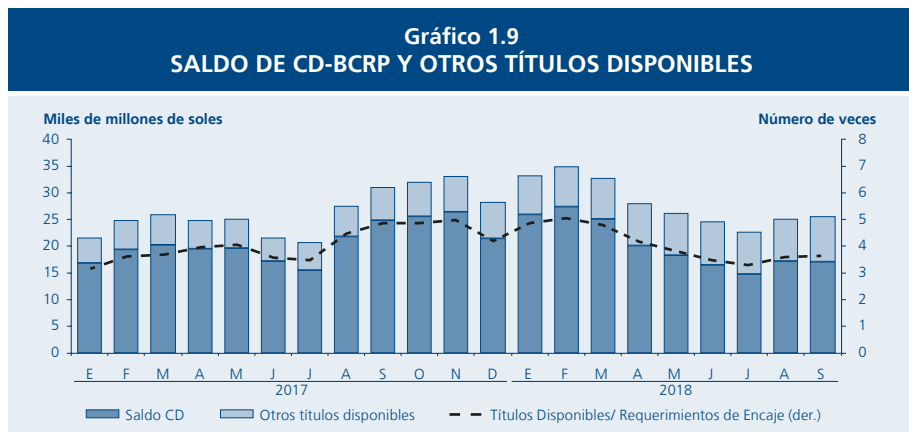




se encontraban en niveles relativamente altos, a los que se llegó previamente en periodos en los que las colocaciones registraron un bajo crecimiento.



**13. La reducción de la liquidez se reflejó en la menor tenencia de títulos emitidos por el BCRP y el Tesoro Público.** El saldo de títulos disponibles disminuyó en S/ 7,8 mil millones durante el semestre debido principalmente al vencimiento de CD BCRP. Es importante mencionar que dichos títulos cubren 3,6 veces los requerimientos de encaje de la banca.<sup>4</sup>



Un aspecto importante para el funcionamiento eficiente del mercado monetario es el desarrollo de las operaciones de reporte entre los propios bancos. Estas operaciones corrigen los problemas propios del mercado de préstamos interbancarios. En tal sentido, en el siguiente recuadro se analiza la evolución y la importancia de dichas operaciones en el mercado monetario local.

<sup>4</sup> Se considera los requerimientos de encaje que deben mantener los bancos, equivalente al 5% del total de sus obligaciones sujetas a encaje.

**Recuadro 1**  
**EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES DE REPORTE INTERBANCARIO EN EL MERCADO MONETARIO LOCAL**

Uno de los mecanismos de transmisión de la política monetaria es el mercado de fondos interbancarios al plazo *overnight*. El BCRP ejecuta sus operaciones de mercado abierto para que la tasa de interés en dicho mercado se encuentre en el nivel de la tasa de interés de referencia del BCRP. Sin embargo, pueden darse fricciones en el mercado de fondos interbancarios que pueden dificultar la convergencia de la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO) a la tasa de interés de referencia. Una de estas fricciones es la concentración de la liquidez en pocos bancos. En estas situaciones, los bancos con superávit de liquidez podrían tener dificultades para prestar sus fondos a los bancos con déficit de liquidez debido a límites internos (líneas de crédito). Bajo estas circunstancias, la TIBO podría encontrarse por encima de la tasa de interés de referencia incluso si la liquidez agregada del sistema es mayor a su nivel óptimo.

Tradicionalmente, el mercado de fondos interbancarios ha sido dominado por los préstamos. Sin embargo, las líneas de crédito otorgadas para este tipo de operaciones son limitadas al tratarse de préstamos sin colateral. Por este motivo, los bancos también suelen utilizar operaciones de compra / venta simultánea de dólares (*FX Swap*) como alternativa a los préstamos interbancarios. Sin embargo, los *FX Swaps* implican el intercambio temporal de fondos en dólares por fondos en soles, lo que limita su uso a bancos con superávit de dólares.

Alternativamente, los bancos podían realizar operaciones de compra y venta simultánea de valores. Sin embargo, estas operaciones tenían un costo superior a los préstamos interbancarios por razones tributarias. Estas operaciones se realizan con los CD BCRP<sup>5</sup>, los cuales están excluidos del cálculo del impuesto a la renta: el banco que otorga los fondos obtiene una tasa de interés libre de impuestos, mientras que el banco que capta los fondos no puede deducir los intereses pagados de su base imponible.

Debido a los problemas con los préstamos interbancarios y los *FX Swaps*, el BCRP decidió impulsar el desarrollo del mercado de operaciones de reporte (Repos). Los Repos son operaciones similares a los préstamos con garantía. Sin embargo, a diferencia de los préstamos con garantía, en los Repos el colateral es transferido por el deudor al acreedor al inicio de la operación, mientras que el acreedor se compromete a devolver el colateral en la fecha de vencimiento sólo si el deudor cumple con pagar su deuda. Además, los bancos suelen aplicar a sus contrapartes líneas de crédito para Repos que suelen ser mayores e independientes de las líneas de crédito para préstamos sin colateral. Sin embargo, en el Perú no existía un tratamiento legal para los Repos.

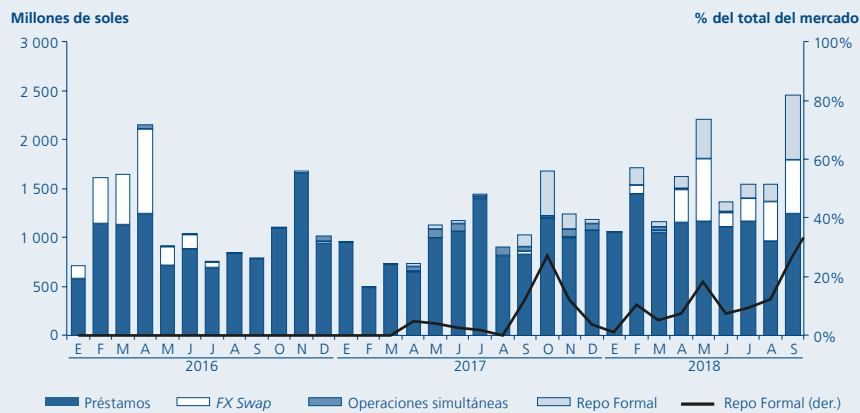
5 En las operaciones simultáneas el costo (ganancia) para el banco que capta (coloca) los fondos es igual a la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra de los CD BCRP. Sin embargo, este resultado no es parte de la base imponible por tratarse de una operación de compra / venta de valores del BCRP.





Es así que en marzo del 2013 se aprobó la Ley de las Operaciones de Reporte, la cual otorgó un marco legal a estas operaciones. Sin embargo, la adopción de los Repos por parte de la banca fue lenta debido a que era necesario la aprobación del marco regulatorio. Así, la SBS aprobó el “Reglamento de Operaciones de Reporte aplicable a las Empresas del Sistema Financiero” en septiembre del 2014 y ASBANC logró la aprobación por parte de la SBS de su “Contrato Marco para Operaciones de Reporte” en julio del 2015. Además, debido a que los contratos deben negociarse de forma bilateral, el mercado de repos interbancario estuvo operativo recién a mediados del 2016. Desde el tercer trimestre del 2017 se observa un crecimiento importante de los Repos interbancarios. Incluso en septiembre los Repos representaron el 27 por ciento del volumen negociado en el mercado de fondos interbancarios. Sin embargo, aún se registran episodios donde la TIBO se encuentra por encima de la tasa de interés de referencia a pesar de que el sistema registra un exceso de liquidez. Esto se debe, en parte, a que no todos los bancos participan en el mercado de Repos.

### MONTO NEGOCIADO PROMEDIO EN EL MERCADO INTERBANCARIO



Los Repos cumplen un rol fundamental en el mercado de renta fija debido a que permiten a los bancos, quienes juegan el papel de creadores de mercado, ajustar sus posiciones en bonos sin afectar sus precios. Por ejemplo, un banco que desea obtener liquidez puede realizar una operación Repo, cediendo temporalmente un título para así obtener la liquidez requerida. Sin embargo, el mercado de Repos interbancario está dominado por los CD BCRP. Esto se debe a los costos de realizar estas operaciones con los BTP (la doble comisión, a la compra y recompra, cobrada por CAVALI) y a las facilidades introducidas por el BCRP para reportar los CD BCRP. Entre estas facilidades se encuentran el bajo costo de transacción, la automatización de las órdenes de transferencia de valores, la publicación por parte del BCRP de los precios de referencia de los CD BCRP que son utilizados en sus propios Repos, la adopción por parte de los bancos de los *haircuts* utilizados por el BCRP en sus Repos, y las coordinaciones con la SBS para asegurar que los Repos y los préstamos interbancarios tengan tratamientos similares.

## Fortaleza Financiera

### 14. El sistema financiero mantuvo una posición estable, mejorando su rentabilidad debido al crecimiento de los créditos en el período.

El aumento de las colocaciones redujo levemente el ratio de capital global del sistema financiero y sus indicadores de liquidez, esto último porque las empresas del sistema financiero (ESF) utilizaron una parte de sus activos líquidos (fondos disponibles e inversiones, que se encontraban previamente en niveles altos) para atender la mayor demanda de créditos. El aumento de la morosidad, principalmente por los malos créditos otorgados en años anteriores por las ESF, fue cubierto por las provisiones voluntarias constituidas con antelación. Esta evolución del sistema financiero se ve reflejada en el siguiente Mapa de Fortalezas.



15. Otro factor que viene fortaleciendo la situación del sistema financiero es la recomposición de sus pasivos mediante el aumento sostenido de los depósitos en moneda nacional y la reducción de los adeudados del exterior. Esto disminuye la vulnerabilidad del sistema financiero ante eventuales turbulencias de los mercados financieros internacionales.

El crecimiento de los créditos, por el dinamismo de la inversión, y los menores gastos financieros (por la recomposición de los pasivos) incidieron en la mayor rentabilidad del sistema financiero.

## Entidades Bancarias

16. La banca registró una mayor rentabilidad en los últimos doce meses, debido al crecimiento de las colocaciones. Sin embargo, la evolución de los créditos, así como la calidad de los mismos, fue distinta por tipo de bancos.





**Cuadro 1.7**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE LA BANCA**

	Patrimonio efectivo (% de los APR) <sup>1/</sup>		Cartera morosa (% del crédito)		Gastos operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, en MN)	
	Jul.17	Jul.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18
<b>Bancos<sup>2/</sup></b>	<b>15,9</b>	<b>15,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>37,4</b>	<b>26,5</b>
Grandes	15,9	15,2	4,2	4,3	2,6	2,6	2,2	2,3	36,9	25,6
Medianos	16,0	14,5	5,0	5,3	4,0	3,9	1,6	1,7	38,4	31,4
Especializados en consumo	17,1	16,7	8,2	6,2	14,1	15,7	1,9	1,9	43,5	32,1

1/ Última información disponible en el portal de Internet de la SBS.

2/ Se considera bancos grandes a los 4 bancos de mayor tamaño, los bancos especializados en consumo son el banco Ripley, Falabella, Cencosud y Azteca, y los bancos medianos son el resto de los bancos.

Fuente: Balances de Comprobación.

Los **bancos grandes** registraron un mayor crecimiento de los créditos a las empresas corporativas, lo cual fue respaldado con la capitalización del 45% de las utilidades generadas en el ejercicio del año 2017. En cuanto a la calidad de cartera, el aumento del ratio de morosidad (cartera vencida, en cobranza judicial, refinanciada y reestructurada sobre colocaciones totales) se dio en los créditos concedidos a un grupo de grandes y medianas empresas de los sectores de manufactura y construcción sobre los cuales ya se habían constituido provisiones voluntarias. Lo anterior, junto con la disminución de los gastos financieros debido a una recomposición de sus pasivos, favoreció la rentabilidad.

Los **bancos medianos** también registraron un mayor crecimiento en sus colocaciones, el cual fue respaldado con la capitalización de sus utilidades, los aportes de capital recibidos de sus accionistas y la emisión de bonos subordinados. En un grupo de esos bancos, la morosidad aumentó como resultado del proceso de sinceramiento de sus créditos concedidos a empresas pertenecientes al sector inmobiliario. Para contener este deterioro de cartera, se implementaron cambios en la política crediticia y procesos de reorganización (en algunos casos hubo cambios de principales gerentes), lo que incidió en una mayor eficiencia operativa y en una mejor calidad de los créditos otorgados en el presente año, impactando favorablemente a la rentabilidad.

En la **banca especializada** en créditos de consumo, se observa un estancamiento de las colocaciones. Esto fue el resultado de los ajustes efectuados en sus políticas crediticias para contener el aumento de la morosidad de sus créditos concedidos entre los años 2015 y 2016. Estas medidas incidieron en un mayor gasto operativo por la contratación de personal más capacitado para el refuerzo de sus áreas de negocios y riesgos. Sin embargo, la rentabilidad se mantuvo estable en los últimos doce meses, porque los mayores gastos operativos y en provisiones se compensaron con los menores gastos financieros, resultante de la disminución de sus tasas de interés pasivas.

**Entidades no bancarias****17. Las entidades no bancarias registraron un aumento de su morosidad en los últimos doce meses, por lo que mejoraron su eficiencia operativa para atenuar los efectos del mayor gasto en provisiones sobre la rentabilidad.**

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

Es importante mencionar que un grupo de entidades no bancarias registran pérdidas en lo que va del año, debido al deficiente modelo crediticio empleado en años anteriores y, en algunos casos, por su baja escala operativa. Cabe resaltar que dichas entidades no representan un riesgo para la estabilidad financiera, pues el tamaño de su cartera de colocaciones es pequeño (1% de las colocaciones totales y 1,2% de los depósitos). Estas entidades requieren de aportes de capital para preservar sus niveles de solvencia.

**Cuadro 1.8**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE LA NO BANCA**

	Patrimonio efectivo (% de los APR) <sup>1/</sup>		Cartera morosa (% del crédito)		Gastos operativos (% del activo)		Utilidades (% del activo)		Activos líquidos (% de los pasivos de corto plazo, en MN)	
	Jul.17	Jul.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18
<b>No Banca</b>	<b>15,9</b>	<b>16,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>25,4</b>	<b>27,9</b>
Financieras	17,4	17,6	7,6	8,1	12,8	12,6	2,6	3,4	22,1	23,4
Cajas Municipales	15,0	14,9	7,8	9,1	8,6	8,4	1,8	1,5	27,2	32,2
Cajas Rurales	14,6	14,2	6,7	8,2	13,5	11,2	-0,5	0,3	29,3	30,4

1/ Última información disponible en el portal de Internet de la SBS.

Las **financieras** registraron un aumento de sus indicadores de rentabilidad en los últimos doce meses por la expansión de sus colocaciones en los segmentos de consumo y MYPE. El crecimiento de las colocaciones (13,6% anual) fue respaldado por un aumento de la base patrimonial. Esto último se realizó a través de la capitalización de utilidades, aportes de capital de sus accionistas y la obtención de préstamos subordinados de fondos especializados en microfinanzas del exterior. Con respecto a la calidad de la cartera, aumentó el ratio de morosidad principalmente en el segmento de consumo y está concentrado en algunas entidades de mayor tamaño.

Las **cajas municipales** mostraron un incremento de sus indicadores de morosidad en los últimos doce meses como resultado del proceso de sinceramiento de los malos créditos concedidos en años anteriores.







Este deterioro se presentó principalmente en la cartera de un grupo de cajas que actualmente registran bajos indicadores de rentabilidad. Las colocaciones de este grupo representan el 13,8% de la cartera total de las cajas municipales, pero solo el 1% de las colocaciones del sistema financiero. Las cajas de este grupo implementaron medidas correctivas en su política crediticia para detener el crecimiento de la morosidad, así como también cambios en su estrategia de negocio. Algunas de ellas se han concentrado en créditos de menor tamaño, los cuales ofrecen mejores niveles de rentabilidad y mayor dispersión del riesgo crediticio.

En el resto de cajas se registran bajos niveles de morosidad, altos niveles de rentabilidad y un importante dinamismo de sus colocaciones. Estas cajas mejoraron su eficiencia operativa y reforzaron su solvencia mediante la capitalización de utilidades generadas y algunas de ellas se encuentran en la búsqueda de nuevos socios estratégicos a fin de aumentar su base patrimonial.

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

Respecto a la calidad de cartera, el aumento del ratio de morosidad en los últimos doce meses se debió al efecto puntual del incumplimiento de pago de un grupo de empresas medianas en el segundo semestre de este año.

Es importante mencionar que algunas cajas rurales registran aún una baja escala operativa por lo que su margen financiero no llega a cubrir los gastos operativos. Por ello, requieren de un continuo apoyo de sus accionistas para preservar su solvencia.

### **Rentabilidad del Sistema Financiero**

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

**Cuadro 1.9**  
**ROA DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(% del activo, últimos 12 meses)

	Sistema		Banca		No banca	
	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18
Margen Financiero <sup>1/</sup>	6,8	7,1	5,9	6,0	16,1	16,4
Ing. netos por servicios financieros	1,4	1,4	1,5	1,4	1,1	1,2
Gastos operativos	3,8	3,8	3,1	3,1	10,4	10,0
Provisiones	1,8	1,8	1,5	1,4	4,2	4,5
Otros <sup>2/</sup>	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,9
<b>ROA</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>

1/ Considera el margen por intermediación financiera y los ingresos de tesorería.

2/ Considera ingresos y gastos extraordinarios, resultados de ejercicios anteriores e impuesto a la renta.

Fuente: Balances de comprobación.

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

Es importante señalar que sólo un grupo de entidades bancarias registró mayores ingresos por inversiones, como resultado de sus operaciones con valores emitidos por el Banco Central y el Tesoro Público, los que representan una alta proporción del portafolio de inversión de aquellas entidades, y les genera un bajo riesgo de mercado. Además, un banco generó mayores ingresos por la venta de acciones.

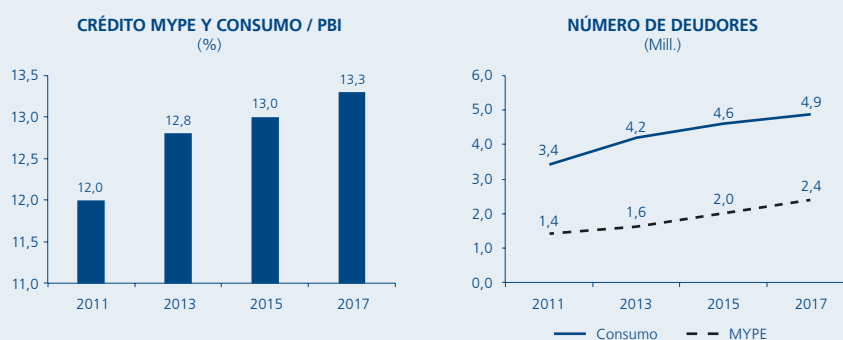
- En las entidades no bancarias, el aumento del margen financiero se explicó por el crecimiento de las colocaciones (10,7%), así como por la mayor eficiencia operativa, debido al mejor control de los gastos operativos y de las sinergias obtenidas de los procesos de consolidación llevados a cabo en los últimos años. La mayor rentabilidad fue atenuada, en parte, por el mayor gasto en provisiones resultante del crecimiento de la cartera morosa.





## Recuadro 2 LA COMPETENCIA EN EL MERCADO DE LOS CRÉDITOS DE CONSUMO Y A LAS MYPE

En los últimos años, los mercados de créditos de consumo y a las MYPE han registrado un crecimiento significativo. El ratio de profundización financiera de los créditos minoristas (consumo y MYPE) con respecto al PBI se ha incrementado de 12% del PBI en el año 2011 a 13,3% en el 2017. Este crecimiento ha venido acompañado con un importante avance en la bancarización, permitiendo incorporar 2,5 millones de prestatarios a dichos mercados en el mismo período.



Fuente: BCRP.

### Indicador de Concentración

El mercado de créditos presenta grupos de deudores con características distintas. Por ejemplo, los bancos grandes tienen una mayor presencia en los segmentos de la población de ingresos medios y altos. En cambio, los bancos especializados y las entidades no bancarias centran sus operaciones en los sectores de ingresos medios y bajos vinculados al sector informal.

Para considerar esta segmentación de deudores en el análisis de la concentración, se ha procedido a calcular los índices Herfindahl - Hirschman (IHH) de los flujos de crédito desembolsados, utilizando el Reporte Crediticio Consolidado (RCC), el cual registra los saldos a fin de mes de los créditos mantenidos por un deudor en cada entidad financiera. El IHH se calcula para los nuevos créditos concedidos en los siguientes rangos:

- En microempresas: i) menores a S/ 3 mil y ii) entre S/ 3 mil y S/ 20 mil.
- En pequeñas empresas: i) entre S/ 20 mil y S/ 50 mil y ii) entre S/ 50 mil y S/ 300 mil.
- En consumo: i) menores a S/ 3 mil, ii) entre S/ 3 mil y S/ 20 mil, y entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.

Los IHH tienen un nivel menor a 1500 en todos los rangos de crédito, sugiriendo que es bajo el grado de concentración en los segmentos identificados en dichos mercados<sup>6</sup>.

6 La literatura especializada considera que un IHH por debajo de 1 500 representa una concentración baja, entre 1 500 y 2 500 una concentración moderada y por encima de 2 500 una concentración alta.

### ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN DEL FLUJO DE LOS NUEVOS CRÉDITOS<sup>1/</sup>

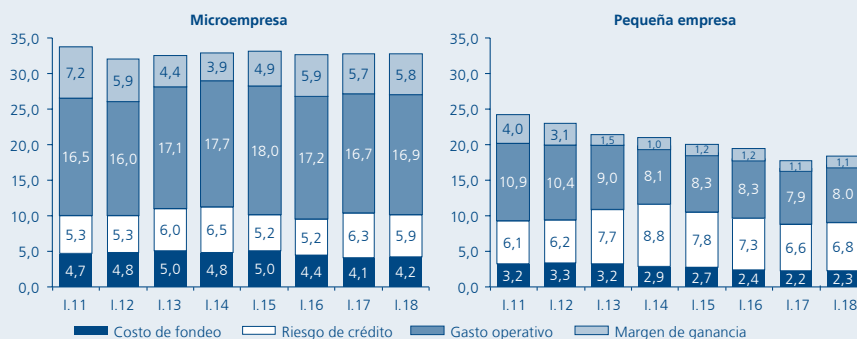
Tipo de crédito	Monto del crédito	No Banca				
		2011	2013	2015	2016	2017
Microempresa	Menores a S/ 3 mil	753	712	917	1 147	1 309
	Entre S/ 3 mil y S/ 20 mil	578	606	810	923	948
Pequeña empresa	Entre S/ 20 mil y S/ 50 mil	794	685	777	805	827
	Entre S/ 50 mil y S/ 300 mil	1 459	1 410	1 337	1 266	1 200
Consumo	Menores a S/ 3 mil	826	905	703	637	600
	Entre S/ 3 mil y S/ 20 mil	1 112	905	884	780	694
	Entre S/ 20 mil y S/ 300 mil	1 716	1 410	1 302	1 288	1 008

1/ Se utiliza el índice de Herfindahl-Hirschman que toma valores entre 0 y 10 000. Un HHI cercano a cero indica que el mercado no se encuentra concentrado y un IHH cercano a 10 000 indica alta concentración.  
Fuente: Registro Crediticio Consolidado.

### Análisis del margen de ganancia<sup>7</sup>

Este análisis se basa en la evaluación del comportamiento de las entidades financieras en la fijación de las tasas de interés y de sus márgenes de ganancia. Se asume que la tasa de interés activa recoge el costo asociado a la generación del crédito (costo de los fondos captados, las provisiones realizadas por los créditos impagos y los gastos operativos) más un margen de ganancia, el cual depende, entre otros factores, del grado de competencia en el mercado. En ese sentido, un mercado con altos niveles de competencia suele tener márgenes más pequeños, dado el menor poder de mercado de las empresas del sistema financiero participantes.

### MICROEMPRESA Y PEQUEÑA EMPRESA MN: COMPONENTES DE LA TASA DE INTERÉS ACTIVA<sup>1/</sup> (%)



1/ Corresponde a la tasa de interés implícita que se calcula como el ratio de ingresos financieros en los últimos doce meses sobre el saldo promedio de la cartera en el mismo período. Se muestran datos del primer semestre de cada año.  
Fuente: Balance de Comprobación.

7 La metodología usada es presentada en "Radiografía del costo del crédito en el Perú", Documento de Trabajo 2015-001 del BCRP elaborado por Marilyn Choy, Eduardo Costa y Eloy Churata. Esta estimación se realiza para cada entidad financiera a partir de la información de sus estados financieros y luego se consolidan los resultados. Los resultados se presentan para los créditos minoristas en moneda nacional, dado que la dolarización es baja en estos créditos.

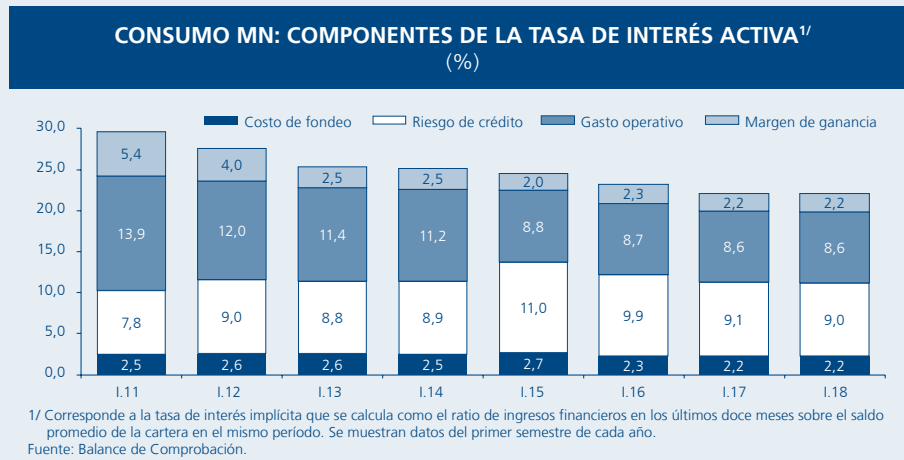




En los **créditos a las microempresas**, el margen de ganancia y las tasas de interés activas han permanecido estables entre 2011 y 2017. Esto reflejaría que las entidades incurren en altos costos (gastos en provisiones y operativos) en el proceso de incorporación de nuevos sujetos de crédito. Debido a esto, estas cobran altas tasas de interés y requieren mayores márgenes de ganancia con respecto a otros tipos de créditos como retribución al capital invertido y al mayor riesgo de crédito asumido.

El margen de ganancia de los **créditos a las pequeñas empresas** se redujo significativamente en el período. Asimismo, se observa la caída de los gastos operativos, por procesos de consolidación y de reorganización interna, y de los otros componentes del costo del crédito.

En los **créditos de consumo**, la mejora en la eficiencia operativa ha permitido una reducción sostenida de las tasas de interés activas. Las entidades financieras disminuyeron sus gastos operativos mediante una mejora en su estructura organizacional y de sus procesos desde 2015. Por ejemplo, implementaron plataformas tecnológicas para hacer más eficiente el otorgamiento de créditos y efectuaron un mejor control de los gastos operativos mediante un proceso de transformación digital, lo cual se está llevando a cabo en la gestión de sus procesos (solicitudes de créditos a través de *smartphones*). Asimismo, el margen de ganancia pasó de 5,4% a 2,2% entre 2011 y 2018 (primer semestre en ambos casos).



El análisis de la competencia en los mencionados mercados muestra una menor concentración y una evolución descendente de las tasas de interés activas y del margen de ganancia para los mercados analizados. Ello refleja que las entidades han adoptado medidas para incrementar su eficiencia operativa y mejorar sus procesos de evaluación crediticia. Sin embargo, no se aprecia una mejora en el costo incurrido en el riesgo de crédito en el mercado de las MYPE y el costo operativo no se ha reducido para los créditos a las microempresas, lo cual ha impedido una mayor reducción de las tasas de interés activas en este sector.

Para reducir el costo del crédito y con ello las tasas de interés en estos sectores es recomendable incrementar la transparencia de la información y agilizar el proceso de ejecución de las garantías, lo cual mejoraría gestión de riesgo de crédito de los deudores. A ello se le añade promover el desarrollo del mercado de capitales y propiciar la mayor participación de las entidades no bancarias en dicho mercado y potenciar la educación financiera en la población.

### Recuadro 3

#### EL PROCESO DE EJECUCIÓN DE GARANTÍAS MOBILIARIAS (GM)

La protección de los derechos de los acreedores es un elemento central para el desarrollo de los mercados financieros. Ante el incumplimiento del deudor, el acreedor debe poder recurrir a la ejecución del bien dado en garantía por el deudor y recuperar su inversión, bajo un proceso eficiente y predecible.

En el Perú, el actual Régimen de Garantías Mobiliarias (GM) está regulado por el Decreto Legislativo N° 1400 (publicado el 10 de setiembre de 2018), que derogó la Ley N° 28677. Con el régimen actual se ha flexibilizado el proceso de venta extrajudicial de la GM.

Constitución y Registro de la GM.- La constitución de la GM se da mediante acto jurídico expresado en cualquier medio escrito que deje constancia de la voluntad de las partes, debiendo formalizarse mediante escritura pública, firmas legalizadas, firmas digitales o firmas manuscritas, según lo determinen las partes. En el caso particular de la GM con posesión o posesoria, la constitución ocurre en el momento en que el deudor entrega la posesión del bien en GM al acreedor garantizado o a un tercero depositario.

El registro de la GM otorga seguridad jurídica a las partes, puesto que en un doble filtro (notario y registrador) se verifica la identidad de las partes, así como el propietario del bien. Adicionalmente, el registro sirve para fines de determinar el rango de prioridad o prelación sobre la GM, así como para dar publicidad de la GM. De considerarlo conveniente las partes, la GM es registrada en el Registro de Bienes Muebles, a cargo de la Superintendencia Nacional de Registros Públicos (SUNARP) y que comprende, entre otros, el registro de propiedad vehicular y el registro mobiliario de contratos. Cabe agregar que la SUNARP asume responsabilidad por el contenido de la partida registral.

El nuevo Régimen de GM crea el Sistema Informativo de Garantías Mobiliarias (SIGM),<sup>8</sup> que es una plataforma única y de alcance nacional para el registro voluntario de avisos electrónicos de GM. El ingreso y consulta de los avisos electrónicos se realizará por vía directa y remota a través del portal que se diseñe para tal efecto. La responsabilidad del contenido del aviso recaerá sobre la persona que ingrese la información, dado que no hay ninguna instancia que verifique la veracidad y exactitud de la información ingresada.

Cabe agregar que el SIGM es un sistema independiente del Registro de Bienes Muebles de la SUNARP y, a diferencia de este último, no otorga derechos de propiedad, por ser un registro sin calificación registral. Asimismo, a diferencia de los sistemas de registro, el SIGM no convalida actos jurídicos o contratos, su existencia, eficacia o validez.

8 El SIGM todavía no está en funcionamiento. Se ha dado a la SUNARP un plazo no mayor de 90 días calendario para que inicie el proceso de contratación para el desarrollo del SIGM y, de 270 días adicionales, para la puesta en funcionamiento de la base de datos del SIGM.





Proceso de Ejecución de las GM (PEGM).- En caso de incumplimiento del deudor, el PEGM puede darse a través de:

- i) La venta extrajudicial: El acreedor garantizado, a través del representante, puede iniciar y llevar a cabo el procedimiento de venta aún si no cuenta con la posesión del bien en GM. De realizarse la venta, corresponde al deudor entregar la GM al nuevo adquirente.

Respecto a este último punto, es suficiente que el acreedor acredite la existencia de la GM, el requerimiento del pago cursado al deudor y la exigibilidad de la obligación de entrega para que el Juez, sin mayor trámite, ordene la toma de posesión del bien en GM mediante su entrega inmediata con auxilio de la fuerza pública.<sup>9</sup>

Las partes pueden establecer que las GM se vendan a través de una venta privada o venta en subasta pública. El valor del bien se puede determinar mediante el mecanismo que acuerden las partes, incluyendo la referencia a una cotización del bien en una bolsa o mercado determinado, una fórmula de cálculo, la intervención de un tasador o cualquier otro mecanismo.

- ii) La adjudicación del bien por el acreedor: Producido el incumplimiento, el acreedor que desee adjudicarse el bien en GM deberá comunicar notarialmente al deudor y al representante el monto detallado de la obligación garantizada no pagada y el valor del bien mueble afecto en GM acordado por las partes.

- iii) La venta judicial: Se rige por el Código Procesal Civil y, en tal sentido, el proceso de ejecución de la GM no difiere del que corresponde a la garantía inmobiliaria.

En los dos primeros casos, el acreedor debe otorgar poder específico e irrevocable a un tercero (el representante) para que éste realice y formalice la transferencia de la GM.

Situación actual de la GM en el sistema financiero.- Las empresas del sistema financiero (ESF) solicitan GM a los clientes financieros no con el fin de ejecutarlas o adjudicárselas, sino para aumentar su capacidad de negociación en caso de incumplimiento o cuando el cliente no tiene buen historial crediticio (en cuyo caso, usualmente exigen la constitución de depósitos a la vista o a plazo).

Las GM más usadas por las ESF son los vehículos y depósitos (a la vista o a plazo), cuando los clientes son personas naturales; y los vehículos y maquinarias de mayor valor, cuando los clientes son empresas. Existen otras GM que también son usadas para las operaciones de financiamiento de las ESF, aunque en menor grado que las anteriores:

9 A diferencia de la ejecución judicial, el juez no convoca a la otra parte para conocer su posición ni admite ningún recurso de ésta, por lo que el proceso de venta no se detiene. Sin embargo, el acreedor garantizado incurre en responsabilidad legal posterior, si es que la obligación garantizada no existía, no era exigible o era por una cuantía diferente a la señalada.

- Garantías bajo la modalidad de cartas de crédito para operaciones de comercio exterior.
- Cuentas por cobrar del cliente, para créditos de capital de trabajo bajo la modalidad de *factoring* con recurso.
- Activos fijos adquiridos por la ESF para operaciones de arrendamiento financiero.
- Garantías bajo la modalidad de cartas fianzas emitidas por FOGAPI y por el Fondo Crecer<sup>10</sup>, para operaciones de crédito a las pequeñas y micro empresas, que suelen ser financiadas parcialmente con líneas de crédito de COFIDE y Agrobanco.
- Garantía de inventarios (*warrants*) para créditos de capital de trabajo.
- Estructuración de fideicomisos, aunque se trata de una estructura relativamente cara.

Además, las ESF suelen registrar las GM en la SUNARP, debido a que el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones (Resolución SBS N° 11356-2008) exige dicha inscripción para que los diferentes tipos de garantías otorgadas por el deudor financiero puedan servir como mitigantes para la constitución de provisiones específicas. En ese sentido y dadas las características del SIGM, este último sería poco utilizado por las ESF, aunque podría ser atractivo para bienes de menor cuantía en una operación de crédito entre personas ajenas al sistema financiero.

Procedimiento de cobranza por las ESF. - Las alternativas más usadas (en orden de utilización) son las siguientes: i) la cobranza bancaria, que consiste en los intentos de contacto al cliente por parte de la entidad financiera a fin de que pague la obligación, incluyendo también la posibilidad de pactar una renegociación de los términos del contrato de crédito<sup>11</sup>; ii) la venta del bien dado en GM por parte del deudor; iii) la venta extrajudicial del bien dado en GM; iv) la adjudicación directa del bien dado en GM por parte del acreedor garantizado; y v) la ejecución (venta) judicial del bien dado en GM.

Cabe agregar que, tratándose de GM en la modalidad de depósitos en cuenta corriente o a plazo, es de aplicación lo dispuesto en el numeral 11 del artículo 132° de la Ley N° 26702 (Ley General del Sistema Financiero, del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS) que permite el derecho de compensación entre las acreencias de la ESF y los activos que el deudor mantenga en ésta.

Respecto a la **venta extrajudicial** del bien dado en GM, se debe indicar que es una alternativa de ejecución más rápida y predecible que el proceso judicial. El bien es vendido en esta modalidad luego de un plazo de 30 a 50 días posterior al incumplimiento del crédito<sup>12</sup>.

El actual Régimen de GM (Decreto Legislativo N° 1400) flexibiliza y facilita el proceso de venta extrajudicial del bien por parte del representante designado por el acreedor pues: i) elimina la disposición que obligaba al acreedor, en caso de incumplimiento del deudor, a cursar a éste

10 Fondo Crecer: Fondo para el Fortalecimiento Productivo de las MYPE (FORPRO), Fondo de Garantía Empresarial (FOGEM), Fondo de Desarrollo de la Microempresa (FONDEMI) y Fondo MIPYME.

11 Adicionalmente, se incluye la ubicación geográfica del bien dado en GM, para lo cual las ESF instalan dispositivos de geo localización en el bien (GPS, chips, etc.).

12 El plazo incluye la ubicación del bien y su posterior incautación.







una carta notarial como requisito para la posterior venta del bien dado en GM; ii) elimina la disposición que declaraba nula toda venta realizada a un precio menor a las dos terceras partes del valor del bien mueble pactado por las partes del contrato o del valor comercial del bien mueble al momento de la venta; y iii) elimina el plazo que establecía que el acreedor podía optar por la ejecución judicial en caso transcurrieran 60 días de remitida la carta notarial al deudor y no se hubiera vendido el bien.

Sin embargo, una traba identificada que afecta tanto a la venta extrajudicial como a la adjudicación directa del bien, se produce cuando se haya interpuesto una acción de embargo sobre el bien mueble dado en garantía. Ello ocurre porque el tercero representante encargado de realizar y formalizar la transferencia del bien no cuenta con atribuciones para resolver acciones de embargo. En consecuencia, bajo estas condiciones, se tiene que utilizar en adelante la vía judicial.

Una posible situación que se podría presentar y perjudicar al acreedor es que el deudor en poder del bien dado en GM pierda o deteriore dicho bien. Sin embargo, el Régimen de GM contempla mecanismos que protegen y garantizan el derecho del acreedor en tal situación<sup>13</sup>.

Respecto a la **ejecución en la vía judicial**, no existe diferencia entre el proceso seguido para garantías con bienes muebles e inmuebles. En tal sentido, el proceso pasa por las etapas siguientes: presentación y admisión de la demanda; orden de ejecución; convocatoria a remate; remate; adjudicación y recuperación de crédito; y cobro de honorarios del estudio de abogados. Dicho proceso puede durar, en promedio, entre 305 días (sin oposición del ejecutado) y 32 meses (con intervención mediana del ejecutado)<sup>14</sup>.

### Conclusiones

Las ESF optan primero por la cobranza bancaria y la venta de la GM por parte del deudor. Por su parte, el proceso de ejecución extrajudicial de la GM es más rápido y predecible que el proceso en la vía judicial; aunque una traba a este proceso ocurre cuando se interpone una acción de embargo sobre el bien en garantía, puesto que el representante no cuenta con atribuciones para resolverlo. En ese caso, el proceso pasa necesariamente a judicializarse.

El Régimen de GM tiene un claro sesgo hacia el acreedor, ya que contempla mecanismos de protección al acreedor en caso que el deudor pierda o deteriore la GM. Además, cualquier impugnación que el deudor presente ante el juez no detiene el proceso de venta extrajudicial.

13 El Decreto Legislativo N° 1400 establece que el deudor es responsable de “preservar y conservar los bienes en garantía, evitando su pérdida y/o deterioro más allá de su desgaste ordinario”. Además, indica que el acreedor tiene “el derecho de solicitar la entrega de un bien de igual o mayor valor en reemplazo del bien en garantía”.

14 Ver REF Noviembre 2017, Recuadro 3 “Proceso de Ejecución de Garantías Hipotecarias en el Perú”.

## **Balance de Riesgos del Sistema Financiero**

20. El sistema financiero enfrenta riesgos de carácter externo e interno que pueden afectar la calidad de activos y su rentabilidad, pero cuenta con factores de fortaleza que podrían mitigar dichos riesgos.

### Prueba de Estrés

La estimación de la prueba de estrés sugiere que, en caso de presentarse un escenario adverso, las entidades bancarias y las cajas municipales deteriorarían sus indicadores financieros, aunque sin poner en riesgo su solvencia.

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

En las pruebas de estrés se analizan y comparan dos escenarios: uno base y otro de estrés. En el escenario base, las principales variables macroeconómicas siguen la evolución proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre de 2018. En el escenario de estrés, las variables macroeconómicas siguen una evolución adversa, en comparación con el escenario base, y son consistentes con la materialización de los factores de riesgo macroeconómicos antes expuestos.

El ejercicio de estrés se realizó para las entidades bancarias y las cajas municipales, debido a su importancia en el sistema financiero, pues concentran, en conjunto, el 95% de los créditos del sistema, aproximadamente. Además, resulta estadísticamente poco significativa la implementación de pruebas de estrés para el resto de entidades (empresas financieras y cajas rurales), debido al menor tamaño de la muestra para la estimación de los modelos, dado que algunas de estas entidades dejaron de operar en el mercado luego de sus procesos de consolidación.

El siguiente cuadro muestra los resultados de las pruebas de estrés:

<b>Cuadro 1.10 INDICADORES FINANCIEROS DE LOS BANCOS Y LAS CAJAS MUNICIPALES</b>									
	Ratio de Morosidad (%)			ROA (%)			Ratio de Capital Global (%)		
	Set.18	Set.19		Set.18	Set.19		Set.18	Set.19	
		Base	Estrés		Base	Estrés		Base	Estrés
<b>Banca</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>15,1</b>	<b>15,0</b>	<b>14,6</b>
Bancos Grandes	4,3	4,6	5,5	2,3	2,2	1,6	15,2	15,1	14,7
Bancos Medianos	5,3	5,9	6,6	1,7	1,6	0,4	14,5	14,2	13,5
Bancos Especializados	6,2	7,0	8,3	1,9	1,2	-0,5	16,7	16,5	15,4
<b>Cajas Municipales</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>11,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>12,3</b>

Fuente: Balances de Comprobación.





En una situación de estrés, las entidades bancarias atenuarían el impacto del deterioro de la cartera en la rentabilidad mediante el uso de sus provisiones voluntarias.

#### Proyección Escenario Base

**21. En el escenario base, que tiene mayor probabilidad de ocurrencia, se asume una depreciación de la moneda nacional de 1,8% anual y un crecimiento del PBI de 4,1% para el período setiembre 2018 – setiembre 2019.**

Esta proyección incorpora la recuperación de la demanda interna, consecuente con el crecimiento de la inversión privada la cual se verá impulsada por la ejecución de proyectos mineros y de infraestructura. A ello se le añade el contexto internacional que consolida la recuperación de los precios de nuestros principales productos de exportación en los siguientes doce meses, entre ellos, el cobre y el zinc; atenuados parcialmente por la disputa comercial entre EE.UU. y China.

En este escenario, los resultados del modelo de proyección señalan que el ratio de morosidad de la banca se incrementaría a 4,9% a setiembre de 2019. El incremento de la morosidad se presentaría, en mayor medida, en los bancos especializados en créditos de consumo. En los bancos medianos, el aumento de la morosidad reflejaría la consolidación del proceso de sinceramiento de cartera que las entidades vienen llevando a cabo en los malos créditos (otorgados principalmente a medianas empresas y hogares) que fueron concedidos en años anteriores.

La mayor morosidad tendría un reducido impacto en la rentabilidad de los bancos grandes y medianos, principalmente por operar con clientes de mejor perfil de riesgo que cuentan con garantías que respaldan sus obligaciones (con lo cual el aumento de provisiones es menor) y porque algunas entidades adelantaron provisiones para mitigar dicho efecto. En cambio, los bancos especializados que actualmente se encuentran en un proceso de redimensionamiento de sus operaciones y limpieza de los malos créditos, registrarían una menor rentabilidad a setiembre de 2019, por el aumento en el gasto en provisiones producto de la mayor morosidad.

#### Proyección Escenario de Estrés

**22. En el escenario de estrés, el cual tiene una baja probabilidad de ocurrencia (1%), se asume un decrecimiento del PBI de 1% para el horizonte de proyección y una mayor depreciación de la moneda nacional (22% anual).**

Este escenario considera una contracción de la demanda interna, por los eventuales retrasos en la ejecución del gasto público y de la inversión privada, lo cual incidiría en una menor demanda por créditos por parte de las empresas y un aumento de la probabilidad de incumplimiento de pago. A ello se le añade el deterioro de la balanza comercial, debido a condiciones externas desfavorables que afectan a los precios de exportación (principalmente minerales como el cobre y zinc), agravado por las

tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Por otra parte, incrementos de la tasa de interés por parte de la FED más rápidos que lo esperado podrían generar una salida de los capitales extranjeros de los portafolios domésticos y, con ello, una alta depreciación de la moneda nacional.

En este escenario adverso, el ratio de morosidad de la banca se incrementaría a 5,8% en setiembre de 2019, principalmente por el deterioro de la cartera de los hogares y de las empresas de menor tamaño (MYPE y medianas empresas). De igual forma, se presentaría una menor calidad de cartera en los créditos otorgados a las empresas que operan en los sectores económicos de construcción y actividades inmobiliarias y de los créditos hipotecarios debido al menor dinamismo de la demanda interna. Bajo este escenario, los bancos especializados serían los más afectados debido a que se considera un deterioro pronunciado de la cartera de consumo, lo cual tiene una alta correlación con el crecimiento de la actividad económica.

Este escenario también incorpora el impacto de la depreciación sobre las carteras más dolarizadas, como son los créditos hipotecarios y los créditos a las medianas empresas que cuentan con menor capacidad para gestionar el riesgo cambiario.

Se espera que la banca disminuya su ROA a 1,1% a setiembre de 2019, como consecuencia del eventual aumento de los gastos en provisiones. Los bancos grandes atenuarían el requerimiento de provisiones con el uso de sus provisiones voluntarias ya constituidas. En cambio, los bancos medianos reducirían su rentabilidad a 0,4%, dado que estos bancos afrontarían un mayor deterioro de su cartera de empresas del sector construcción y cuentan con un nivel bajo de provisiones voluntarias. En los bancos especializados, la mayor morosidad les generaría pérdidas en los próximos doce meses, debido a la alta sensibilidad de los créditos de consumo al ciclo económico.

Finalmente, se espera que el ratio de capital global se reduzca en los próximos doce meses, con más intensidad en los bancos medianos y especializados por las pérdidas generadas.

**23. En un escenario macroeconómico adverso, las cajas municipales debilitarían su situación financiera, por el rápido deterioro de los créditos a las MYPE.**

En el **escenario base**, se espera que el ratio de morosidad aumente a 10% a setiembre de 2019. Ello se debe a que la cartera morosa del segmento MYPE seguiría manteniendo el crecimiento observado en los últimos doce meses (crecimiento anual de 21,1%). Asimismo, se espera una menor rentabilidad para los próximos doce meses (el ROA pasaría de 1,5% en setiembre de 2018 a 0,4% en setiembre de 2019), como resultado de las mayores provisiones, así como por el menor crecimiento de sus colocaciones.

Se estima que las cajas municipales (CM) registrarían una reducción de su ratio de capital global, alcanzando 13,6% a setiembre de 2019, debido al mayor ritmo





de crecimiento de la cartera MYPE respecto a la capitalización de las utilidades generadas (se asume que las CM capitalizan el 75% de las utilidades durante el horizonte de proyección). La proyección del escenario base es pasiva en el sentido de que no se asume nuevos aportes de capital.

En el **escenario de estrés**, la morosidad de las CM alcanzaría un ratio de morosidad de 11,7% a setiembre de 2019. Los impactos negativos del ciclo económico sobre los créditos minoristas de las CM llevarían a que la cartera morosa acelere su tasa de crecimiento anual en los siguientes doce meses.

Los efectos de la morosidad sobre la rentabilidad son significativos, pues el ROA se reduciría a -1,3% a setiembre de 2019 debido a los mayores gastos de provisiones. Es importante señalar que actualmente las CM no cuentan con provisiones procíclicas, pues ya las han utilizado entre los años 2014 y 2015 por el deterioro de su cartera observado en esos años. Por lo tanto, se espera que las CM disminuyan su ratio de capital global a 12,3% a setiembre de 2019, por las pérdidas generadas.

Si bien las CM, en conjunto, seguirían registrando un ratio de capital global superior al mínimo legal requerido (10% de los activos ponderados por riesgo), es de esperar que algunas de ellas no logren cumplir con los requerimientos de patrimonio efectivo adicional establecidos por la SBS. En tal sentido, debe mencionarse que los resultados mostrados recogen el efecto de las cajas más grandes que cuentan con una mejor posición financiera actualmente.

En cambio, es de esperarse que las cajas que registran altas tasas de morosidad y bajos indicadores de rentabilidad se debiliten en mayor medida, por lo que resulta importante que estas continúen implementando medidas para mejorar la gestión de sus riesgos y reforzar sus niveles de solvencia, ya sea mediante aportes de capital de sus propietarios o por la inclusión de socios estratégicos o nuevos accionistas.

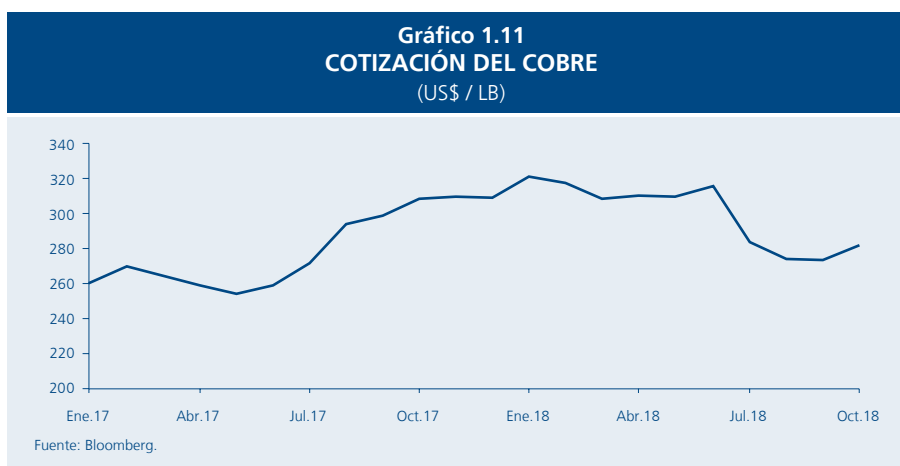
#### 24. Factores de Riesgo

##### a. **Un mayor escalamiento de la guerra comercial entre Estados Unidos y China podría afectar negativamente la actividad económica mundial y con ello la demanda de los *commodities*.**

En este escenario las empresas del sector exportador serían las más afectadas debido a que verían disminuir la demanda de sus productos. Asimismo, el menor impulso externo disminuiría el dinamismo de la economía en general, lo que podría conllevar a un menor crecimiento de las colocaciones y a un mayor deterioro en la calidad de los créditos.

Se puede constatar que en los últimos meses, las tensiones comerciales se agravaron luego de que Estados Unidos aplicara nuevos aranceles a las importaciones provenientes de la Unión Europea, Canadá y México. Esto

incrementó la aversión del riesgo, generando una liquidación de las posiciones no comerciales del cobre, y por tanto, un menor precio del cobre. Cabe señalar que estos factores estuvieron acompañados con una oferta mayor a la esperada, que presionaron aún más los precios a la baja (recuperaciones en la producción de Indonesia y Chile).



- b. Una mayor depreciación del sol, motivada por presiones externas, aumentaría el riesgo cambiario crediticio, en especial, en los segmentos de créditos hipotecarios, vehiculares y a las medianas empresas. Debe indicarse que este riesgo es bajo debido a las medidas prudenciales implementadas por el BCRP y la SBS.**

En un posible escenario de mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y de salida de capitales de las economías emergentes, se podrían generar presiones depreciatorias. En este escenario, la exposición al riesgo cambiario crediticio en el segmento a las medianas empresas, hipotecarios y vehiculares continúa siendo relevante. En cambio, en el caso de los créditos mayoristas, la exposición a este riesgo es limitada debido a que algunas empresas tienen ingresos que están vinculados al tipo de cambio y usan instrumentos financieros que les cubren ante el riesgo cambiario.

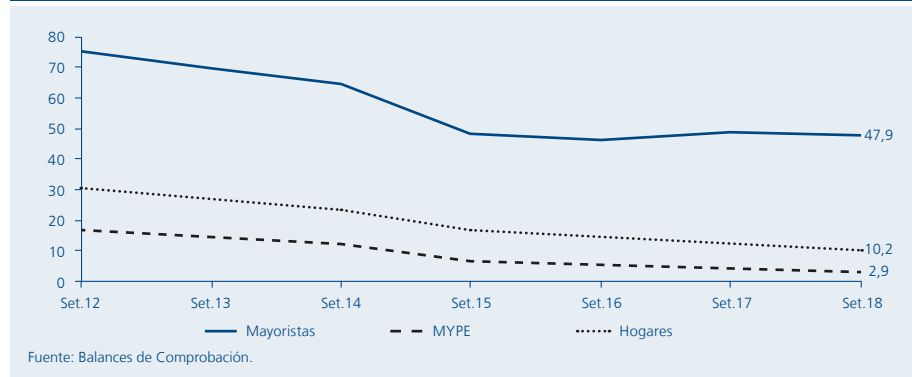
En el caso de las medianas empresas, su exposición al riesgo cambiario continúa siendo relevante, debido a que la dolarización de los créditos en este segmento es elevada (40,3%). Por ello, una depreciación de la moneda nacional incrementaría la carga financiera de las empresas, elevando la probabilidad de incumplimiento en los pagos de sus deudas.

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



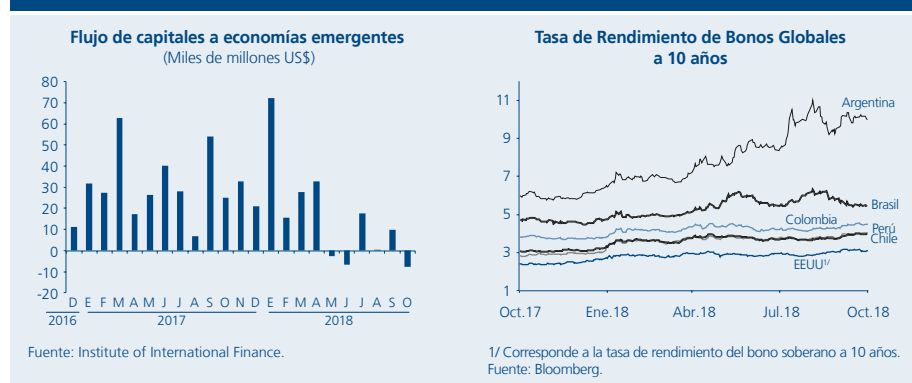


**Gráfico 1.12**  
**RATIO DE DOLARIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS POR SEGMENTO**  
(%)



Las mayores tensiones comerciales incrementarían el sentimiento de aversión al riesgo, lo cual incentiva la liquidación de activos de economías emergentes. En estos últimos meses, la liquidación de activos ha afectado en particular a las economías con mayores vulnerabilidades externas y se ha presentado en un menor grado en economías con fundamentos macroeconómicos y financieros más sólidos, como el Perú. Debe indicarse que las presiones depreciatorias causadas por una mayor volatilidad en los mercados financieros, se verían reforzadas por el actual ciclo de alzas de tasas de interés por parte de los bancos centrales de economías desarrolladas.

**Gráfico 1.13**



A pesar de las salidas registradas por los fondos especializados en renta fija de mercados emergentes, el *spread* de los rendimientos globales de la región se mantuvo estable, con excepción del *spread* de Brasil y Argentina. En el primer caso, por una mayor volatilidad asociada al periodo electoral, mientras que en el segundo, por presentar fundamentos macroeconómicos más débiles.

Asimismo, el indicador EMBIG *spread*<sup>15</sup>, que tiene una correlación con la tasa de rendimiento de los bonos globales, muestra que el Perú se ubica como el segundo país en América Latina con menor riesgo país y con un panorama crediticio estable.

Cuadro 1.11 TIPOS DE CAMBIO						
		Dic.17	Jun.18	Oct.18	Variación de la moneda doméstica (%)*	
					Oct.18/Jun.18	Oct.18/Dic.17
Índice dólar	US Dollar Index	92,12	94,47	97,13	2,8	5,4
Reino Unido	Libra	1,351	1,321	1,277	-3,3	-5,5
	Euro	1,200	1,168	1,131	-3,2	-5,7
Japón	Yen	112,67	110,66	112,93	-2,0	-0,2
Argentina	Peso	18,59	28,88	35,25	-18,1	-47,3
Colombia	Peso	2 982	2 929	3 215	-8,9	-7,3
Chile	Peso	615	654	696	-6,0	-11,6
Perú	Sol	3,237	3,276	3,372	-2,8	-4,0
México	Peso	19,65	19,91	20,33	-2,1	-3,4
Brasil	Real	3,312	3,877	3,722	4,2	-11,0
Turquía	Lira	3,79	4,59	5,58	-17,8	-32,1
India	Rupia	63,83	68,45	73,95	-7,4	-13,7
Sudáfrica	Rand	12,36	13,72	14,78	-7,2	-16,4
China	Yuan	6,51	6,62	6,97	-5,1	-6,7
Rusia	Rublo	57,66	62,79	65,87	-4,7	-12,5
Corea del Sur	Won	1066,4	1113,9	1141,0	-2,4	-6,5

\* Una variación positiva (negativa) significa apreciación (depreciación) de la moneda respectiva frente al dólar.  
Fuente: Bloomberg.

Las economías con fundamentos más débiles suelen registrar mayores salidas de capitales y se encuentran más expuestas a ataques especulativos en períodos de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. Como resultado de ello, la presión sobre el valor de la moneda de estas economías es mayor. En los últimos meses, las mayores tasas de depreciación se han registrado en países con fundamentos débiles o que se encontraban afectados por factores idiosincráticos.

**c. El riesgo de una recuperación más débil a la esperada de la actividad económica doméstica podría llevar a un mayor deterioro en la calidad de los créditos, lo que elevaría la morosidad del sistema financiero.**

15 El *Emerging Markets Bond Index Global* (EMBIG) refleja la percepción de riesgo país y es calculado por J.P. Morgan como la diferencia (*spread*) entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares emitidos por países emergentes y la tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América (activo libre de riesgo).







El menor dinamismo de la actividad económica se presentaría ante un crecimiento más lento de la inversión pública y privada.

Durante el año 2018, la menor calidad de los **créditos mayoristas** (corporativo y grandes empresas) se debió al incumplimiento de pagos de algunas empresas pertenecientes al sector manufactura, por una menor demanda de bienes de capital como resultado de la menor ejecución de proyectos de construcción y de inversión en los últimos años. Por ello, es de esperarse que un escenario de menor avance en la ejecución de proyectos de inversión pública llevaría a un menor dinamismo de la economía. Con ello, se afectaría la capacidad de pago de estas empresas, deteriorando la calidad de la cartera de los bancos.

Asimismo, en un escenario de menor actividad doméstica, la probabilidad de impago de los hogares (**créditos de consumo e hipotecario**) aumentaría debido al menor dinamismo del empleo. Así también, es de esperarse que los créditos a los hogares y a las MYPE disminuyan su crecimiento y calidad.

- d. **El riesgo de un rápido crecimiento de los créditos de consumo podría generar un problema de sobreendeudamiento, lo que aumentaría la probabilidad de impago de deudas y un aumento de la morosidad de algunas entidades financieras.**

En los últimos doce meses, el número de deudores de consumo se incrementó en 3,6%, especialmente en el grupo de clientes compartidos (4,5% anual). Este incremento de deudores ha venido acompañado de una mayor deuda promedio, por lo cual es importante hacer seguimiento para prevenir algún riesgo de sobreendeudamiento.

**Cuadro 1.12**  
**CARACTERÍSTICA DE LOS DEUDORES DE CONSUMO EN EL SISTEMA FINANCIERO**

N° de entidades con las que registran deuda	Set.17				Set.18			
	Número de deudores	Deuda promedio (S/)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)	Número de deudores	Deuda promedio (S/)	Ratio de morosidad (%)	Deudores morosos (%)
1	2 660 826	5 911	7,4	11,1	2 741 549	6 344	7,2	12,0
2	1 104 327	13 382	5,1	12,2	1 143 326	14 297	4,7	12,1
3	505 064	21 510	4,4	12,7	530 927	23 134	3,8	12,0
4 o más	332 866	34 963	4,4	13,4	354 560	37 992	3,6	11,8
<b>Total</b>	<b>4 603 083</b>	<b>11 516</b>	<b>5,5</b>	<b>11,7</b>	<b>4 770 362</b>	<b>12 471</b>	<b>5,0</b>	<b>12,0</b>

Fuente: Reporte Crediticio Consolidado (RCC).

Asimismo, los créditos de consumo han venido aumentando sostenidamente, especialmente en las entidades no bancarias, por las mayores facilidades en

la concesión de dichos créditos y el mayor acceso por parte del grupo de personas con menores ingresos. En los bancos especializados, el crédito de consumo se ha contraído en los dos últimos años, como resultado de los ajustes en sus políticas crediticias implementadas para contener el avance de la morosidad de años previos.

Cuadro 1.13 CRÉDITOS DE CONSUMO POR TIPO DE EMPRESA FINANCIERA					
	Set.16	Set.17	Set.18	Variación (%)	
				Set.17/ Set.16	Set.18/ Set.17
<b>Sistema</b>	<b>49 370</b>	<b>53 027</b>	<b>59 479</b>	<b>7,4</b>	<b>12,1</b>
Banca	41 061	42 966	47 794	4,6	11,2
Bancos grandes	29 899	31 211	35 525	4,4	13,8
Bancos especializados	6 312	6 156	5 853	-2,5	-4,9
No banca	8 309	10 062	11 685	21,1	16,1

Fuente: Balances de comprobación.

Dada la dinámica del crecimiento de las colocaciones en las entidades no bancarias, cuyos deudores son más vulnerables a cambios en el ciclo económico, es importante monitorear el crecimiento de las carteras minoristas para prevenir un potencial sobreendeudamiento.

Por otra parte, la regulación ya contempla directrices para la gestión del sobreendeudamiento, aunque esta no cuenta con una metodología estándar definida.

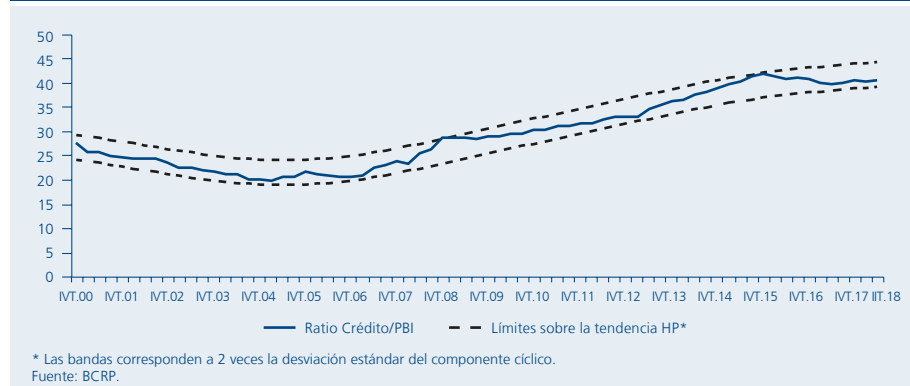
En agosto de 2008, se publicó el Reglamento para la Administración del Riesgo de Sobreendeudamiento de Deudores Minoristas. Sin embargo, el reglamento no incluye *benchmarks* explícitos de los indicadores propuestos para que las entidades financieras puedan identificar un sobreendeudamiento. Dicho reglamento agrega que la SBS puede establecer requerimientos de provisiones adicionales a las empresas del sistema financiero que, a su juicio, no cumplen con adoptar las medidas prudenciales mínimas dispuestas en el reglamento.

- e. **A pesar del mayor crecimiento de los créditos totales, el volumen de los mismos es consistente con los niveles de crecimiento del producto, con lo cual se descarta la existencia de un boom crediticio.** Este análisis usa la tendencia de largo plazo del ratio de Crédito/PBI usando un filtro Hodrick–Prescott (HP) y sus límites superiores e inferiores (2 veces la desviación estándar del componente cíclico). Se observa que el ratio de crédito no ha rebasado los límites inferiores ni superiores, lo que evidencia que el nivel de intermediación financiera es consistente con su tendencia de largo plazo.



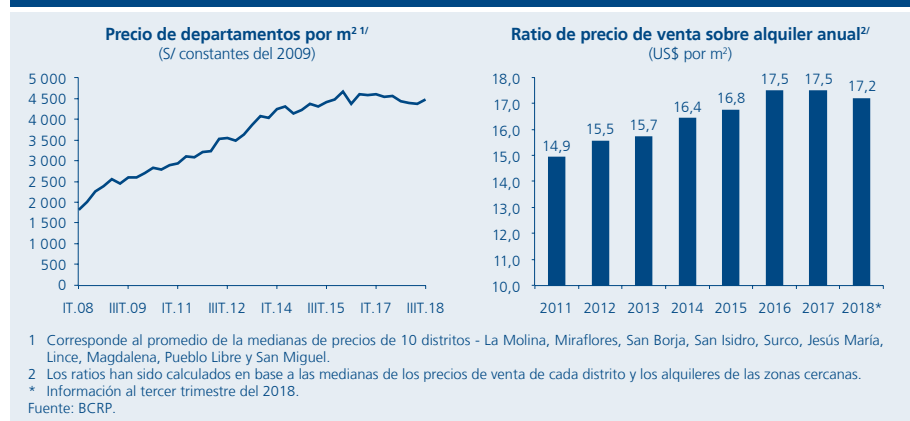


**Gráfico 1.14**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL**  
(Como porcentaje del PBI)



f. De igual manera, los precios de las viviendas se mantienen estables en los últimos años. Asimismo, el ratio de precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER<sup>16</sup>, por sus siglas en inglés), indicador que podría dar una alerta de sobrevaloración de los inmuebles, se redujo ligeramente en el último año.

**Gráfico 1.15**



16 El PER muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de compra.

## II. MERCADO DE CAPITALES

### 25. El bajo grado de profundización del mercado de capitales doméstico se refleja en sus características estructurales de poca liquidez y bajo grado de desarrollo de los inversionistas institucionales.

Los avances en la profundidad y liquidez del mercado se han estancado. En particular, a diferencia del incremento en los indicadores de deuda del sector público, no se registró mayor avance en el mercado de deuda del sector privado mientras que la capitalización y liquidez de la bolsa local se contrajo, en línea con la evolución de los índices bursátiles mundiales.

Cuadro 2.1 INDICADORES DEL GRADO DE PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES						
	Dic.15	Dic.16	Set.17	Dic.17	Mar.18	Set.18
<b>Deuda del Sector Público</b>						
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % de la deuda pública total)	34,7%	41,8%	52,4%	51,1%	52,1%	54,6%
Bonos Soberanos y Letras del Tesoro (como % del PBI)	8,1%	10,0%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%
<b>Deuda del Sector Privado</b>						
Bonos Corporativos (como % de la deuda total del segmento corporativo) *	14,3%	15,2%	16,3%	15,7%	14,9%	15,1%
<b>Capitalización Bursátil (% del PBI)</b>	50,5%	63,2%	75,9%	75,0%	78,0%	71,6%

\* Corresponde al ratio (Deuda corporativa total negociada en el mercado de capitales) / (Deuda corporativa total negociada en el mercado de capitales + Crédito del sistema financiero al segmento corporativo y a las grandes empresas).  
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, Bloomberg y Ministerio de Economía y Finanzas.

Los inversionistas institucionales mantienen un bajo grado de desarrollo. Si bien el tamaño del portafolio que administran creció en 5,6% en el último año y como proporción del PBI se mantuvo en 31,3%, estos valores son considerados todavía bajos. Como referencia, en los Estados Unidos de América (EE.UU.) el portafolio administrado por estos inversionistas representa alrededor de 270% del PBI.

La fortaleza financiera de las empresas corporativas se mantuvo estable, registrando una leve mejora en los indicadores de liquidez. Por su parte, el grado de sofisticación y el nivel de institucionalidad del mercado de capitales peruano no registran cambios respecto a los reportes anteriores.

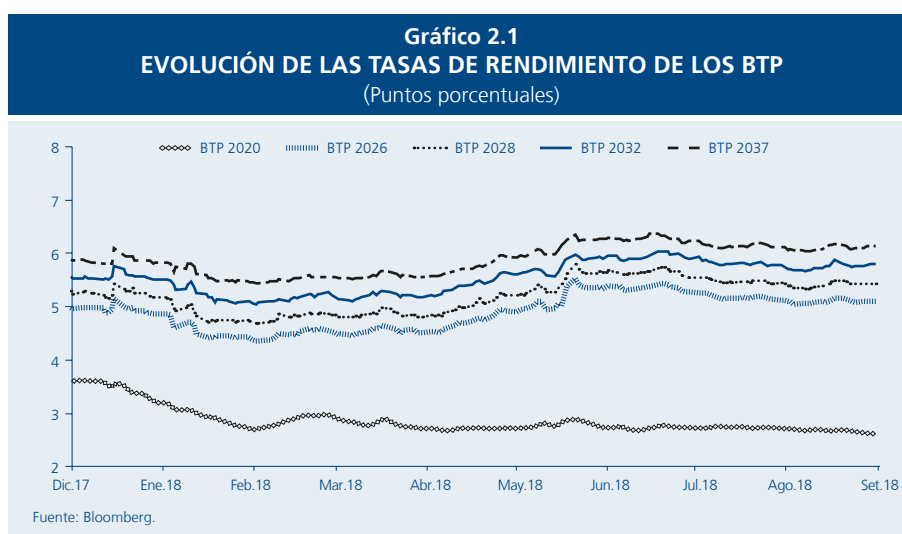




Mercado de emisiones de deuda del Sector Público

**26. En el segundo semestre de 2018, las tasas de rendimiento de los bonos soberanos (BTP) revirtieron la tendencia creciente de inicios de año, en línea con las compras de BTP por los inversionistas no residentes.**

La tendencia de inicios de año estuvo en línea con las ventas de BTP por los inversionistas no residentes, en un contexto de problemas entre los EE.UU. y sus socios comerciales y de expectativas de alza del costo de financiamiento en los mercados internacionales. A partir de mediados de año, los no residentes volvieron a aumentar sus tenencias de BTP, lo que se reflejó en una estabilización de las tasas de rendimiento de estos instrumentos.



Cabe indicar que las tasas de rendimiento inusualmente bajas este año del BTP 2020 (inclusive por debajo de las tasas de interés de los CD BCRP y de la tasa de referencia del Banco Central) refleja el bajo monto disponible de dicho bono y su poca liquidez<sup>17</sup>. Ello pone en evidencia la necesidad de que el Tesoro Público realice más emisiones en el tramo corto de la curva de rendimientos de bonos soberanos (plazos entre 1 y 3 años) para que se constituya en referencia relevante para los emisores del mercado.

En los últimos seis meses, los inversionistas no residentes aumentaron sus tenencias de BTP principalmente a través de compras en el mercado primario, en un contexto en que el indicador de riesgo país (EMBIG) de Perú se mantuvo estable. Los inversionistas institucionales domésticos también incrementaron sus tenencias,

<sup>17</sup> Este bono representa alrededor del 5% del saldo total de BTP y un solo banco concentra alrededor del 45% del saldo de dicho bono.

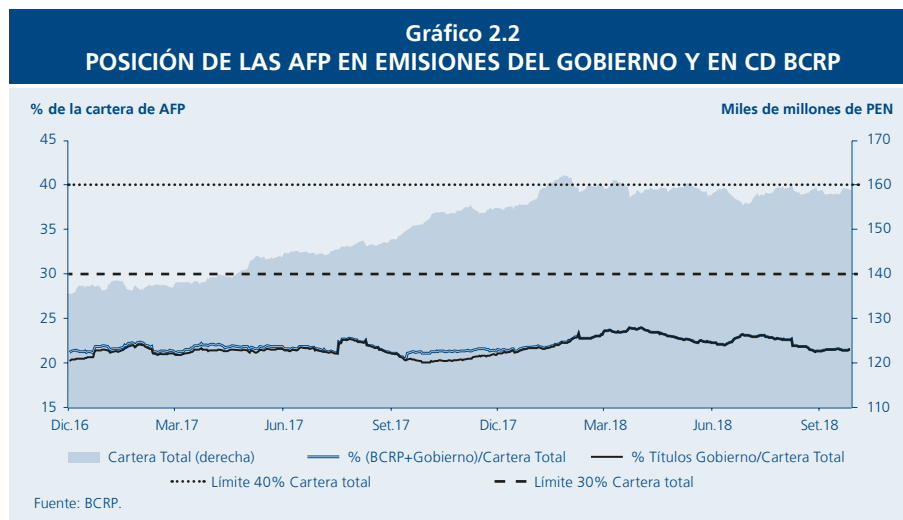
excepto las AFP que aprovecharon las oportunidades de diversificación de portafolio que ofrece un mayor límite de inversión en el exterior.

Cuadro 2.2 SALDOS DE TENENCIAS DE BTP									
	Set.17		Dic.17		Mar.18		Set.18		Variaciones (Mill. de S/)
	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Mill. de S/	Estruct.	Set.18/Mar.18
No Residentes	39 117	48%	37 075	45%	32 856	39%	37 458	42%	4 603
AFP	24 562	30%	26 916	33%	30 151	36%	29 281	33%	-870
Bancos	10 693	13%	11 520	14%	13 936	16%	14 296	16%	360
Seguros	3 302	4%	3 466	4%	3 926	5%	4 307	5%	381
Otros <sup>1/</sup>	3 508	4%	3 541	4%	3 654	4%	3 862	4%	208
<b>Total</b>	<b>81 182</b>	<b>100%</b>	<b>82 518</b>	<b>100%</b>	<b>84 524</b>	<b>100%</b>	<b>89 205</b>	<b>100%</b>	<b>4 681</b>

1/ Fondos privados, fondos públicos y personas naturales.  
Fuente: BCRP, CAVALI y SBS.

## 27. Las AFP tienen espacio para aumentar sus tenencias de BTP y así poder absorber potenciales ventas de los inversionistas no residentes.

La participación de instrumentos de gobierno en la cartera total administrada por las AFP disminuyó a 21,5% al cierre de setiembre. Esta reducción amplía el margen que tienen para absorber una potencial oferta de BTP por parte de otros inversionistas. Cabe resaltar que las AFP mantienen un nivel no significativo de inversiones en CD BCRP, lo cual da mayor espacio para la adquisición de BTP dentro de los límites existentes.



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

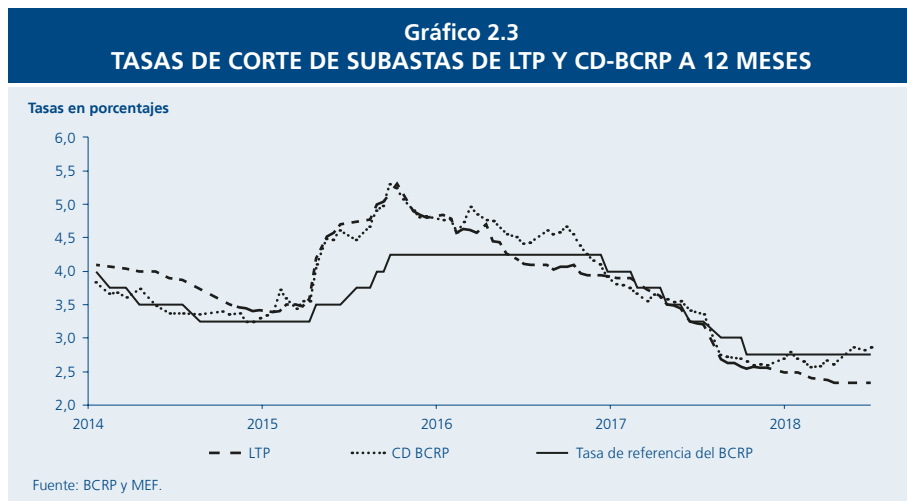




La alta concentración de la demanda por Letras del Tesoro Público (LTP), la baja liquidez del mercado secundario, los mayores costos de transacción y la distorsión en sus tasas de interés dificultan la adopción de la curva de rendimientos de LTP como una referencia de corto plazo. En su lugar, el mercado continúa usando como referencia la curva de rendimientos de CDBCRP.

El mercado secundario del LTP es ilíquido debido a que refleja principalmente los traspasos del mercado primario. Los principales adjudicatarios de las subastas semanales de LTP son las Sociedades Agente de Bolsa (SAB), quienes transfieren las LTP adjudicadas a sus clientes en el mercado secundario. Los principales compradores son entidades públicas (Banco de la Nación y fondos públicos) que poseen más del 90% del saldo de LTP a setiembre de 2018.

A diferencia de los BTP, las operaciones en el mercado primario y secundario de las LTP se realizan a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), por lo que están sujetas a costos adicionales en comparación a los CD BCRP. Por ese motivo, las tasas de las LTP solían ser mayores que las de los CD BCRP. Sin embargo, desde el año 2017, las tasas de las LTP se encuentran por debajo de las tasas de los CD BCRP, debido a la demanda de las entidades públicas.



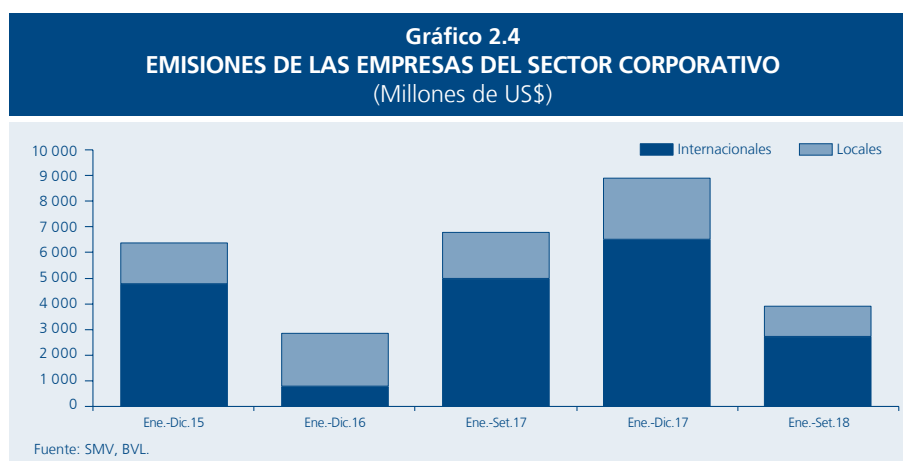
Actualmente, las emisiones de LTP no interfieren con la ejecución de la política monetaria debido a que el MEF suele depositar los fondos provenientes de las colocaciones de LTP en el BCRP y a que las entidades públicas que adquieren las LTP suelen comprar esos valores con fondos que mantienen en el BCRP.

De otro lado, el acceso de no residentes al mercado de LTP no tiene restricciones (como en el caso de los CD BCRP), por lo que podría atraer capitales golondrinos en situaciones de ingresos masivos de capitales de corto plazo hacia mercados emergentes. Esta situación no se ha dado en los últimos años, dado el tamaño

reducido del mercado de LTP (saldo de S/ 3 mil millones al cierre de setiembre<sup>18</sup>, en comparación al saldo de S/ 26 mil millones de CD BCRP).

### Mercado de emisiones de deuda del Sector Privado

- 28. Las empresas del sector corporativo privado redujeron sus emisiones de deuda en el mercado doméstico y del exterior, en un contexto de mayor financiamiento obtenido del sistema financiero.** Además, las empresas medianas vienen mostrando mayor preferencia por colocar instrumentos de deuda mediante oferta privada.



En el mercado local, la disminución del monto emitido en lo que va del año correspondió principalmente a empresas del sector financiero, las cuales se financiaron a través de la captación de depósitos. Esta recomposición en sus pasivos les permitió reducir sus gastos financieros.

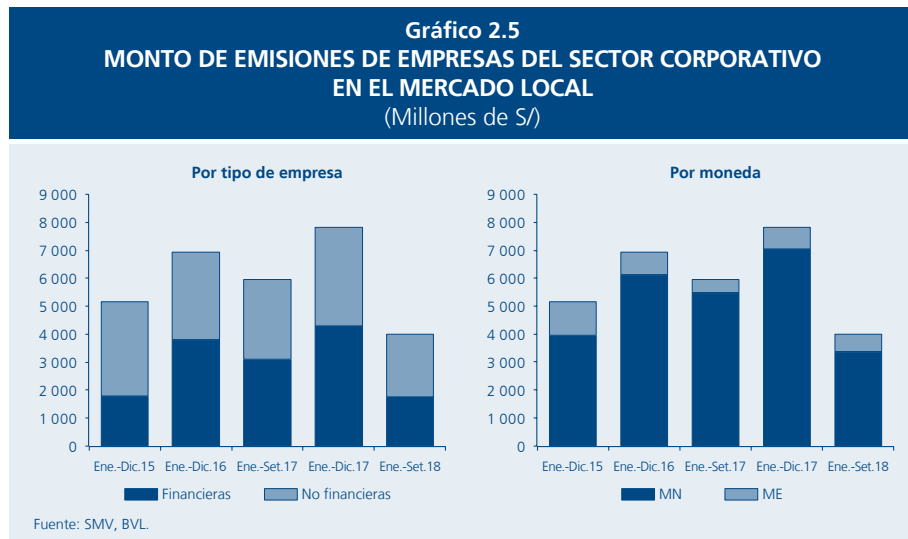
Por otra parte, las empresas no financieras también redujeron el monto de sus emisiones, aunque sus niveles de apalancamiento se mantuvieron estables en lo que va del año. Ello se debe a que estas empresas optaron por el financiamiento del sistema financiero, lo cual se reflejó en el alto crecimiento de los créditos corporativos.

Las empresas (financieras y no financieras) que emitieron en el año lo siguieron haciendo principalmente en moneda nacional. Esto estaría relacionado a la menor demanda de los inversionistas locales por instrumentos en moneda extranjera, debido a la volatilidad cambiaria.

<sup>18</sup> La Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2018 establece que el monto máximo de saldo adeudado por emisión de LTP al 31 de diciembre de 2018 es S/ 3 mil millones.







Entre enero y setiembre de 2018, las emisiones se realizaron bajo los mecanismos de oferta pública (81% del total) y oferta privada (19% del total). Cabe indicar que las emisiones a través de ofertas públicas y privadas contribuyen al desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, dado el crecimiento de las emisiones por oferta privada, la SMV debe promover una mayor difusión de información al mercado respecto a dichas emisiones<sup>19</sup>.

- 29. En el mercado internacional, el menor ritmo de emisiones se dio en un contexto de aumento de las tasas de interés a nivel internacional.** Las empresas emisoras tienen baja exposición al riesgo cambiario pues generan ingresos en moneda extranjera (empresas exportadoras) o cuentan con capacidad para ajustar sus precios a la variación del tipo de cambio (como las empresas de generación de energía eléctrica)<sup>20</sup>. Además, algunos emisores que operan en el mercado doméstico toman coberturas con instrumentos derivados<sup>21</sup>.

19 Actualmente, solo las empresas que tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores están obligadas a informar, mediante Hecho de Importancia, sobre sus emisiones por oferta pública y privada, aunque la información provista respecto a estas últimas emisiones es menor (usualmente no comunican la tasa obtenida en la colocación).

20 Por su parte, las entidades financieras que han emitido en el exterior están sujetas a límites regulatorios para su posición de cambio establecidos por la SBS.

21 Por ejemplo, InRetail toma coberturas cambiarias; además, parte de su colocación de bonos en el mercado internacional está denominada en moneda nacional.

**Cuadro 2.3**  
**EMISIONES DE EMPRESAS PERUANAS EN EL MERCADO INTERNACIONAL**  
(Millones)

	2017		2018		Var. %	
	S/	US\$	S/	US\$	S/	US\$
<b>Total Año</b>	<b>2 927,60</b>	<b>5 590,00</b>	<b>698,00</b>	<b>2 490,00</b>	<b>-76%</b>	<b>-55%</b>
Sector Financiero	2 927,60	450,00	-	200,00	-100%	-56%
Sector No financiero	-	5 140,00	698,00	2 290,00	-	-55%

Fuente: Bloomberg.

Mercado de Renta Variable

- 30. Los principales índices de la bolsa peruana muestran un rendimiento acumulado negativo en el año, a diferencia del desempeño positivo de años anteriores.** Esta evolución refleja el efecto de la caída de los precios de los *commodities* (en particular, los metales básicos) y el incremento de la aversión al riesgo en los mercados globales.

**Gráfico 2.6**  
**EVOLUCIÓN MSCI PERÚ, MSCI LATAM Y COBRE**  
(Índice promedio, enero 2018=100)



El comportamiento de la bolsa local está en línea con los mercados de renta variable a nivel global. Las bolsas de países emergentes mostraron una clara tendencia a la baja desde la segunda semana de julio, a raíz del agravamiento de las tensiones comerciales, la caída en el precio de los *commodities*, la salida de capitales y las crisis cambiarias en Turquía y Argentina. La bolsa china registró el peor desempeño, como consecuencia de la incertidumbre creada por la guerra comercial con EE.UU.





**Cuadro 2.4**  
**PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES <sup>1/</sup>**

Región	Índice	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Set.18	Var.%		
						2016	2017	2018 <sup>2/</sup>
<b>América</b>								
EE.UU.	Dow Jones	17 425	19 763	24 719	26 458	13,4	25,1	7,0
EE.UU.	S&P 500	2 044	2 239	2 674	2 914	9,5	19,4	9,0
Brasil	Bovespa	10 961	18 531	23 109	19 730	69,1	24,7	-14,6
Chile	IGPA	25,60	30,94	45,47	40,87	20,8	47,0	-10,1
Colombia	IGBC	2,69	3,37	3,84	4,20	25,0	14,2	9,3
<b>Perú</b>	<b>Peru General</b>	<b>2 886</b>	<b>4 644</b>	<b>6 164</b>	<b>5 929</b>	<b>60,9</b>	<b>32,7</b>	<b>-3,8</b>
<b>Perú</b>	<b>LIMA 25</b>	<b>3 781</b>	<b>7 035</b>	<b>9 494</b>	<b>8 248</b>	<b>86,1</b>	<b>35,0</b>	<b>-13,1</b>
<b>Europa</b>								
Alemania	DAX	11 722	12 109	15 530	14 223	3,3	28,2	-8,4
Reino Unido	FTSE 100	9 197	8 818	10 397	9 795	-4,1	17,9	-5,8
<b>Asia</b>								
Japón	Nikkei 225	157,8	163,9	202,2	212,5	3,8	23,4	5,1
Corea	KOSPI	1,66	1,68	2,30	2,11	0,9	37,2	-8,3
China	Shangai Composite	546	447	508	411	-18,0	13,6	-19,2

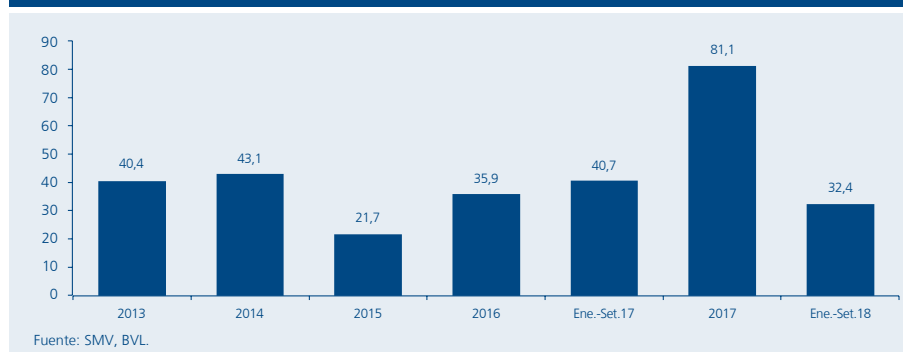
<sup>1/</sup> Estimados considerando como moneda base el dólar americano.

<sup>2/</sup> Acumulado al cierre de setiembre.

Fuente: Bloomberg.

Los indicadores de liquidez del mercado bursátil peruano muestran un ligero retroceso. Además de la baja frecuencia de negociación de las acciones inscritas en la BVL (solo 14 de las 100 acciones más líquidas se negocian en más del 95% de días), el monto promedio de negociación de las operaciones de renta variable al contado entre enero y setiembre de este año fue más bajo que el de hace un año. Se espera que se retome el optimismo por las acciones peruanas en la medida que mejore el panorama internacional.

**Gráfico 2.7**  
**MONTO PROMEDIO DIARIO DE NEGOCIACIÓN DE ACCIONES EN LA BVL**  
(Millones de S/)



Cabe mencionar que el excepcional repunte en el monto promedio negociado en la BVL observado en el año 2017 se debió a operaciones puntuales con algunas acciones en el mercado bursátil<sup>22</sup>.

Si bien la bolsa peruana se mantiene en el Índice de Mercados Emergentes que elabora *Morgan Stanley Capital International (MSCI)*, es importante continuar promoviendo la liquidez de las acciones locales que tienen potencial para ingresar a este índice.

Actualmente, sólo tres acciones que cotizan en la BVL y en EE.UU. (Credicorp, Buenaventura y Southern Copper Corporation) cumplen los requisitos para considerarse en el índice MSCI<sup>23</sup>. Por su parte, otras acciones como Alicorp (perteneciente al grupo Romero), InRetail e IFS (perteneciente al grupo Intercorp) tienen el tamaño necesario para ser incluidas en el índice de mercados emergentes, pero aún no cumplen con los criterios mínimos de liquidez medidos por el ratio de valor negociado anualizado (ATVR, por sus siglas en inglés) que estima MSCI.<sup>24</sup>

#### Inversionistas Institucionales

- 31. Si bien el monto del portafolio administrado por los inversionistas institucionales creció en 5,6% en los últimos 12 meses, como proporción del PBI prácticamente no registró variación.**

<b>Cuadro 2.5</b>						
<b>PORTAFOLIO ADMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES</b>						
(Millones de S/)						
	Dic.16	Set.17	Dic.17	Set.18	Variación (%)	
					Dic.17/Dic.16	Set.18/Set.17
AFP	136 353	151 586	156 247	158 850	15%	5%
Fondos Mutuos	25 170	27 878	29 571	29 936	17%	7%
Empresas de Seguros	33 850	35 413	36 005	38 128	6%	8%
<b>Total</b>	<b>195 373</b>	<b>214 877</b>	<b>221 822</b>	<b>226 914</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>

Fuente: SMV y SBS.

- 22 Corresponde principalmente a operaciones de adquisición de las acciones de Enel Generación Perú, Enel Distribución Perú e Inversiones La Rioja. Destacó también la OPA (oferta pública de adquisición) sobre las acciones comunes clase "A" de Volcan Compañía Minera S.A.A., realizada por Glencore International AG, y las operaciones de adquisición de las acciones comunes de Seguros Sura, Hipotecaria Sura y Negocios e Inmuebles S.A. por parte de *Intercorp Financial Services Inc. (IFS)*.
- 23 Entre noviembre de 2011 y 2012, este índice llegó a incluir las acciones de 11 empresas peruanas. No obstante, luego del inicio del proceso del *tapering* y dada la reducida liquidez de la bolsa local, se redujo progresivamente el número de acciones a solo tres.
- 24 El ATVR es una medida de liquidez utilizada por MSCI como criterio para determinar la inclusión de un valor en los índices que elabora. Para ser incluido en el índice de mercados emergentes de MSCI, se requiere tener un nivel de liquidez mínimo de 15% de ATVR trimestral y 80% de Frecuencia de Negociación trimestral en los últimos 4 trimestres consecutivos, así como 15% de ATVR anual.





El tamaño del portafolio administrado como proporción del PBI a setiembre de 2018 se mantuvo en 31,3%, con lo que el Perú se mantiene rezagado en este aspecto con relación al nivel de referencia en EE.UU. (alrededor de 270% del PBI al cierre del año 2017).

En los últimos doce meses, las AFP han realizado una recomposición de la cartera administrada, buscando reducir su exposición al riesgo doméstico y aprovechar las oportunidades de diversificación que ofrece el mayor límite operativo de inversión en el exterior.<sup>25</sup> Ello ocurrió en un contexto de crecimiento de la cartera administrada a setiembre de 2018 (4,8% anual).

<b>Cuadro 2.6</b>						
<b>COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP POR INSTRUMENTO FINANCIERO</b>						
<b>(Millones de S/)</b>						
	Dic.16	Set.17	Dic.17	Set.18	Estructura	
					Set.17	Set.18
<b>Inversiones domésticas</b>	<b>83 050</b>	<b>85 663</b>	<b>88 988</b>	<b>84 973</b>	<b>57%</b>	<b>53%</b>
Activos Líquidos <sup>1/</sup>	38 066	40 353	43 017	40 315	27%	25%
Renta fija sector privado	18 322	19 266	18 669	18 429	13%	12%
Títulos de renta variable	14 068	14 739	16 398	17 101	10%	11%
Sociedades Titulizadoras	6 592	5 368	5 204	4 112	4%	3%
Fondos mutuos y de inversión	6 003	5 936	5 700	5 016	4%	3%
Operaciones en tránsito	1 317	-62	-449	-611	0%	0%
<b>Inversiones en el exterior</b>	<b>51 985</b>	<b>65 985</b>	<b>67 707</b>	<b>74 488</b>	<b>44%</b>	<b>47%</b>
Activos Líquidos <sup>1/</sup>	1 479	1 748	1 590	3 792	1%	2%
Renta fija sector privado	2 192	1 397	2 248	1 677	1%	1%
Fondos mutuos y de inversión	47 745	62 544	63 579	68 875	41%	43%
Renta variable y otros	569	296	291	145	0%	0%
<b>Total</b>	<b>136 353</b>	<b>151 586</b>	<b>156 247</b>	<b>158 850</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

1/ Incluye Valores del Gobierno, de Bancos Centrales y depósitos en el Sistema Financiero.  
Fuente: SBS.

En un contexto internacional poco favorable, las rentabilidades nominales anualizadas de los tres tipos de Fondo registraron una tendencia decreciente en lo que va del año, en línea con la evolución de los mercados locales e internacionales.

<b>Cuadro 2.7</b>			
<b>RENTABILIDAD NOMINAL ANUALIZADA POR TIPO DE FONDO DE AFP</b>			
<b>(%)</b>			
Fechas	Fondo Tipo 1	Fondo Tipo 2	Fondo Tipo 3
Dic.17	9,27	11,92	12,44
Mar.18	11,03	13,51	15,54
Jun.18	4,08	7,12	10,74
Set.18	2,93	4,63	4,63

Fuente: SBS.

25 En lo que va del año, el BCRP ha elevado el límite operativo de inversiones en el exterior de las AFP en ocho ocasiones (en medio punto porcentual por mes), de 46,5% a partir del 1 de febrero hasta 50% a partir del 1 de setiembre, alcanzando de esta forma el límite legal.

### 32. En los últimos 12 meses, los fondos mutuos mostraron un incremento en el número de partícipes, así como un crecimiento en su portafolio de inversión.

Aproximadamente 4,3 mil partícipes ingresaron a fondos mutuos entre setiembre de 2017 y setiembre de este año<sup>26</sup>. Como consecuencia de ello se registró un incremento en el portafolio administrado de 7,4% anual; sin embargo, la rentabilidad de dicho portafolio experimentó una disminución, debido a las tensiones comerciales internacionales y la subida de tasas de interés en economías desarrolladas.

Cuadro 2.8 PORTAFOLIO DE INVERSIÓN Y PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS (Millones de S/)						
Composición de las inversiones	Dic.16	Set.17	Dic.17	Set.18	Estructura	
					Set.17	Set.18
Depósitos	20 354	22 038	22 762	21 780	79,1%	72,8%
Renta fija	3 391	3 940	4 339	5 339	14,1%	17,8%
Renta variable	848	1 174	1 465	1 971	4,2%	6,6%
Otras obligaciones*	577	727	1 005	846	2,6%	2,8%
<b>Total</b>	<b>25 170</b>	<b>27 878</b>	<b>29 571</b>	<b>29 936</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Número de partícipes (en miles)	420	440	443	445		

\* Incluye operaciones de reporte y posición en instrumentos derivados.  
Fuente: SMV - Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Los fondos mutuos destinan más del 90% de su portafolio a activos líquidos, lo que refleja el perfil conservador de los partícipes. De un total de 173 fondos mutuos, 117 invierten básicamente en depósitos, bonos y otras obligaciones de renta fija (Fondos Mutuos en Obligaciones y Fondos Estructurados). En particular, los Fondos Mutuos en Obligaciones representan el 88,1% del total del portafolio administrado por los fondos mutuos y concentran el 92,5% de partícipes de todos los fondos mutuos.

Cuadro 2.9 PRINCIPALES INDICADORES DE LOS FONDOS MUTUOS POR TIPO DE FONDO							
Tipos de Fondo	Número de Partícipes		Valor del Portafolio (Millones S/)		Rentabilidad Nominal Promedio (En porcentaje)		
	Set.17	Set.18	Set.17	Set.18	Dic.16/Dic.15	Dic.17/Dic.16	Set.18/Set.17
Mixtos <sup>1/</sup>	15 176	14 784	709	769	31,21	18,89	-0,60
En Obligaciones <sup>2/</sup>	411 577	411 334	25 473	26 384	2,38	2,75	1,90
Estructurados <sup>3/</sup>	6 197	7 503	948	1 178	3,94	3,43	0,44
Fondo de Fondos <sup>4/</sup>	7 267	10 920	798	1 605	4,81	8,21	0,14
<b>TOTAL</b>	<b>440 217</b>	<b>444 541</b>	<b>27 928</b>	<b>29 936</b>			

1/ Incluye los fondos Renta Mixta en Soles y Dólares, Renta Variable en Soles y Dólares e Internacional.  
2/ Corresponde a fondos mutuos que invierten principalmente en instrumentos representativos de deuda. Incluye los fondos Renta Soles y Renta Dólares (ambos en sus modalidades Mediano Plazo, Corto Plazo y Muy Corto Plazo) así como los fondos Flexibles.  
3/ Estos fondos buscan recuperar el capital y/o obtener una rentabilidad fija o variable, en base a una política de inversiones estructurada específicamente para dicha finalidad.  
4/ Pueden incluir cuotas en fondos mutuos y fondos de inversión.  
Fuente: SMV.

26 Sin embargo, entre abril y setiembre de este año hubo una salida de 5 mil partícipes. Este retiro afectó principalmente a los Fondos en Obligaciones que invierten principalmente en instrumentos representativos de deuda (reducción de 4 661 partícipes).





33. **Las empresas de seguros registran un buen desempeño en los últimos 12 meses, impulsado por la mayor demanda de sus productos por parte del público. Ello se reflejó en el crecimiento de las primas por rentas particulares<sup>27</sup>, seguros de desgravamen y de vida individual de largo plazo.** El portafolio de inversión de las empresas de seguros creció en 7,7% entre setiembre de 2017 y setiembre de 2018.

**Cuadro 2.10**  
**PORTAFOLIO DE INVERSIONES DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS**  
(Millones de S/)

Composición de las inversiones	Dic.16	Set.17	Dic.17	Set.18	Estructura	
					Set.17	Set.18
Caja y Depósitos	1 171	1 660	1 524	1 632	5%	4%
Instrumentos Representativos de Deuda	25 210	26 197	26 916	29 422	74%	77%
Instrumentos Representativos de Capital	1 947	1 937	2 747	2 283	5%	6%
Otras Inversiones	5 523	5 620	4 817	4 792	16%	13%
- Inversión inmobiliaria	n.d.	n.d.	2 685	2 720	-	7%
- Otras Inversiones	5 523	5 620	2 133	2 072	16%	5%
<b>Total patrimonio administrado</b>	<b>33 850</b>	<b>35 413</b>	<b>36 005</b>	<b>38 128</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: SBS - Boletín Estadístico de las Empresas de Seguros - Portafolio de Inversiones.

Entre enero y setiembre de 2018, las primas de seguros netas crecieron 13,1% en relación al mismo período del año anterior, en línea con el patrimonio administrado por las empresas de seguros que se ha venido recuperando en los últimos meses. En ese período, las primas cobradas por rentas particulares, seguros de desgravamen y de vida individual de largo plazo crecieron en 33,6% y se espera que esa tendencia se mantenga, especialmente con las rentas particulares.<sup>28</sup>

Cabe indicar que la oferta de rentas particulares permitió a las empresas de seguros atraer recursos de las personas que retiraron sus fondos del Sistema Privado de Pensiones (SPP) tras la promulgación de la Ley N° 30425. El dinamismo de este producto a partir del año 2017 ha compensado los menores ingresos por primas por concepto de rentas de jubilación en el SPP.

27 Las rentas particulares son productos más flexibles que los productos de pensión tradicionales (rentas vitalicias) pues se pueden adaptar al perfil y preferencias del asegurado. Permiten al asegurado recibir una renta mensual hasta su fallecimiento (perpetuidad) o elegir el período por el que desea recibir una renta temporal (anualidad). Algunas modalidades permiten al asegurado elegir el porcentaje a recuperar de la prima invertida al final del período contratado, el derecho de los beneficiarios de percibir los pagos de las rentas no pagadas en caso de fallecimiento del titular asegurado, así como contratar una cobertura por sepelio.

28 La Asociación de Empresas de Seguros (APESEG) prevé que el dinamismo de las rentas particulares continuará, pues las primas por este concepto aún no alcanzan la mitad del tamaño que tenían las rentas vitalicias antes de la Ley 30425.

**Cuadro 2.11**  
**PRIMAS DE SEGUROS NETAS SEGÚN RIESGOS**  
(Millones de S/)

	Dic.16	Ene.17-Set.17	Dic.17	Ene.18-Set.18
<b>Ramos Generales, Accidentes y Enfermedades</b>	<b>6 143</b>	<b>4 308</b>	<b>5 972</b>	<b>4 755</b>
<b>Ramos de Vida</b>	<b>5 113</b>	<b>3 943</b>	<b>5 356</b>	<b>4 580</b>
<b>Seguros de Vida</b>	<b>2 755</b>	<b>2 478</b>	<b>3 403</b>	<b>3 135</b>
Vida Individual de Largo Plazo	829	565	773	712
Vida Grupo Particular	129	100	132	118
Vida Ley Trabajadores	167	128	162	121
Desgravamen	1 075	893	1 203	1 010
Otros*	159	209	259	234
Renta Particular	13	276	474	593
Seguro Complementario de Trabajo de Riesgo	382	307	400	347
<b>Seguros del SPP</b>	<b>2 358</b>	<b>1 466</b>	<b>1 952</b>	<b>1 444</b>
Renta de Jubilados	629	209	241	60
Seguros Previsionales	932	750	1 011	807
Seguro de Invalidez, Sobrevivencia y Gastos de Sepelio	932	750	1 011	807
Pensiones de Invalidez	418	243	341	289
Pensiones de Sobrevivencia	380	263	360	289
<b>Total</b>	<b>11 256</b>	<b>8 251</b>	<b>11 327</b>	<b>9 334</b>

\*Incluye Sepelio de Largo Plazo, Vida Individual de Corto Plazo, Sepelio de Corto Plazo y Vida Ley-Extrabajadores.  
Fuente: SBS.

### Fortaleza Financiera de las empresas no financieras

#### 34. Las empresas no financieras que participan en el mercado de capitales<sup>29</sup> mantuvieron estable su fortaleza financiera al primer semestre de 2018, con una ligera mejora en la liquidez.

La **rentabilidad** (medida por el ratio de utilidad neta sobre activo promedio) de estas empresas se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre (ROA alrededor de 4%) debido a que el crecimiento de los ingresos por ventas (4,8%) compensó el incremento de los costos de ventas (5,4%).

En general, la **solvencia** (medida por el ratio de apalancamiento) de las empresas no financieras se ha mantenido estable en el semestre (en niveles cercanos a 1) como reflejo del fortalecimiento del patrimonio que creció al mismo ritmo que los pasivos totales (2,6% en ambos casos). Asimismo, la **cobertura de intereses** (ratio de utilidad operativa sobre gastos financieros) también se ha mantenido estable (en promedio, 5,25 veces).

Respecto a la **liquidez** (medida por el ratio corriente), las empresas mantienen una adecuada cobertura de sus obligaciones de corto plazo con activos corrientes (1,3 veces).

El grado de cumplimiento de los pilares de Buen **Gobierno Corporativo** se mantuvo prácticamente estable en el **último año**. El pilar del "Derecho de los

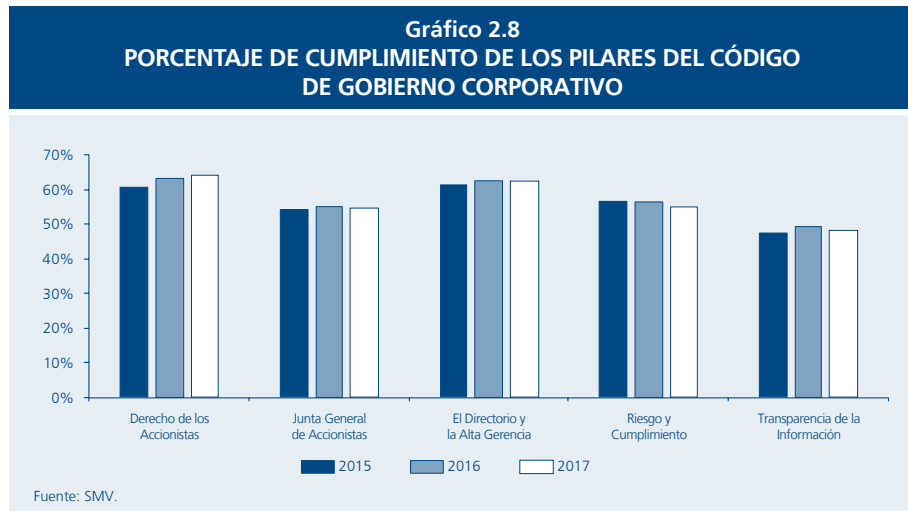
<sup>29</sup> Corresponde a las empresas que tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).







Accionistas” registra el mayor nivel de cumplimiento por parte de las empresas, mientras que el Pilar “Transparencia de la Información” registra el menor nivel de cumplimiento. Además, las empresas con un alto grado de cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo (especialmente las emisoras y potenciales emisoras de *American Depositary Receipts* - ADR) mantienen un índice de cumplimiento cercano al 90%.



Por ello, se debe seguir impulsando el cumplimiento de estos pilares por parte de las empresas. En ese sentido, recientemente se redujo en 90% las tarifas y comisiones cobradas a las empresas cuyas acciones pertenecen al Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) de la BVL. Asimismo, la SMV participa como invitado en el Comité de Gobierno Corporativo de la OECD.

**35. Comparado con los países de la Alianza del Pacífico, las empresas de Perú muestran una mayor fortaleza financiera que las empresas de México y Colombia, aunque inferior respecto a las de Chile<sup>30</sup>.**

La principal fortaleza de las empresas peruanas es la liquidez y rentabilidad, mientras que su debilidad es el gobierno corporativo. Las empresas mexicanas muestran indicadores similares a los de sus pares peruanas. Por su parte, las fortalezas de las empresas de Chile y Colombia son la solvencia y el gobierno corporativo mientras que su principal debilidad es la liquidez.

30 Para el resto de países, se toma una muestra de empresas cuyos estados financieros están disponibles en Bloomberg: México (87 empresas), Chile (121 empresas) y Colombia (41 empresas). En el caso de Perú, se utiliza la información disponible en Economática porque la muestra de empresas es mayor que la disponible en Bloomberg (solo 94 empresas).

**Cuadro 2.12**  
**INDICADORES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO A JUNIO 2018**

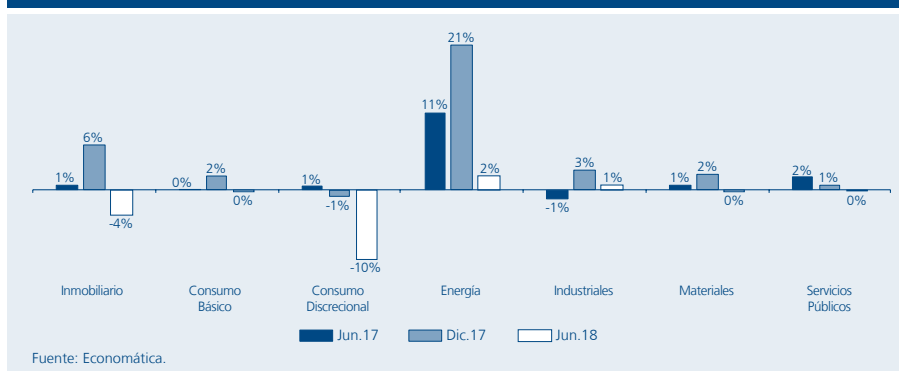
	Rentabilidad (%)	Solvencia (veces)	Liquidez (veces)	Gobierno corporativo (índice)*
Chile	4,11%	0,68	0,90	53
Colombia	2,59%	0,59	0,75	49
Perú	4,01%	0,97	1,31	46
México	4,07%	1,07	1,08	46

\* Corresponde al índice de gobierno corporativo que se publica en el Reporte de Competitividad Global que elabora el WEF, con datos a diciembre de 2017. El valor del índice varía entre 0 y 100 (un mayor índice refleja mejor cumplimiento).  
Fuente: Economática, Bloomberg y World Economic Forum (WEF).

Respecto al gobierno corporativo<sup>31</sup>, las empresas chilenas se ubican un escalón por encima del resto de países de la Alianza del Pacífico, destacando principalmente en el rubro “Comportamiento Ético de las Firms” (que, a su vez, es la principal debilidad de las empresas peruanas). Las empresas de Colombia destacan en “Protección al Inversionista” (en el cual, Perú y México obtienen menores calificaciones), mientras que las empresas peruanas obtienen una alta calificación en “Estándares de Auditoría y Reporte” (solo detrás de Chile).

- 36. A junio de 2018, las empresas no financieras de todos los sectores registran resultados por diferencia de cambio poco significativos, lo que implica un menor impacto en su solidez ante escenarios de mayor volatilidad cambiaria.** Ello se explica por el proceso de desdolarización de pasivos que han realizado algunas empresas, los programas de recompra de bonos de algunas de las empresas que emitieron en el exterior y la utilización de instrumentos derivados para tomar cobertura ante el riesgo cambiario.

**Gráfico 2.9**  
**GANANCIAS / PÉRDIDAS POR DIFERENCIA DE CAMBIO**  
(% de la utilidad operativa)



31 La calificación del indicador de gobierno corporativo se obtiene en base al puntaje y la posición relativa de los países de la Alianza del Pacífico en el Indicador de Gobierno Corporativo del Pilar “Instituciones” del Reporte de Competitividad Global que publica el Foro Económico Mundial.





En promedio, las empresas no financieras registraron pérdidas por diferencia de cambio de 0,3% de la utilidad operativa al primer semestre de 2018 (versus ganancias de 3% en 2017). Las empresas de los sectores Inmobiliario y Consumo Discrecional tuvieron las mayores pérdidas por este concepto pues algunas de ellas registran exposiciones no cubiertas al riesgo cambiario.

**37. La apreciación que experimentó el dólar en el primer semestre del año no se reflejó en pérdidas por diferencia de cambio significativas para una muestra de empresas peruanas que emiten bonos en el exterior.**

El apalancamiento promedio de este grupo de empresas se mantiene estable en un nivel que no implica mayores riesgos financieros. Uno de los factores que ha contribuido a que este indicador se mantenga estable es que las emisiones internacionales de las empresas no financieras no solo sirvieron para financiar sus proyectos de inversión, sino también para la gestión de sus pasivos financieros (sustituyendo, a su vencimiento, deuda más onerosa por obligaciones con mejores condiciones financieras). Asimismo, la rentabilidad registrada por estas empresas permitió fortalecer su situación patrimonial a través de la capitalización de utilidades.

**Cuadro 2.13**  
**INDICADORES FINANCIEROS DE EMPRESAS QUE EMITEN EN EL EXTERIOR <sup>1/</sup>**

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

<sup>1/</sup> Los datos corresponden a una muestra de 14 empresas corporativas no financieras que han realizado emisiones de instrumentos de deuda en el mercado internacional y que además tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores local (Andino Investment Holding, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Corporación Lindley, Pesquera Exalmar, Inretail Perú, Ferreycorp, Graña y Montero, Compañía Minera Milpo, Minsur, Unión Andina de Cementos, Telefónica del Perú, Southern Perú y Volcan Compañía Minera). Graña y Montero modificó sus Estados Financieros a partir de fines de 2016.  
Fuente: Económica.

El ratio de cobertura de intereses de estas empresas se mantuvo prácticamente estable (alrededor de 4 veces) y continúa reflejando una adecuada capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras. Pese a la reducción de los gastos financieros, la utilidad operativa de estas empresas también experimentó una contracción que finalmente se tradujo en una menor rentabilidad sobre el patrimonio (el ROE pasó de 7,9% al cierre de 2017 a 4,6% a junio de 2018)

De las empresas que emiten en el exterior y además reportan datos sobre su exposición cambiaria, la mayor parte de ellas cubre una proporción significativa de su posición de cambio contable con instrumentos derivados, porcentaje que ha ido aumentando a partir del año 2015.<sup>32</sup>

32 De las 5 empresas que reportan datos sobre su exposición cambiaria en las notas a los estados financieros, 3 de ellas cubren al menos el 60% de su posición de cambio contable. De las restantes, una empresa posee una exposición cambiaria poco significativa (calce de activos y pasivos en moneda extranjera), y la otra mantiene su exposición cambiaria no cubierta aunque ello no genera efectos sistémicos debido al tamaño relativamente menor de la empresa.

## **Balance de Riesgos del Mercado de Capitales**

- 38. El bajo grado de desarrollo del mercado de capitales requiere la implementación de políticas que promuevan su crecimiento y fortalecimiento.** El desarrollo del mercado de capitales favorece la estabilidad financiera, al permitir una mejor gestión de los riesgos por parte de los agentes económicos de una manera más integral de lo que puede hacer el sistema financiero por sí solo<sup>33</sup> evitando, en episodios de aversión al riesgo, fuertes variaciones de los precios de los activos financieros.

Si bien el mercado de capitales doméstico ha venido registrando progresos, aún mantiene las características estructurales de poca liquidez y bajo tamaño relativo del portafolio administrado por los inversionistas institucionales.

Ello evidencia que las medidas implementadas para desarrollar el mercado de capitales vienen generando progresos aunque a un ritmo lento, por lo que urge seguir impulsando el desarrollo de este mercado. Por ejemplo, en términos de sofisticación del mercado, se aprobó recientemente el primer programa de emisión de certificados de participación en un Fideicomiso de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIBRA)<sup>34</sup> y se viene dinamizando el mercado de operaciones de *factoring* con facturas negociables inscritas en CAVALI<sup>35</sup>.

En los últimos meses, se ha aprobado nuevas medidas para fomentar el desarrollo del mercado de capitales. Entre ellas, destaca la reducción de costos dictada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) para emisores, fondos mutuos, patrimonios autónomos y participes del Mercado Alternativo de Valores (MAV), así como la reducción de las tarifas de negociación de las acciones que conforman el Índice de Buen Gobierno Corporativo dispuesto por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la SMV y la Caja de Valores y Liquidaciones (CAVALI).

En esa misma línea, recientemente el Banco Central organizó un foro con el objetivo de proponer medidas que permitan continuar promoviendo el desarrollo del mercado de capitales.

---

33 Laeven (2014), "The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges".

34 A inicios de setiembre, la SMV aprobó el "Primer Programa de Emisión de Certificados de Participación FIBRA Prime", hasta por un monto de US\$ 500 millones. Con ello, el Perú se convierte en el segundo país de la región en ofrecer este producto financiero.

35 Al cierre de setiembre de 2018, el saldo de facturas negociables inscritas en CAVALI en moneda nacional y moneda extranjera ascendió a S/ 1 233 millones y US\$ 418 millones, respectivamente, registrando un crecimiento anual de 206% y 146%, respectivamente.





#### Recuadro 4

### FORO PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO ORGANIZADO POR EL BANCO CENTRAL

En junio de 2018, el BCRP organizó un foro sobre el desarrollo del mercado de capitales con la participación de representantes de los entes reguladores y supervisores, los principales agentes del mercado (entre ellos, inversionistas institucionales) y otras instituciones privadas (estudios legales especializados y empresas consultoras). La importancia del desarrollo del mercado de capitales para el BCRP radica en los efectos que los mercados financieros, en general, tienen sobre la eficiencia en la implementación de la política monetaria y en la estabilidad financiera. A continuación, se presenta una síntesis de los temas abordados.

#### Factores institucionales en el desarrollo del mercado

##### Visión integral de la legislación/regulación

En el tema de regulación se ha avanzado bastante aunque se requiere mayor difusión al inversionista de los beneficios regulatorios. Además, se debe uniformizar y alinear los requerimientos de los distintos entes reguladores y supervisores, pues la existencia de redundancias regulatorias genera sobrecostos a los participantes del mercado (por ejemplo, los estructuradores de emisiones de valores deben coordinar con más de un ente regulador).

Se debe propender a la homologación del tratamiento tributario en el sistema financiero y el mercado de capitales. Por ejemplo, los intereses de los depósitos en el sistema financiero están exonerados del impuesto a la renta, mientras que la ganancia de capital en el mercado de capitales está afecta al impuesto a la renta (aunque está temporalmente exonerada).

Además, se requiere uniformizar el tratamiento regulatorio de las plataformas de negociación formales y las *Fintech*, que son canales no regulados que ofrecen plataformas virtuales para acceder a distintos instrumentos financieros.

##### Gobierno corporativo

Existe un marco débil de gobierno corporativo de los emisores peruanos en comparación con las expectativas de los inversionistas, dado que las empresas no están obligadas a cumplir un estándar mínimo de buen gobierno corporativo (BGC)<sup>36</sup>. El nivel de cumplimiento es bajo y no se aprecia mejoras. El grupo de empresas que mejor cumplen los principios de BGC es muy pequeño por temas culturales, idiosincráticos o de incentivos.

Uno de los principales retos es convencer a las empresas de que el cumplimiento de principios de BGC agrega valor a la empresa. Para ello, además de la reducción de las tarifas y comisiones cobradas a las empresas que pertenecen al Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), se requiere flexibilizar los requisitos para los emisores (por ejemplo, establecer estándares mínimos), publicar el *ranking* de empresas emisoras de acuerdo al grado de cumplimiento

36 Sólo las empresas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores están obligadas a remitir a la SMV un reporte de cumplimiento de principios de BGC.

de principios de BGC y la difusión de los beneficios de adoptar principios de BGC, en base a casos de éxito de empresas. Además, se requiere evaluar qué otros incentivos o beneficios se podría otorgar a las empresas que cumplen principios de BGC (por ejemplo, exoneraciones tributarias a las ganancias de capital, menores costos de intermediación, *fast track*, etc.) o si se debería imponer penalidades a las empresas que no cumplen tales principios. Además, se debe revisar temas como la elección del director independiente (buscar mayor profesionalización y evitar conflicto de intereses) y las operaciones con entidades vinculadas (en aras de mayor transparencia).

### **Medidas para promover un desarrollo integral del mercado de capitales**

#### Medidas para diversificar la oferta y demanda

Se requiere rebajar los costos de emisión y de intermediación; promover el desarrollo del mercado de deuda corporativa local (que no ha sido similar al de deuda soberana); impulsar el desarrollo del Mercado Alternativo de Valores (MAV); y difundir los beneficios de los creadores de mercado de acciones, a partir de experiencias de éxito de empresas.

Se debe promover el desarrollo de la industria de fondos mutuos, con medidas tales como diversificar la oferta de fondos (por ejemplo, promover los *Exchange Traded Funds* - ETF<sup>37</sup>); simplificar los requerimientos regulatorios (por ejemplo, establecer requisitos mínimos más sencillos para la oferta de fondos); mejorar la "experiencia del cliente" desarrollando nuevos puntos de venta (distintos al canal bancario) que provean asesoría financiera adecuada; y alinear la regulación en la Alianza del Pacífico (incluyendo el pasaporte de fondos<sup>38</sup>).

#### Medidas para incrementar la liquidez

En el mercado de capitales doméstico aún se observa indicadores muy bajos de rotación (*turnover*) de los valores negociados. Para promover un mayor volumen de negociación, se debe evaluar la conveniencia de otorgar beneficios (por ejemplo, menores comisiones) a las empresas de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) que generan un mayor *free float*<sup>39</sup>, incluyendo la posibilidad de que las AFP liberen parte de las acciones que mantienen en su portafolio para que sean negociadas en el mercado de valores. Además, se requiere desarrollar el tramo corto de la curva de rendimientos (en particular, se observa poca liquidez de los BTP en el tramo de vencimientos de 1 a 3 años).

#### Accesibilidad de inversionistas minoristas

Se debe uniformizar los procesos de asesoría de inversión mediante la estandarización de la terminología usada para brindar orientación y asesoría al cliente (en coordinación con las asociaciones y gremios de las entidades supervisadas por la SMV); promover una mayor educación y cultura financiera (por ejemplo, mediante la modificación de la currícula escolar);

37 Un ETF es un fondo mutuo de inversión cuyas cuotas de participación se negocian en bolsa.

38 Recientemente, la SMV emitió normativa sobre este tema. El pasaporte de fondos permitirá a una administradora de fondos de un país de la Alianza del Pacífico comercializar su fondo en cualquiera de los cuatro países de este mercado con la sola aprobación de su regulador local.

39 Proporción de las acciones emitidas por una empresa que se negocian en el mercado bursátil.





fomentar la industria de fondos mutuos (por ejemplo, desarrollando la figura del distribuidor independiente de cuotas<sup>40</sup> y permitiendo la negociación de cuotas en mecanismos centralizados de negociación); desarrollar nuevas plataformas de acceso directo al mercado (*Direct Market Access - DMA*) y el acceso digital de los clientes a la BVL.

#### Desarrollo de segmentos de riesgo de deuda privada

Existe potencial para el desarrollo de fondos de deuda privada orientados a otorgar financiamiento a las empresas o adquirir créditos de mediano plazo o subordinados. Sin embargo, existe incertidumbre regulatoria y desventajas tributarias frente a las entidades financieras, por lo que se requiere revisar la normativa vigente de tasas de interés máximas aplicables a operaciones entre personas ajenas al sistema financiero que puede restringir las operaciones de financiamiento a las empresas en el mercado de capitales.

Se requiere mayor visibilidad de los fondos de inversión privados no regulados por la SMV (a través de un registro) y homogeneizar el tratamiento de operaciones y vehículos de inversión similares (leasing operativo y leasing financiero; fondos mutuos y fondos de inversión; etc.).

#### Consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

Los mercados bursátiles en los países de la Alianza del Pacífico enfrentan problemas similares, tales como baja liquidez y pocos emisores e inversionistas. La propuesta de que las inversiones en estos países sean consideradas como inversiones locales no es una solución viable debido a que los países miembros no tienen la misma calificación de riesgo (grado de inversión). Asimismo, se requiere que el pasaporte de fondos entre los países de la Alianza del Pacífico sea recíproco y que considere la homologación del tratamiento tributario<sup>41</sup>.

Para promover la integración en la Alianza del Pacífico, se requiere generar casos de éxito a corto plazo mediante la concesión de un tratamiento uniforme (inversión local, exoneración tributaria, etc.) a un instrumento financiero simple (por ejemplo, un ETF de acciones del IBGC), que a futuro puede ampliarse a otros tipos de instrumentos u operaciones financieras.

### **Conclusiones**

La realización de este Foro ha permitido recoger diversas propuestas de la industria que podrán servir para la elaboración de una agenda de medidas de corto, mediano y largo plazo para promover el desarrollo del mercado de capitales. En ese sentido, se debe indicar que este año la SMV también ha iniciado reuniones de trabajo con los principales participantes del mercado de capitales (en el marco de un Consejo Consultivo), con los que viene trabajando conjuntamente en la elaboración de una hoja de ruta para promover el desarrollo del mercado de capitales, con el apoyo de instituciones multilaterales.

---

40 Recientemente, la SMV modificó el reglamento de fondos mutuos de inversión en valores, incorporando la figura del distribuidor de cuotas.

41 La norma aprobada por la SMV que regula el pasaporte de fondos entre los países de la Alianza del Pacífico recoge el carácter recíproco del mismo, pero no contempla aspectos tributarios.

**a. La liquidez estructuralmente baja del mercado de capitales doméstico, especialmente del mercado bursátil, podría acarrear una reclasificación de la Bolsa de Valores de Lima por parte de MSCI y afectar el precio de los valores transados en ese mercado.**

El impacto de una eventual reclasificación de la BVL por MSCI, de mercado emergente a mercado frontera, sería significativo. En primer lugar, se prevé un riesgo financiero y de tipo de cambio relevante, asociado a la salida de los inversionistas institucionales globales que asignan sus portafolios de inversión en mercados emergentes de acuerdo a los índices de MSCI. Ello podría generar presiones de depreciación sobre la moneda doméstica y además impactaría adversamente a la bolsa local. Específicamente, se ha observado que las acciones que listan en bolsas clasificadas como emergentes por MSCI se negocian a múltiplos significativamente superiores en comparación con las que se encuentran listadas en bolsas clasificadas como mercado frontera<sup>42</sup>.

A pesar de las diversas medidas implementadas, la bolsa local aún tiene una baja liquidez en comparación con otros mercados emergentes. Además, su desempeño está altamente correlacionado con los precios de los minerales, lo que lo hace altamente cíclico y vulnerable a factores externos.

En ese sentido, la BVL y la SMV prevén implementar nuevas medidas este año para seguir mejorando la liquidez del mercado. Por un lado, se busca impulsar las operaciones de ventas en corto y de préstamo de valores (acciones). Adicionalmente, ambas instituciones facilitarán el flujo de información al traducir sus portales Web y se introducirá un nuevo formulario para que las empresas clasifiquen a sus accionistas, ayudando así a tener una idea más clara de su *free float*<sup>43</sup> actual.

---

42 El ratio de precio a utilidad por acción (P/E) para acciones listadas en mercados emergentes fluctúa entre 12,7 y 13,9 veces, mientras que el mismo ratio para las acciones listadas en mercados frontera oscila entre 9,6 y 9,7 veces.

43 Es la parte del accionariado de una empresa que cotiza libremente en bolsa. Son acciones, por tanto, que se encuentran en circulación y pueden ser compradas por los inversores o vendidas por los accionistas libremente. Es importante mencionar que el porcentaje de *float* dimensiona el mercado de capitales de cada país y proporciona un mayor margen a los inversionistas para gestionar su portafolio de inversiones.







### Recuadro 5 TRABAS REGULATORIAS EN EL PROCESO DE INVERSIÓN DE LAS AFP

El objetivo de este Recuadro es identificar las trabas que la normativa vigente impone a las inversiones que realizan las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y, eventualmente, proponer medidas para flexibilizar o eliminar dichos obstáculos. Para ello, se efectuaron entrevistas con funcionarios de diversas AFP, con la finalidad de recoger sus opiniones y puntos de vista. A continuación, se presentan las principales trabas regulatorias identificadas en el proceso de inversión.

#### Rentabilidad mínima vs indicadores de referencia de rentabilidad

El Reglamento de la Ley del SPP (aprobado por el MEF) estableció el concepto de rentabilidad mínima (calculada en base al promedio de las rentabilidades de las AFP), bajo el enfoque de que todas las AFP están sujetas a la misma regulación y tienen disponible el mismo conjunto de activos de inversión, por lo que los resultados de la gestión de las inversiones de las AFP no deberían registrar grandes diferencias entre sí. Un cierto grado de diferencia sería tolerable y podría ser atribuido a diferencias en las estrategias de asignación de activos, selección de instrumentos u oportunidad de la inversión. Sin embargo, una rentabilidad bastante menor al promedio del sistema podría estar indicando una mala gestión de la AFP correspondiente, lo que perjudicaría a sus afiliados. Por consiguiente, se asumió razonable establecer un límite a la discrepancia de las rentabilidades de las AFP, de manera que se garantizara al afiliado que la rentabilidad que la AFP obtenga por la administración de sus fondos no difiera mucho del resto del sistema.

La rentabilidad mínima se calcula mensualmente en base al promedio de la rentabilidad real anualizada del sistema en los últimos 36 meses y es diferente para cada tipo de Fondo. Ello conduce a que cada AFP compare su rentabilidad contra un índice compuesto por el promedio de las rentabilidades del sistema; en consecuencia, es un indicador de referencia o *benchmark* endógeno. Cabe agregar que si una AFP se ubica por debajo de la rentabilidad mínima, deberá hacer uso de su encaje para garantizar al afiliado la rentabilidad mínima.

Sin embargo, esta práctica no está en línea con las normas emitidas por la SBS, que proponen que las AFP comparen su rentabilidad contra índices de referencia de mercado. Para reglamentar el uso de estos *benchmarks* exógenos sería necesario, primero, eliminar la rentabilidad mínima, lo que está fuera del alcance de la SBS puesto que, para ello, se requiere modificar el Reglamento de la Ley del SPP mediante decreto supremo del MEF.

Es necesario sustituir el esquema de rentabilidad mínima por un esquema de *benchmarks* exógenos. De este modo, se promoverá una mayor competencia entre las AFP y se incentivará una mayor diferenciación de las carteras de inversión. A su vez, el afiliado podría verse beneficiado por mayores rentabilidades producto de una actitud menos conservadora de las

AFP<sup>44</sup>. Cabe indicar que, a nivel internacional, los fondos de inversión y los gestores de activos utilizan *benchmarks* para evaluar el desempeño de sus estrategias de inversión.

### **Límites por emisor y por emisión**

La existencia de un elevado número de límites regulatorios por emisor y por emisión dificulta el proceso de inversiones. La SBS viene realizando una revisión integral de los límites existentes y, producto de ello, podría decidir modificar, simplificar o eliminar ciertos límites. Sin embargo, la SBS solamente puede modificar los límites por emisor extranjero (contenidos en el Reglamento para la Inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en el Exterior), mientras que las modificaciones a los límites por emisor local (contenidos en el Reglamento de la Ley del SPP) se deben aprobar por decreto supremo del MEF.

Se considera conveniente un proceso de revisión y simplificación integral de los límites de inversión. Por un lado, cuando se creó el SPP, la regulación contempló límites regulatorios con fines prudenciales, pero con el transcurrir del tiempo y el consecuente crecimiento de los fondos administrados, algunos de esos límites ya dejaron de ser relevantes (por ejemplo, los límites por emisor local establecidos en función de cuentas de balance). Por otro lado, existe diversidad de límites por emisor que pueden ser reemplazados por un único límite.

Una medida que facilitaría este proceso es que se traslade a la SBS la facultad de modificar las disposiciones regulatorias incluidas en el Reglamento de la Ley del SPP, con opinión previa del MEF y sin necesidad de la expedición del decreto supremo correspondiente.

### **Inversión en instrumentos alternativos**

Los sub límites de inversión por tipo de instrumento alternativo constituyen una limitante en el proceso de inversión. Por ejemplo, los sub límites en *Venture Capital* y *Real Estate* son iguales (6% y 8% para los fondos Tipo 2 y 3, respectivamente) a pesar de que el segundo tipo de instrumentos ha tenido mayor desarrollo que el primero; cuando más bien el sub límite de *Real Estate* debería ser similar al de *Private Equity* (12% y 15% para los fondos Tipo 2 y 3, respectivamente).

Además, existen sub límites muy específicos e innecesarios, como Bosques Naturales (4% y 6% para los fondos Tipo 2 y 3, respectivamente), mientras que no existe sub límites para otras estrategias tales como la Deuda Privada que, en los últimos años, ha cobrado relevancia como una estrategia alternativa a la renta fija. Actualmente, la inversión en instrumentos de Deuda Privada se computa dentro del sub límite de *Private Equity*, a pesar que son instrumentos de naturaleza y riesgo distintos.

---

44 Para proteger al afiliado, este esquema debería ser complementado con el establecimiento de una serie de controles, tales como límites en el *tracking error* del portafolio de inversión (medida de diferencia en el rendimiento entre el fondo administrado y su índice de referencia o *benchmark*). El eventual incumplimiento de estos límites podría dar lugar a que la AFP haga uso de su encaje para salvaguardar el fondo del afiliado.





Es conveniente la eliminación de sub límites por tipo de instrumento alternativo, puesto que no se justifican dado el desarrollo incipiente de algunos de los segmentos de instrumentos alternativos considerados (por ejemplo, Bosques Naturales) o dado que podrían llevar a una asignación sub óptima en aquellos de mayor desarrollo (por ejemplo, *Real Estate*).

Actualmente, las AFP se encuentran impedidas de invertir directamente en instrumentos alternativos, es decir, que estas inversiones solamente se pueden realizar a través de la utilización de vehículos de inversión (esto es, adquiriendo cuotas de participación de fondos de inversión en instrumentos alternativos). Sobre este tema, la SBS podría evaluar permitir que las AFP inviertan directamente en instrumentos alternativos bajo mecanismos de coinversión, siempre que cuenten con un socio estratégico debidamente acreditado en el conocimiento de este segmento de mercado<sup>45</sup>.

### **Instrumentos de inversión que requieren autorización previa**

La SBS exige autorización previa para invertir en productos complejos tales como instrumentos de inversión estructurados que incorporen en su estructura instrumentos derivados o instrumentos alternativos; productos financieros sobre estrategias de instrumentos derivados; fondos mutuos alternativos; e instrumentos derivados usados para la gestión eficiente del portafolio y los usados para cobertura (estos últimos sólo cuando la suma de los valores nominales de los contratos de derivados exceda el 10% de la cartera administrada). En ese sentido, la normativa establece una serie de requisitos para que las AFP puedan invertir en fondos mutuos de inversión en instrumentos alternativos.

Los requisitos establecidos por la regulación guardan relación con las mejores prácticas internacionales y buscan salvaguardar los fondos de los afiliados, por lo que consideramos que deben ser mantenidos. Además, la SBS puede conceder a la AFP una autorización parcial por un porcentaje del límite en caso que no pueda cumplir con todos los requisitos, por lo que la AFP cuenta con esta alternativa temporal mientras va adecuando su gestión a las mejores prácticas y gana mayor experiencia de este segmento de mercado.

Una medida complementaria sería elevar el límite bajo autonomía de la política de inversiones de la AFP (actualmente en 1% del valor de cada tipo de Fondo), lo que permitiría que las AFP no pierdan oportunidades de inversión en aquellos activos elegibles que requieren autorización previa de la SBS y para los cuales aún no tienen autorización, mientras cumplen con los requisitos necesarios para obtenerla.

### **Conclusiones**

Por lo anteriormente mencionado, queda clara la importancia de realizar una revisión y simplificación integral de los diversos límites de inversión que están en el ámbito de diversos entes reguladores (Congreso, MEF y SBS). Ello incidirá en una mejor gestión de las inversiones de las AFP, lo que a su vez favorecerá una mejor asignación de precios y riesgos y, finalmente, propiciará el desarrollo del mercado de capitales.

<sup>45</sup> En Chile, desde el 1 de noviembre de 2017, los fondos de pensiones de ese país pueden invertir en activos alternativos de manera indirecta (a través de vehículos para invertir en activos de capital privado y deuda privada en el extranjero) o directa (bajo la forma de coinversión en capital privado y deuda privada en el extranjero).

**b. Los riesgos sobre la capacidad económica de los afiliados durante la etapa de jubilación, luego de los cambios normativos en el Sistema Privado de Pensiones (SPP), se han visto aminorados por el dinamismo de los nuevos productos ofrecidos por las empresas de seguros (rentas particulares).**

Como se señaló en el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2016, la Ley N° 30425<sup>46</sup> podría ocasionar que los fondos de jubilación retirados por los afiliados del SPP sean usados con fines no previsionales, lo que desnaturalizaría el objetivo por el cual fue creado el SPP, esto es, asegurar el otorgamiento de una pensión al afiliado para asegurar su sostenimiento durante su vejez. De esta manera, existe el riesgo de que aquellos afiliados que malgasten los fondos retirados y se queden sin pensión para su vejez puedan generar potenciales demandas sociales para el Estado en busca de recibir una pensión. Sin embargo, también se señaló que ello era una oportunidad de que se genere nuevas opciones para los afiliados al jubilarse, así como una mayor competencia entre los potenciales administradores de los fondos que pueda retirar el afiliado.

Así, luego de la promulgación de la Ley N° 30425, el flujo de primas recibidas por las empresas de seguros por productos de jubilación en el SPP (rentas vitalicias) disminuyó significativamente. En respuesta, las empresas de seguros ampliaron su oferta de productos de seguros, ofreciendo las rentas particulares que resultan más flexibles que los productos tradicionales ofrecidos a los jubilados del SPP y que permiten cubrir los riesgos de longevidad y de mortalidad<sup>47</sup>.

**c. Se mantiene la preocupación respecto al impacto que podría tener el incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos de América sobre los flujos de capitales hacia los países emergentes.**

En un contexto de fortalecimiento de la economía estadounidense y de expectativas de un ajuste más acelerado en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal, los inversionistas no residentes podrían reducir sus tenencias de BTP buscando aprovechar los mayores rendimientos ofrecidos por activos de economías desarrolladas. Ello podría generar presiones de depreciación en la moneda doméstica y una mayor volatilidad en el mercado local.

---

46 La Ley N° 30425 permite a los afiliados del SPP, al cumplir la edad legal de jubilación (65 años) o que accedan a la jubilación anticipada, optar por el retiro de hasta el 95,5% del total del fondo disponible en su cuenta individual de capitalización (CIC).

47 El producto renta particular ofrece el pago de rentas periódicas durante un período definido o a perpetuidad (por lo que cubre el riesgo de longevidad) y, a su vez, permite contratar una cobertura por sepelio al fallecimiento del titular (por lo que cubre el riesgo de mortalidad).





Entre el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018, se observó que los inversionistas no residentes redujeron sus tenencias de BTP. Sin embargo, la liquidez del mercado secundario de BTP permitió una salida ordenada de esos inversionistas, cuya oferta fue absorbida por inversionistas institucionales locales, sin generar mayor volatilidad en el mercado. A partir del segundo trimestre de este año, los no residentes han vuelto a aumentar sus tenencias de BTP (principalmente, en el mercado primario) aunque no se puede descartar futuros episodios de reducción de tenencias de BTP por parte de estos inversionistas ante eventuales escenarios de mayor incertidumbre en el entorno global.

Un atenuante de este riesgo es el hecho que las AFP mantienen espacio para aumentar sus tenencias de BTP y compensar las probables ventas de los inversionistas no residentes.

### III. SISTEMAS DE PAGOS

#### 39. Los pagos electrónicos han venido ampliando su aceptación en la población.

Se observa un significativo crecimiento de las transferencias en los sistemas de pago, así como de los pagos minoristas con instrumentos digitales. Dicha tendencia se presenta en un contexto de una adecuada regulación para el desarrollo del mercado de pagos, que favorece el continuo fortalecimiento de la seguridad y eficiencia de sistemas y acuerdos y promueve la innovación en el mercado de pagos.

Sin embargo, el avance de los pagos electrónicos está limitado por la baja bancarización, la falta de una adecuada infraestructura que facilite el acceso de las personas a los Sistemas de Pagos y prácticas de mercado que afectan el marco de competencia. Estos temas requieren la coordinación con las autoridades y con el sector privado.

Los riesgos que enfrentan los sistemas de pagos se encuentran en gran medida controlados gracias al diseño de los sistemas de pago y la adopción de medidas que minimizan los riesgos de liquidez, crédito y sistémico. Sin embargo, el riesgo de eventos naturales extremos requiere de una mayor coordinación con el sector público y privado para crear una infraestructura que pueda sostener un mínimo de operaciones; consideración que también es aplicable a los casos de ciberataque.

#### A. Sistemas de Pagos Sistémicos

40. **Continúa la tendencia creciente del uso de transferencias electrónicas de fondos en los Sistemas de Pagos, en un marco de fortalecimiento de su seguridad y eficiencia.** Los Sistemas de Pagos han registrado un significativo crecimiento en valor (27,5%) y en volumen (22%) en los últimos doce meses a setiembre de 2018.

**Cuadro 3.1**  
**SISTEMAS DE PAGOS**  
(Promedio diario en los últimos 12 meses)\*

	Set.17		Set.18		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)	12 822	3,4	16 516	3,8	28,8%	12,2%
Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV)	242	0,6	354	0,6	46,3%	9,6%
Cámara de Compensación Electrónica (CCE)	985	95,0	1 045	116,3	6,0%	22,4%
<b>TOTAL</b>	<b>14 049</b>	<b>99</b>	<b>17 915</b>	<b>121</b>	<b>27,5%</b>	<b>22,0%</b>

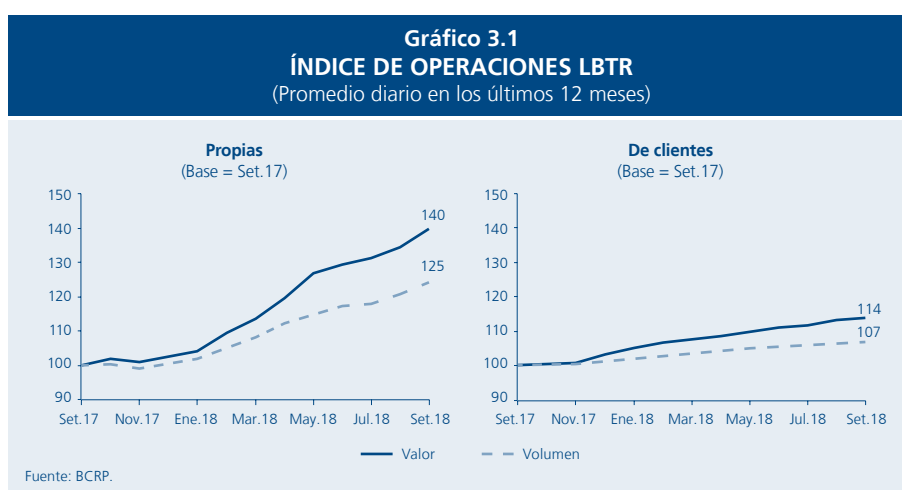
\* Valor expresado en millones de soles. Volumen expresado en número de operaciones.  
Fuente: BCRP.





41. **El valor promedio diario de las operaciones en el Sistema LBTR aumentó en 28,8% en los últimos 12 meses a setiembre de 2018.** Las operaciones propias de las empresas del sistema financiero registraron un mayor dinamismo en valor y volumen en el período, principalmente por operaciones cambiarias (70%). Cabe señalar que en el segundo trimestre de 2018 las operaciones cambiarias se incrementaron principalmente por motivos especulativos.

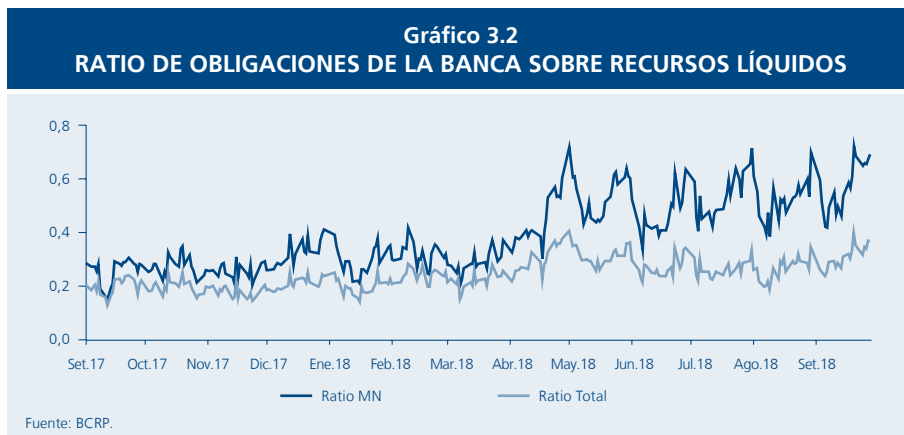
Asimismo, las operaciones asociadas a los clientes de las entidades financieras mantienen su tendencia creciente de los últimos dos años, reflejando el dinamismo del sector real de la economía.



Se incrementó el número de participantes conectados electrónicamente al Sistema LBTR. En setiembre del presente año, se interconectó la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Huancayo, con lo cual suman 13 las entidades financieras no bancarias interconectadas electrónicamente.

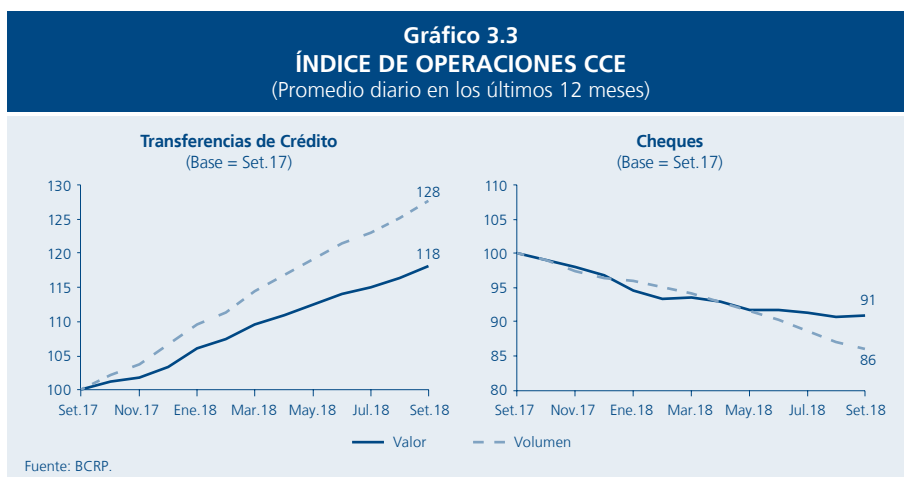
La posibilidad de incumplimiento de pagos en el Sistema LBTR no es significativa. La banca continúa manteniendo una amplia capacidad para hacer frente a sus obligaciones en ambas monedas. Al respecto, el ratio total de obligaciones sobre recursos líquidos<sup>48</sup> se mantiene en un bajo nivel (ver Gráfico 3.2), con un incremento en moneda nacional por reducción de tenencias de valores del Banco Central por parte de la Banca en abril de 2018. Ello por un cambio de portafolio de la banca que favoreció el aumento de las colocaciones y una mayor tenencia de bonos del Tesoro.

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



El Sistema LBTR continúa fortaleciendo su gestión de riesgo operativo. En mayo del presente año se obtuvo una nueva certificación en seguridad de la información del proceso “Gestión del Sistema LBTR” (ISO/IEC 27001-2013), la que se obtuvo inicialmente en el año 2013.

- 42. Las operaciones procesadas en la CCE continuaron su tendencia ascendente tanto en valor como en volumen en los últimos 12 meses a setiembre de 2018.** En el período continuó el crecimiento de las transferencias de crédito<sup>49</sup> (ver Gráfico 3.3), acorde con una mayor aceptación de los pagos electrónicos por el público. En cambio, el volumen de transacciones con cheques siguió su tendencia decreciente.



<sup>49</sup> Las transferencias de crédito son un instrumento de pago compensable en la CCE, mediante el cual se transfiere, de forma diferida, fondos de una cuenta en una entidad del sistema financiero, a una cuenta en otra entidad del sistema financiero.







Cabe destacar el crecimiento del volumen de operaciones de la TIN Especial, transferencias de crédito ordinarias que tienen un costo nulo para el usuario, que representan el 8,4% del total de transferencias de crédito.

Cuadro 3.2 VALOR Y VOLUMEN DE TRANSFERENCIAS DE CRÉDITO EN LA CCE (Promedio diario en los últimos 12 meses)						
Transferencias diferidas	A Set.17		A Set.18		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Ordinarias	261	26	296	30	13,4%	16,3%
Proveedores, haberes y CTS	225	35	274	46	21,8%	31,2%
Pago de Tarjetas de Crédito	20	5	27	6	34,6%	18,3%
TIN Especial	1	4	1	8	68,6%	76,4%
<b>TOTAL</b>	<b>506</b>	<b>70</b>	<b>598</b>	<b>90</b>	<b>18,0%</b>	<b>27,6%</b>
<b>Transferencias Inmediatas</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>20</b>	<b>9</b>	<b>108,5%</b>	<b>124,1%</b>

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

**43. Las Transferencias Inmediatas, que permiten a los clientes beneficiarios contar con los fondos en tiempo casi real, han venido creciendo rápidamente.** En los últimos 12 meses a setiembre de 2018, han registrado un significativo aumento en volumen y en valor, alcanzando el 7,6% del total de operaciones en la CCE.

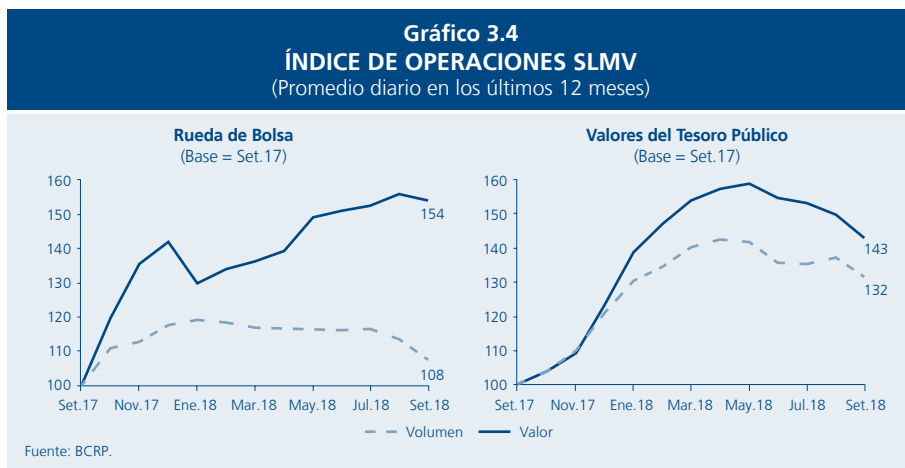
**44. En octubre de 2017, el Directorio de la CCE autorizó el cambio de Plataforma Tecnológica del Sistema CCE.** Ello, con el objetivo de contar con una única y nueva plataforma con mayores prestaciones que permita atender las necesidades de la banca peruana en un entorno digital. La nueva plataforma permitirá integrar todos los servicios vigentes y ofrecer nuevos. Su arquitectura será digital y su implementación se hará de forma progresiva para minimizar el impacto en los participantes del Sistema CCE.

Continúa el ingreso de nuevos participantes a la CCE. En junio del presente año inició operaciones la Financiera TFC. Asimismo, Mi Banco y Banco de Comercio iniciaron operaciones con Transferencias Inmediatas.

**45. El Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (Sistema LMV) registró un incremento significativo en valor y volumen de sus operaciones en los últimos 12 meses a setiembre de 2018.** El valor de las transferencias de Rueda de Bolsa creció significativamente, explicado principalmente por la adquisición por parte de Enel Perú (empresa de generación eléctrica) del 29,4% de participación de Enel Américas en Enel Gx Perú (compañías del mismo grupo económico), una oferta pública de adquisición del capital social de Volcan

Compañía Minera SAA y la transferencia de operaciones entre Credicorp LTD y el Grupo Crédito SA, en los meses de octubre y noviembre de 2017 y mayo de 2018, respectivamente.

En el caso de los Valores del Tesoro Público, se observa un menor crecimiento del mercado secundario, desde junio de 2018, por la reducción en la negociación de no residentes (ver Gráfico 3.4).





## Recuadro 6 SUPERVISIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS EN EL PERÚ 2017

El BCRP llevó a cabo sus actividades de supervisión con el objetivo de fortalecer la seguridad y eficiencia de los Sistemas de Pagos. A través de sus herramientas de supervisión el BCRP ha constatado, que durante el año 2017 los Sistemas de Pago: cumplieron con la normativa y los estándares vigentes; ampliaron el acceso a sus servicios; mejoraron la administración de sus riesgos; implementaron nuevas medidas de continuidad operativa; y desarrollaron nuevos servicios. Durante el 2017 los Sistemas supervisados llevaron a cabo diversas mejoras:

### A. Sistema LBTR

Acceso: Brindó acceso electrónico a: JP Morgan, Financiera Credinka y CMAC Maynas.

Administración de riesgos: Mantuvo la certificación en seguridad de la información del proceso “Gestión del Sistema LBTR” (ISO/IEC 27001-2013), obtenida en el año 2013.

Continuidad: Realizó pruebas de continuidad operativa con resultados satisfactorios. Adicionalmente, en agosto el BCRP, junto con otras autoridades y entidades del sector financiero y de seguros, llevó a cabo el Ejercicio Sectorial de Continuidad de Negocios 2017.

### B. Sistema CCE

Acceso: Ingresaron a los servicios de la CCE tres ESF: Financiera Compartamos, CMAC Ica y CMAC Maynas. Asimismo, Financiera TFC firmó el contrato para desarrollar su acceso a la CCE e inició operaciones en 2018.

Nuevos servicios: Implementó la Transferencia Inmediata Social, sin costo para montos menores a S/ 350 y US\$ 135 dólares desde noviembre de 2017.

Administración de riesgos: La CCE inició un proceso de renovación de su plataforma tecnológica para integrar todos sus servicios. El proyecto contempla la migración de los servicios ofrecidos por la CCE en: (i) Servicio de transferencias de crédito diferidas y de cheques; (ii) Liquidación directa de cheques de alto valor en el Sistema LBTR y (3) Servicio de transferencias inmediatas, para el que se ha previsto ampliar su servicio a 24x7 en el futuro.

Continuidad: La CCE realizó 6 pruebas de continuidad de negocio, dos simulacros de contingencia; dos simulacros de contingencia extrema, una prueba de constitución de garantías y una prueba de habilitación del ambiente de contingencia para el intercambio físico de cheques. Los resultados de estas pruebas fueron satisfactorios.

### C. Sistema LMV

Nuevos servicios: Cavali ha iniciado un estudio de pre-factibilidad para la implementación de una Entidad de Contrapartida Central (ECC) en Perú. Cavali considera separar sus funciones de liquidación de fondos, la que llevaría a cabo a través de una ECC, entidad distinta al Depósito Central de Valores. Asimismo, Cavali viene trabajando en el desarrollo de la factura negociable enfocada al financiamiento de los proveedores del Estado.

**Administración de riesgos:** Cavali trabajó en la mejora de la plataforma que soporta las operaciones, servicios a emisores y participantes; implementando controles, capacitando al personal para la administración de cuentas, validando la aprobación y asignando perfiles, con lo cual minimiza los riesgos operativos del Sistema LMV. Asimismo, implementó un registro de ciberataques como parte de las mejoras en seguridad de la información.

**Continuidad:** Tras la aprobación del Plan de Continuidad del Negocio en 2016, Cavali se adecuó al ISO 22301, Sistema de Gestión de Continuidad del Negocio, evidenciando un manejo adecuado en la gestión de riesgos ante la ocurrencia de incidentes.

## B. Acuerdos y proveedores de servicios de pagos

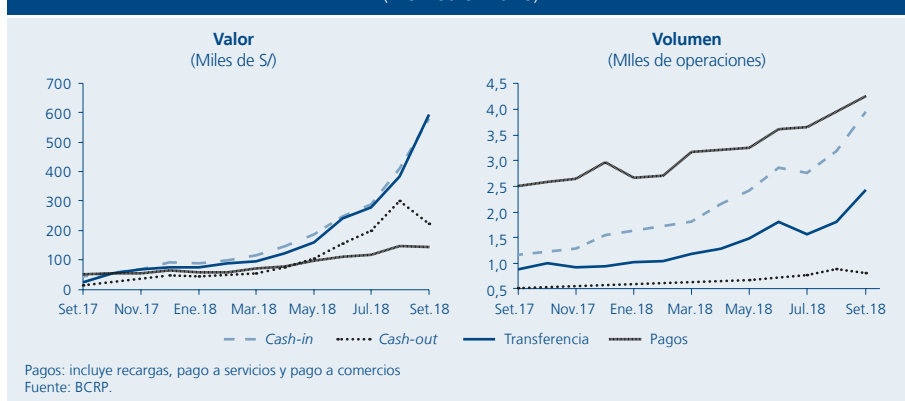
### 46. La billetera móvil de dinero electrónico (Bim) administrada por Pagos Digitales Peruanos S.A. (PDP) mostró un crecimiento considerable en sus operaciones.

A setiembre de 2018, se registraron 11 063 operaciones por día en los últimos 12 meses, por un valor de S/ 390 172. A dicha fecha se registraron 451 mil usuarios, lo que representó un incremento de 17% respecto a setiembre del año anterior.

Continúa el desarrollo de Bim liderado por la expansión de la red de puntos de acceso. La integración de operaciones (*cash-out* y *cash-in*) en los cajeros corresponsales y cajeros automáticos de los principales bancos del país, ha incrementado el uso de todos los tipos de operaciones de Bim, corroborando que dicha infraestructura es esencial para la creación del ecosistema de un instrumento de pago electrónico.

Asimismo, Compartamos Financiera y Fintech MO –a través de Crediscotia– han desarrollado la funcionalidad de desembolsar préstamos a personas y que los pagos de las cuotas los realicen a través de Bim, lo cual ha tenido gran aceptación en los usuarios. Cabe agregar que se continúa ofreciendo la tarifa promocional gratuita para transferencias entre cuentas de dinero electrónico.

**Gráfico 3.5**  
**CRECIMIENTO DE LAS PRINCIPALES FUNCIONALIDADES DE BIM**  
(Promedio Diario)





- 47. Las operaciones con transferencias de crédito intrabancarias y tarjetas de pago crecieron a una tasa significativamente alta.** En términos de valor dichas operaciones crecieron en 54%, reflejando una mayor aceptación por parte del público (ver Cuadro 3.3). Cabe precisar que las transferencias de crédito intrabancarias continúan siendo el instrumento de pago más utilizado para realizar pagos digitales minoristas por parte de los clientes de las empresas del sistema financiero, ello por el desarrollo de aplicaciones móviles por parte de la banca, por ejemplo Yape ofrecido por el Banco de Crédito. El volumen promedio diario de las transferencias intrabancarias superó el millón de transacciones.

Cuadro 3.3 VALOR Y VOLUMEN DE OPERACIONES CON INSTRUMENTOS DIGITALES DE PAGO (Promedio diario en los últimos 12 meses)*						
	Set.17		Set.18		Var. %	
	Valor	Volumen	Valor	Volumen	Valor	Volumen
Transferencias de crédito intrabancarias	3 422	909	5 368	1 069	57	18
Tarjetas de Crédito	191	663	203	754	6	14
Tarjetas de Débito	68	721	80	879	18	22
<b>TOTAL</b>	<b>3 681</b>	<b>2 292</b>	<b>5 651</b>	<b>2 702</b>	<b>54</b>	<b>18</b>

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

Las tarjetas de débito aumentaron en valor y volumen a tasas superiores respecto a las de crédito. Se debe señalar que las tarjetas de débito mantienen un volumen de transacciones mayor que las de crédito, aunque su valor solo representa el 28% del total de pagos con tarjetas.

Las marcas de tarjetas y los adquirentes, a través de sus empresas VendeMas e Izipay, están ofreciendo el POS móvil interoperable para que los comercios de menor tamaño reciban pagos con todas las marcas de tarjetas. Asimismo, están desarrollando nuevos productos para dicho sector que contribuyen a la inclusión financiera, como la incorporación de un código de respuesta rápida (QR por sus siglas en inglés), que permite pagos con tarjetas sin necesidad de un POS.

- 48. Respecto a la inclusión financiera, el Global Findex 2017 muestra que el Perú ha avanzado considerablemente en los últimos años.** Entre 2014 y 2017, el porcentaje de personas adultas que tienen una cuenta financiera o de dinero electrónico aumentó de 29% a 43%. No obstante, dicho nivel es todavía uno de los más bajos de la región (México tiene 37% mientras que Chile, 74%).

Por su parte, Asbanc reporta en su informe sobre Reducción del uso de efectivo en el Perú que las transacciones con medios de pago distintos al efectivo han crecido sostenidamente en los últimos años, destacando el avance de las transferencias interbancarias y de la banca móvil. Asimismo, se evidencia que los retiros de

efectivo vienen perdiendo participación sostenidamente. Sin embargo, las cifras de la Encuesta Nacional de Hogares 2017 (ENAH0) revelan que más del 95% de las personas utilizan dinero en efectivo para efectuar sus compras, sobre todo en las categorías de alimentos, productos de lavandería y limpieza y prendas de vestir.

Un indicador del desarrollo del mercado de pagos es el número de pagos electrónicos<sup>50</sup> per cápita, que en el Perú pasó de 13,8 a 19,8 entre 2013 y 2017. No obstante, dicho nivel se encuentra rezagado si se compara con sus pares en América Latina: Argentina con 137,9 pagos per cápita anuales, seguido por Brasil (137,2) y Costa Rica (110,2) y Chile (63,9) en 2016.

Avances recientes han favorecido el desarrollo de la inclusión financiera. Entre estos avances se incluyen: los nuevos servicios que las marcas de tarjetas y sus adquirentes continúan desarrollando para promover los pagos a comercios de menor tamaño; la simplificación de trámites para operar como cajero corresponsal; la tarifa promocional gratuita de Bim para transferencias; el mantenimiento de la tarifa social para transferencias interbancarias inmediatas y diferidas y la homologación de las cuentas simplificadas de dinero electrónico y las cuentas básicas. Adicionalmente, el Banco de la Nación viene ampliando significativamente su red de cajeros corresponsales.

---

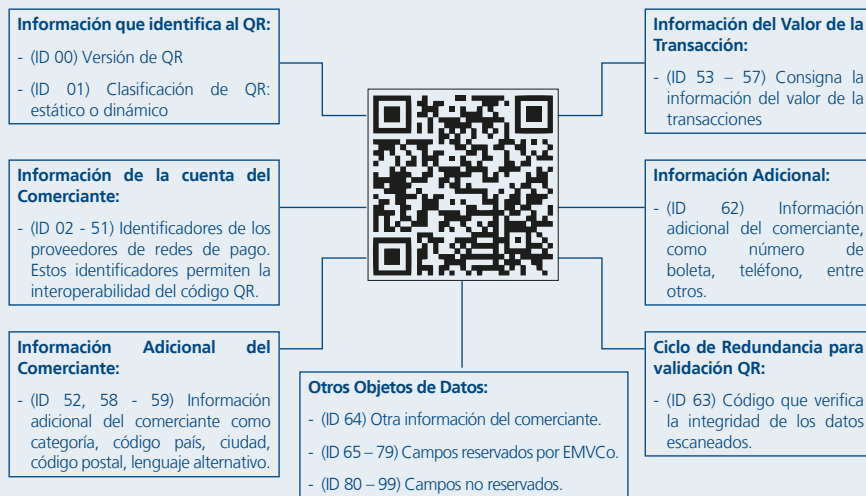
50 Se considera pagos electrónicos a los pagos realizados con tarjetas de crédito, débito, transferencias de crédito, débito directo, dinero electrónico y móvil.





### Recuadro 7 CÓDIGOS DE RESPUESTA RÁPIDA PARA PAGOS

El código QR<sup>51</sup> (código de respuesta rápida), es un método de representación y almacenamiento de información en una matriz de puntos, cuya información está dispuesta ordenadamente siguiendo un estándar internacional que regula su generación y formato. Un código QR puede almacenar hasta 7 089 caracteres numéricos o 2 953 bytes de información, pudiendo ser leído en medios impresos o digitales. El estándar internacional utilizado para la generación y lectura del código QR es el EMV® QR Code Specification for Payment Systems (EMV QRCPS)<sup>52</sup>.



#### Casos de aplicación de pagos usando el código QR

Existen dos clases de transacciones definidas por éste estándar, la primera cuando el código QR es presentado por el cliente y la segunda cuando el código QR es presentado por el comerciante, siendo ésta última la más difundida. Asimismo, se pueden clasificar en: estático, cuando el cliente define el monto de pago; y dinámico, cuando el código QR contiene el monto a pagar.

51 El término "QR Code ©" es una marca registrada de DENSO WAVE.

52 EMVCo es una organización que administra y desarrolla las especificaciones y proporciona lo relacionado con el uso del código QR para fines de pago.

La modalidad de pago con código QR se puede observar principalmente en Asia:

- India, con la autorización otorgada por el Reserve Bank of India, en octubre de 2016, la National Payments Corporation of India (NPCI)<sup>53</sup> y los esquemas de tarjetas internacionales<sup>54</sup> implementaron un canal común e interoperable de pago basado en códigos QR denominado Bharat QR. Este canal fue lanzado al mercado el 20 de febrero de 2017.
- China, Alibaba y Tencent, dos conglomerados dedicados al comercio electrónico y a plataformas móviles de mensajería, respectivamente, conectan al público de mercados masivos con sus respectivos productos de billetera electrónicas: Alipay y WeChat Pay.

En Latinoamérica, el Banco Central de la República Argentina, emitió la Comunicación 6425: “Estándar para pagos a través de códigos de respuesta rápida”, basado en el EMV QRCPS, en 2018.

### **Regulación del código QR para pagos**

Los principales objetivos en la regulación del uso del código QR en pagos son:

- Interoperabilidad: El código QR del comerciante debe ser leído por una o más aplicaciones, permitiendo que el cliente pueda pagarle con el instrumento de su elección, independientemente de la institución financiera a la cual estén afiliados o de las marcas de tarjetas con las que operen.
- Acceso: Diferentes emisores de instrumentos podrán participar en el servicio de pago mediante el código QR.
- Información transparente: Los clientes y comercios deben contar con la información sobre riesgos, tarifas y procedimientos.
- Seguridad de la información: Se debe contemplar medidas de seguridad de la información y garantizar la confidencialidad de los datos.

### **Innovaciones Financieras**

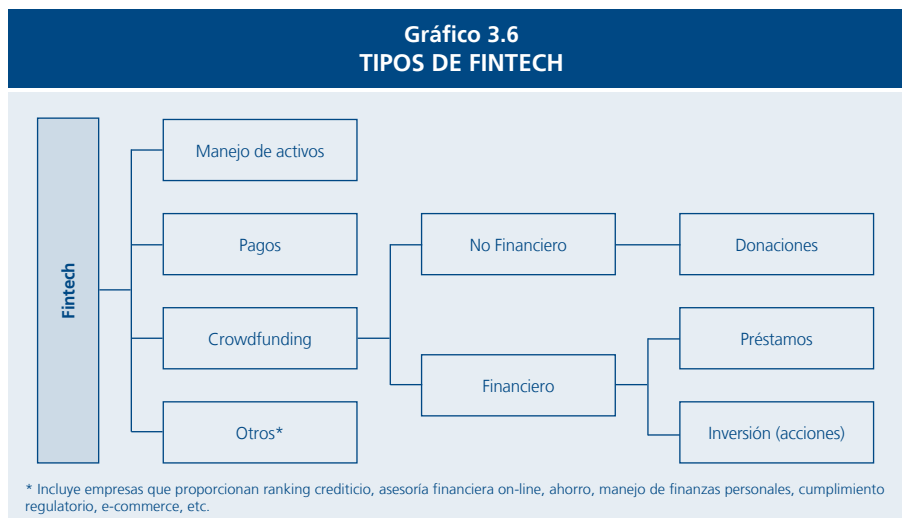
**49. Las innovaciones financieras están relacionadas a la introducción de nuevos productos o servicios financieros, mejoras en procesos y cambios en modelos de negocio. Las innovaciones por la aplicación de tecnología a los servicios financieros ha llevado a la aparición de las empresas Fintech.**

53 National Payments Corporation of India (NPCI), es una iniciativa del Reserve Bank of India (RBI) y el Indian Bank's Association (IBA) con el objetivo de crear una robusta infraestructura de pagos y liquidación en India.

54 VISA y MASTERCARD.







Las Fintech se definen como empresas no financieras que aplican la tecnología para la provisión de servicios financieros (ahorros, préstamos, *crowdfunding*) o de servicios auxiliares (información, comparación de precios, etc.) brindando una mejor experiencia al usuario<sup>55</sup> utilizando plataformas tecnológicas (Ver Gráfico 3.6). Las Fintech no solo implican cambios en el mercado financiero, donde pueden generar competencia o alianzas con empresas del sistema financiero, sino también en el marco regulatorio, el cual debe facilitar la innovación minimizando los riesgos y sus efectos en la estabilidad financiera.

A setiembre de 2017, Finnovista<sup>56</sup> identifica 47 empresas Fintech en Perú, de las cuales 11 se encuentran en el segmento de préstamos y 10 en el de pagos y remesas. Sin embargo, una parte importante de estos nuevos actores se encuentra en la etapa de proyecto (*start-ups*). En los países que conforman la Alianza del Pacífico, México tiene 180, Colombia 84 y Chile 65 empresas Fintech, en este grupo, el Perú se posiciona en sexto lugar.

A través del *crowdfunding* financiero o financiamiento participativo financiero, las empresas pueden acceder al financiamiento provisto por una pluralidad de pequeños inversionistas. Es posible que tanto las empresas como los inversionistas no se encuentren incluidos financieramente (no tengan una cuenta), por lo que su participación podría facilitar su bancarización.

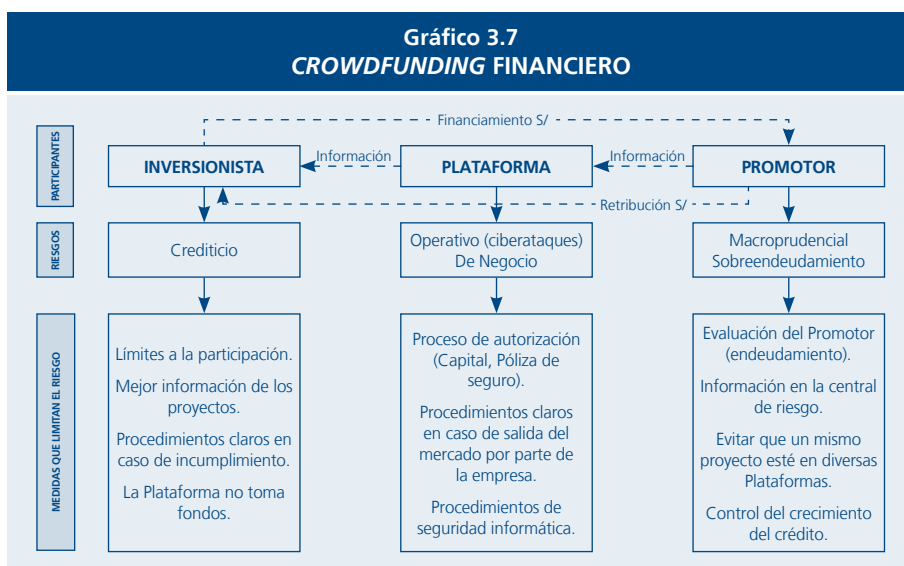
La operatividad del *crowdfunding* se inicia cuando personas naturales o jurídicas (receptores) presentan a la Fintech sus proyectos y necesidades de financiamiento

55 Dichas empresas son distintas de las TechFin, que son las grandes empresas tecnológicas que incursionan en la provisión de servicios financieros, principalmente de pagos, como Google, Amazon, Facebook y Apple en los Estados Unidos y Baidu, Alibaba & Tencent en China.

56 Organización que promueve la aceleración de empresas Fintech en diversos países.

(préstamo o capital). La Fintech evalúa las propuestas y las difunde a los inversionistas quienes deciden el proyecto a financiar según el riesgo que quieren asumir. Finalmente, los fondos se transfieren a los receptores y estos últimos realizan pagos periódicos a los inversionistas.

Las plataformas de *crowdfunding* financiero son un ejemplo de un mercado de dos lados. Por una parte los inversionistas buscan un rendimiento para sus recursos. De otro lado, los promotores de proyectos buscan financiamiento que no podrían obtener en empresas del sistema financiero. El Gráfico 3.9 muestra los principales riesgos ligados al *crowdfunding* financiero y las medidas regulatorias que los mitigan.



50. Algunos países han desarrollado normas legales referidas al *crowdfunding*, como son el caso de España, Reino Unido, México y Colombia. El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Alianza del Pacífico ha definido principios de flexibilidad normativa, protección al inversionista, neutralidad tecnológica, integridad, estabilidad financiera, proporcionalidad basada en riesgos, prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, así como de coordinación y cooperación entre reguladores. Asimismo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial han desarrollado *The Bali Fintech Agenda*<sup>57</sup> que plantea aspectos claves para la definición de políticas.

57 Documento emitido en la Reunión Anual del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional en Bali, Indonesia en octubre de 2018.



