



Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú

MARYLIN CHOY Y GIANCARLO CHANG*

Las medidas macroprudenciales han sido implementadas por diversos países ante la necesidad de complementar la regulación y supervisión tradicionales, las cuales, como quedó demostrado en la reciente crisis financiera internacional, han resultado insuficientes para hacer frente, de manera efectiva, a los riesgos sistémicos que ponen en peligro la estabilidad financiera. Este estudio analiza las medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú, las que buscaron evitar el excesivo crecimiento del crédito del sistema financiero, reducir el impacto desestabilizador de los grandes flujos de capitales, así como acotar el riesgo cambiario que afrontan los agentes económicos en una economía dolarizada como la peruana.

Palabras Clave : Requerimientos de encaje, política contracíclica, macroprudencial.

Clasificación JEL : E58, G21, G28.

La crisis financiera internacional del 2008 puso en evidencia que es necesario que los supervisores y los reguladores, además de fortalecer las normas y la vigilancia a nivel individual de las instituciones, desplieguen esfuerzos para salvaguardar la estabilidad financiera global. La carencia de una adecuada regulación y de instrumentos que sirvan para contener los riesgos sistémicos ha afectado el proceso de intermediación financiera y la confianza de los agentes económicos, dañando de forma severa y persistente la actividad económica (Hahm y otros, 2012). Como respuesta a ello, muchos países vienen desarrollando políticas macroprudenciales que, mediante el uso de herramientas que buscan mitigar el riesgo financiero sistémico, tienen como objetivo preservar la estabilidad financiera (ver Galati y Moessner, 2013; Fondo Monetario Internacional, 2013).

La políticas macroprudenciales se enfocan en las interacciones entre instituciones financieras, mercados y la economía en general (Banco de Pagos Internacionales, 2010). Éstas complementan el enfoque de regulación microprudencial que se encarga de la solvencia individual de las entidades financieras, pero que no considera los riesgos en el sistema financiero como conjunto. La política macroprudencial se lleva a cabo con la finalidad de evitar interrupciones en la fluidez del crédito que acarreen consecuencias graves para la actividad productiva (Fondo Monetario Internacional, 2011). Así, se busca atenuar la acumulación de desequilibrios financieros; se construyen defensas para contener la velocidad y gravedad de subsecuentes recesiones y sus efectos sobre la economía; y se identifican y abordan las exposiciones comunes, las concentraciones de riesgo, los vínculos y las interdependencias que son fuentes de contagio y ponen en peligro el correcto funcionamiento del sistema financiero.

* Choy: Gerencia Central de Operaciones, Banco Central de Reserva del Perú, Jr. Antonio Miró Quesada 441, Lima 1, Perú. Teléfono: +511 613-2000 (email: marylin.choy@bcrp.gob.pe). Chang: Departamento Mercado de Capitales y Regulación Financiera, BCRP (email: giancarlo.chang@bcrp.gob.pe).

Las opiniones expresadas en este estudio son de entera responsabilidad de los autores.

Son cada vez más los países que utilizan instrumentos prudenciales para complementar sus marcos regulatorios. Como indican [Lim y otros \(2011\)](#), dos tercios de los países que respondieron a una encuesta elaborada por el FMI han implementado este tipo de políticas desde 2008. Asimismo, son los países emergentes quienes utilizan estas herramientas en mayor medida. [Lim y otros \(2011\)](#) sugieren que ello se debe a que estos países necesitan atenuar ciertas fallas de mercado asociadas con un menor desarrollo financiero, y con la dominancia por parte de los bancos del relativamente pequeño sector financiero.

Estos instrumentos se orientan fundamentalmente a prevenir la gestación de potenciales desequilibrios que puedan devenir en grandes perturbaciones en el resto de la economía. Así, buscan limitar el excesivo crecimiento del crédito y de los precios de las viviendas, evitar la falta de adecuados niveles de liquidez, así como reducir y administrar la prociclicidad entre variables financieras y económicas. La elevada volatilidad cambiaria y los fuertes movimientos de flujos de capitales también constituyen materia de preocupación, especialmente en los países emergentes.¹

Aunque se han logrado importantes avances en el diseño de las políticas macroprudenciales, todavía hay temas en debate en los cuales aún no se ha encontrado consenso. Las iniciativas internacionales han centrado su discusión sobre qué autoridad debe ser la encargada de la identificación de las amenazas emergentes y de la formulación de políticas para contener tales riesgos; así como en las herramientas que serían más efectivas para cumplir con este objetivo y permitan incurrir en un menor costo económico.

Los países donde los bancos centrales también están a cargo de la supervisión financiera, pueden tener el beneficio de una sinergia para identificar oportunamente potenciales riesgos. Sin embargo, la existencia de un comité independiente multisectorial que se centre exclusivamente en la supervisión de la estabilidad financiera, podría ayudar a la identificación de riesgos adicionales no previstos por el Banco Central. En ambos casos, la coordinación interinstitucional es crucial para la adecuada implementación de políticas macroprudenciales.² Por otro lado, un factor importante es cómo vigilar y evaluar el impacto de los instrumentos de política. Un exceso en la regulación a través de instrumentos puede impactar directamente en los costos de intermediación financiera, y a su vez reducir el nivel de actividad económica y mermar las utilidades de las entidades financieras, fuente importante para su propia capitalización.

Este documento analiza las medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú. Primero, en la sección 1 se detalla el entorno institucional que enmarca estas políticas macroprudenciales. Luego, en la sección 2 se realiza una revisión de las medidas implementadas en función a cada aspecto de la estabilidad financiera. Finalmente, la sección 3 provee las conclusiones generales de este documento.

1 MARCO INSTITUCIONAL DE LAS POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES

En el Perú, la estabilidad financiera no recae explícitamente sobre una autoridad en particular. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), de acuerdo a su ley tiene como único objetivo la estabilidad de precios. Asimismo, regula el crédito, la moneda y el sistema de pagos y es el prestamista de última instancia: la estabilidad del sistema financiero no puede ser ajena a la política monetaria del BCRP.

Por su parte, la Superintendencia de Banca, Seguros y de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) es la encargada de supervisar a las entidades financieras y de velar por su solvencia

¹ [Moreno \(2011\)](#) realiza una revisión de las políticas macroprudenciales en países emergentes, que evalúa ante qué señales los países responden, la oportunidad y ciclicidad en la implementación de las medidas así como su efectividad y calibración.

² [Goodhart \(2013\)](#) señala que la autoridad macroprudencial debe ser capaz de alterar la composición de los activos del Banco Central, de influir en el nivel de intermediación financiera a través de la imposición de límites a ciertos indicadores así como de proponer normas fiscales y estructurales que afecten la intermediación financiera. No obstante, considera que no debe estar involucrado en la resolución de los bancos.

individual, para lo cual tiene a su cargo la regulación de los requerimientos de capital, provisiones y los límites para las operaciones. Asimismo, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) es la entidad responsable de aplicar una adecuada política fiscal y económica en general por lo que su participación en el mantenimiento de la estabilidad financiera es ineludible.

Si bien no existe formalmente un arreglo institucional explícito que establezca la autoridad encargada de velar por la estabilidad financiera, con responsabilidades y funciones definidas, existe una coordinación muy cercana entre estas instituciones que se ha reforzado a partir del 2008, en el contexto de la crisis financiera internacional. Los técnicos y las autoridades de las instituciones involucradas mantienen reuniones para coordinar los principales temas vinculados a los riesgos potenciales que podrían generar vulnerabilidades a la economía, principalmente a la estabilidad del sistema financiero.

En ese sentido, gran parte de las políticas macroprudenciales implementadas por cada una de las autoridades en el campo de su competencia, se ha realizado en un marco de coordinación conjunta, que ha permitido un enfrentamiento más directo de los riesgos que afectan la estabilidad financiera, evitando la excesiva regulación que podría darse si cada autoridad deseara tomar el problema como propio. No obstante, esta coordinación podría ser reforzada de tal manera que otorgue un mayor énfasis e importancia a los temas de la agenda en común que muchas veces es relegada por las responsabilidades y preocupaciones propias de cada una de las instituciones involucradas. En [Fondo Monetario Internacional \(2012\)](#) se presentan ciertas recomendaciones para robustecer este marco institucional.

2 MEDIDAS MACROPRUDENCIALES APLICADAS EN EL PERÚ

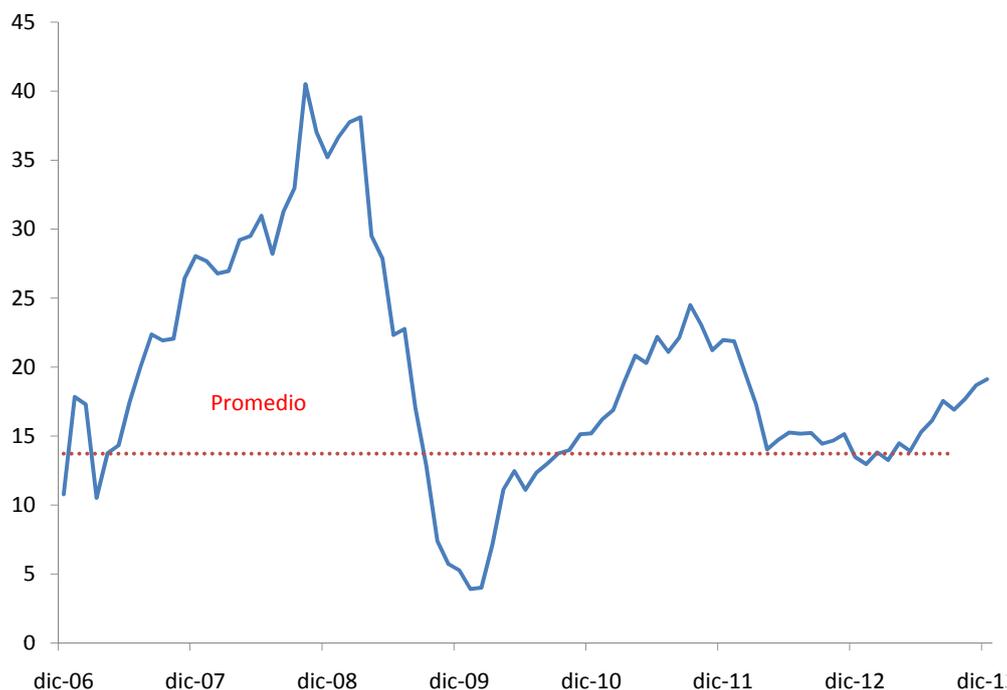
La implementación de medidas macroprudenciales requiere previamente que haya una adecuada institucionalidad en cada una de las entidades encargadas de llevar a cabo estas políticas. Asimismo, requiere que los problemas básicos de la economía estén debidamente internalizados y afrontados. A saber, la preservación de la estabilidad de precios, la necesidad de tener un sistema de regulación y supervisión eficaz para mantener la solvencia individual de las entidades financieras, el adecuado manejo de las cuentas fiscales y el apropiado nivel de endeudamiento del gobierno.

En el caso peruano, la inflación se ha mantenido en un promedio de 2.6% entre diciembre de 2000 y de 2013, lo que ha constituido la base para que los agentes económicos tengan confianza en el régimen de metas explícitas de inflación establecido por el BCRP. En el mismo periodo, el gobierno ha sostenido equilibrio en sus cuentas fiscales con resultados que en promedio han estado alrededor de 0% del PBI, mientras que la deuda pública se ha reducido a menos de 20% del PBI. Además, durante la última década, la regulación y supervisión por parte de la SBS ha venido siguiendo las recomendaciones del Comité de Basilea y ha generado un sistema financiero más robusto y menos vulnerable a choques externos.

Es en este contexto que las autoridades han tenido una coordinación fluida que ha permitido adoptar medidas macroprudenciales orientadas a amortiguar el comportamiento cíclico del crédito, reducir el riesgo cambiario en los balances de los bancos, así como contrarrestar los efectos de los flujos de capital a corto plazo y evitar una excesiva volatilidad del tipo de cambio. A continuación se presenta las medidas macroprudenciales adoptadas para mitigar cada uno de estos riesgos.

2.1 EXCESIVO CRECIMIENTO DEL CRÉDITO

Un moderado nivel de crecimiento del crédito ayuda a que las empresas puedan financiar sus proyectos y expandirse, y también a que los hogares puedan suavizar su consumo y financiar sus inversiones (reales o financieras) durante su ciclo de vida.

GRÁFICO 1. Tasa de crecimiento anual de los créditos (porcentaje)

FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

No obstante, una excesiva expansión del crédito, sobre todo si no es acompañada por un crecimiento afín en la actividad económica, puede ser perjudicial. Este tipo de escenario propicia la gestación de problemas potenciales, como el crecimiento desmesurado del consumo y el sobreendeudamiento, más aún si los flujos de caja de las empresas u hogares no resultan ser suficientes para enfrentar la carga financiera producto de sus acreencias, lo que puede poner en riesgo la solvencia de las instituciones financieras. Asimismo, un excesivo crecimiento del crédito, por lo general, está acompañado de condiciones crediticias más flexibles por parte de las entidades financieras, lo que a la larga tiende a generar un mayor nivel de incumplimiento de los prestatarios, poniendo en peligro la solidez del sistema financiero, vulnerando su estabilidad, e incluso incubando la formación de una crisis financiera.

En el Perú, la estabilidad macroeconómica lograda en las últimas dos décadas, coadyuvó a lograr un crecimiento sostenido de la actividad económica, acompañado de un mayor financiamiento interno. Si bien desde ya hace varios años se ha venido robusteciendo el sistema financiero mediante una regulación más exigente y se han registrado menores niveles de morosidad, se observó una aceleración del crecimiento del crédito principalmente desde 2007, alcanzando tasas anuales superiores al 20%³, lo que podía generar futuros problemas en el sistema financiero y en la economía en general (ver Gráfico 1).

Con la finalidad de moderar el crecimiento del crédito total del sistema financiero se implementaron principalmente dos medidas que se aplicaron a todos los créditos en general: las provisiones procíclicas y los mayores encajes bancarios. Asimismo, se estableció una medida en particular para moderar el crecimiento de los créditos de consumo e hipotecarios, los que venían acelerando fuertemente su crecimiento: mayores requerimientos de capital.

³ A mediados de los años 90, como consecuencia de la liberalización financiera, se registraron elevados crecimientos anuales del crédito, superiores al 20%; sin embargo, a medida que la actividad económica se desaceleraba y producto del contagio de la crisis asiática, así como del fenómeno del Niño, se originó una fuerte restricción del crédito y elevados niveles de morosidad, lo que desencadenó en una crisis bancaria.

Provisiones procíclicas

Las provisiones procíclicas, llamadas en la literatura provisiones dinámicas, son utilizadas para reducir la positiva y significativa relación entre el crecimiento de los créditos del sistema financiero y el ciclo económico. Esta relación positiva ocurre porque las entidades financieras son propensas a otorgar créditos en mayor medida en la fase expansiva del ciclo, cuando los indicadores de rentabilidad son adecuados y se suele registrar niveles bajos de morosidad. Por el contrario, cuando el ciclo es recesivo, las entidades financieras restringen el crédito a través de la imposición de condiciones más estrictas a sus clientes, especialmente ante un escenario desfavorable y ante pérdidas potenciales por las mayores provisiones que tendrían que realizar como consecuencia del mayor grado de morosidad de su cartera.

CUADRO 1. Esquema vigente de provisiones

Tipo de crédito	Deudor normal				
	Genérica	Procíclica		Por riesgo cambiario crediticio	
		Sin garantía	Con garantía preferible autoliquidable	Sin garantía	Con garantía
Corporativo	0.7%	0.4%	0.3%	1.0%	0.0% si es
Grandes Empresas	0.7%	0.5%	0.3%	1.0%	autoliquidable;
Medianas Empresas	1.0%	0.3%	0.0%	1.0%	0.25% si es
Pequeñas Empresas	1.0%	0.5%	0.0%	1.0%	preferida de
Microempresas	1.0%	0.5%	0.0%	1.0%	muy rápida
Consumo Revolvente	1.0%	1.5%	0.0%	1.0%	realización; y,
Consumo No Revolvente	1.0%	1.0%	0.0%	1.0%	0.5% si es
Hipotecario para Vivienda	0.7%	0.4%	0.3%	1.0%	preferida.

Tipo de crédito	Deudor con problemas potenciales				Deudor deficiente			
	Porción cubierta			Porción no cubierta	Porción cubierta			Porción no Cubierta
	Preferidas autoliquidables	Preferidas de rápida realización	Preferidas		Preferidas autoliquidables	Preferidas de rápida realización	Preferidas	
Corporativo	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Grandes Empresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Medianas Empresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Pequeñas Empresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Microempresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Consumo Revolvente	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%	1.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Consumo No Revolvente	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%	1.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Hipotecario para Vivienda	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%

Tipo de Crédito	Deudor dudoso				Deudor pérdida			
	Porción cubierta			Porción no cubierta	Porción cubierta			Porción no Cubierta
	Preferidas autoliquidables	Preferidas de rápida realización	Preferidas		Preferidas autoliquidables	Preferidas de rápida realización	Preferidas	
Corporativo	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Grandes Empresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Medianas Empresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Pequeñas Empresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Microempresas	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%
Consumo Revolvente	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%	1.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Consumo No Revolvente	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%	1.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Hipotecario para Vivienda	1.00%	1.25%	2.50%	5.00%	1.00%	6.25%	12.50%	25.00%

FUENTE: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

CUADRO 2. Reglas de activación y desactivación de las provisiones procíclicas

Activación (se cumple al menos una de las siguientes)	Desactivación (se cumple al menos una de las siguientes)
(a) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses pasa de un nivel menor al 5% a uno mayor o igual a este umbral.	(a) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses pasa de un nivel igual o mayor al 5% a uno menor a este umbral.
(b) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses se encuentra por encima del 5%, y el promedio de los últimos 12 meses es mayor en 2% a este mismo indicador evaluado un año antes.	(b) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 12 meses es menor en 4% que este mismo indicador evaluado un año antes.
(c) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses se encuentra por encima de 5% y han transcurrido 18 meses desde que la regla procíclica fue desactivada por la situación contemplada en (b) de la regla de desactivación.	

FUENTE: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

En esta coyuntura de altas tasas de crecimiento del crédito, en noviembre de 2008, la SBS publicó el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, donde estableció el carácter obligatorio de las provisiones procíclicas.⁴ En el Cuadro 1 (p. 29) se presenta el esquema vigente de provisiones según la clasificación del Deudor.

Con la publicación de esta norma, se estableció que la regla de provisiones procíclicas nacía activada desde el 1 de diciembre de 2008. Asimismo, se definieron las reglas de activación y desactivación de las mismas, de acuerdo a los criterios detallados en el Cuadro 2.⁵ Las provisiones procíclicas se realizan respecto a los saldos de las colocaciones otorgadas a deudores con clasificación de riesgo Normal y dependen del tipo de crédito. En el caso que los créditos no cuenten con garantías preferibles autoliquidables, el componente procíclico va desde 0.3% para los créditos a medianas empresas hasta 1.5% para créditos de consumo revolventes.⁶

Posteriormente, por la desaceleración de la actividad económica producto de la crisis financiera internacional, la SBS comunicó la desactivación de dicha regla, al cumplirse el apartado (b) de desactivación: el promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 12 meses, evaluado a junio de 2009 (4.6%), fue menor en 4% con respecto al mismo indicador, evaluado a junio de 2008 (10.3%). La regla se desactivó a partir del 1 de setiembre de 2009 (ver Gráfico 2, p. 31).⁷ Por su parte, la recuperación de la actividad económica en la primera mitad de 2010 determinó la pronta activación de la regla de provisiones procíclicas. Con el resultado del PBI de julio de 2010, se cumplía la regla de activación descrita en el apartado (b) el promedio de la variación porcentual anual del PBI de

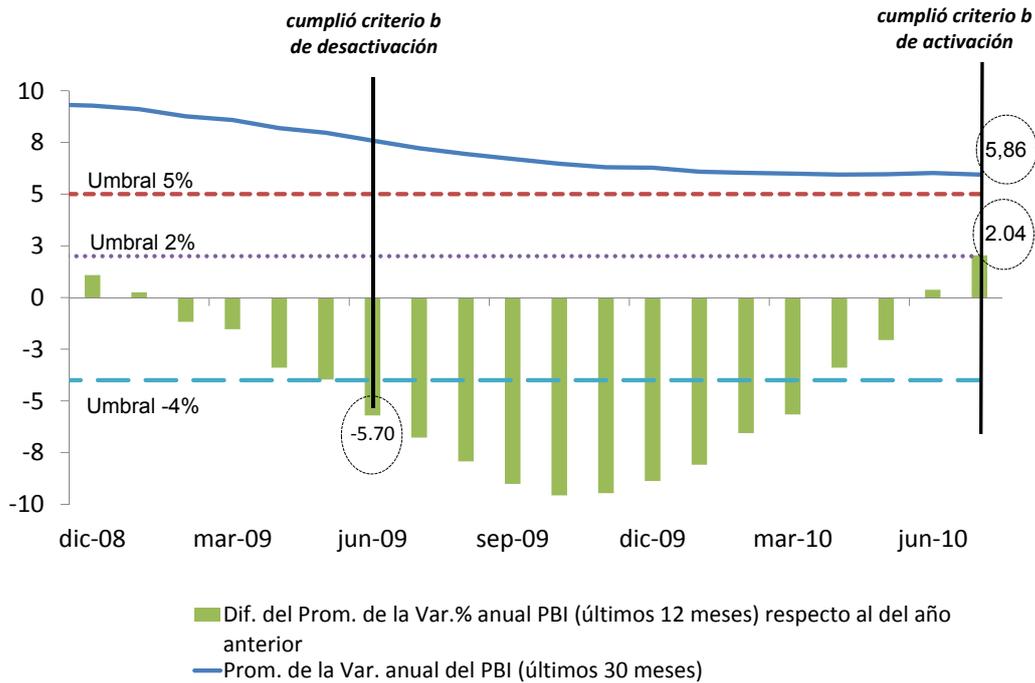
⁴ Cabe mencionar que estas provisiones están presentes desde 2003. Sin embargo, no eran obligatorias y eran consideradas como una provisión variable que se aplicaba a los créditos clasificados en la categoría Normal y con Problemas Potenciales. Además, dependían de una banda asociada a un indicador operativo (definido como el ratio entre el margen financiero neto de provisiones y los ingresos financieros). Es decir, estas provisiones no estaban asociadas directamente al ciclo económico.

⁵ Contreras (2011) realiza un ejercicio contrafactual desde 1994. Si se asume que la norma provisiones procíclicas hubiera sido publicado en enero de 1994, la provisión se hubiera activado tres veces: 1994, 1997 y 2005.

⁶ Para el caso en que cuenten con este tipo de garantías, los créditos a corporativos y a grandes empresas así como los hipotecarios, provisionan 0.3% de la porción cubierta por las garantías; mientras que el resto de los créditos no provisionan.

⁷ El rezago entre el mes que se calcula el criterio y se activa o desactiva la provisión se debe al rezago del cálculo y publicación del PBI por parte del INEI.

GRÁFICO 2. Activación y desactivación de las provisiones procíclicas

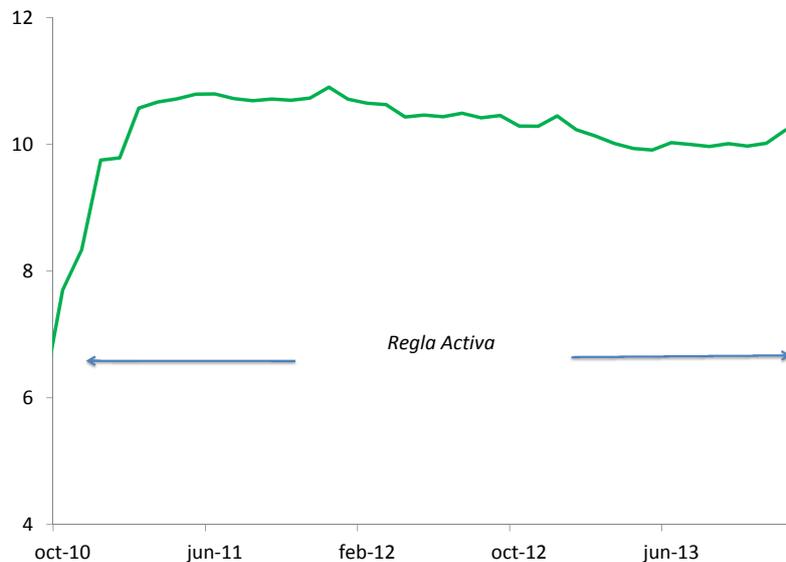


FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

los últimos 30 meses se venía ubicando por encima del umbral de 5%; y en julio de 2010, el promedio de la variación porcentual anualizada del PIB era mayor en 2% a este mismo indicador evaluado en julio de 2009 (5.80% versus 3.76%).

De este modo, la regla de provisiones permanece activa desde octubre de 2010. En el Gráfico 3 se observa que a diciembre de 2013, las provisiones procíclicas significan alrededor del 10% de las provisiones totales (0,6% del total de créditos con clasificación del deudor de Normal).

GRÁFICO 3. Provisiones procíclicas (porcentaje de las provisiones totales)



FUENTE: Balances de Comprobación.

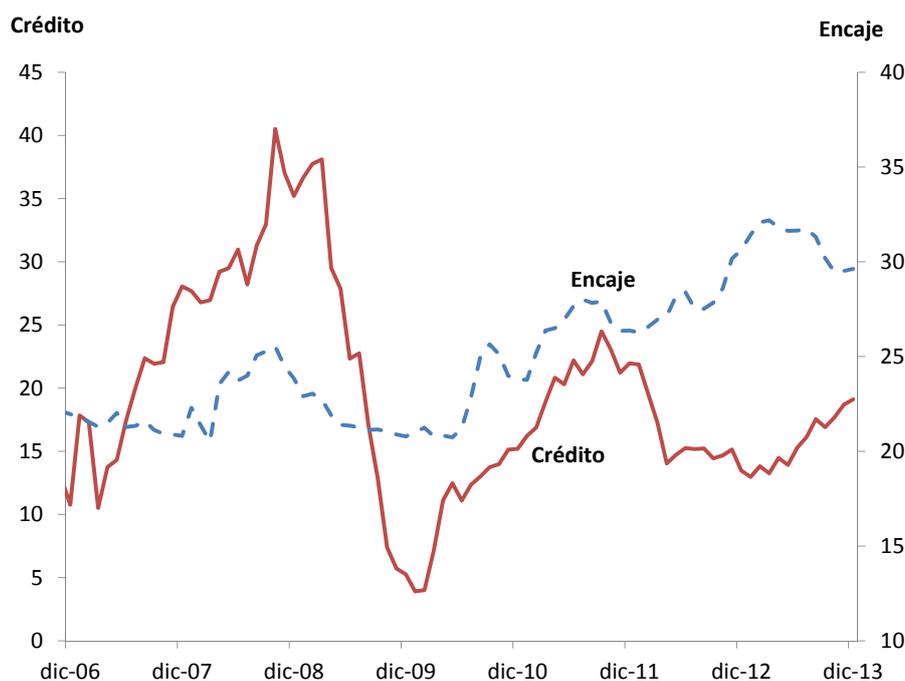
Requerimientos de encaje

Los requerimientos de encajes son la proporción de reservas de liquidez respecto a sus depósitos y obligaciones, que las entidades financieras deben mantener inamovibles en sus bóvedas y en el BCRP, con la finalidad de garantizar los fondos suficientes para hacer frente a los retiros de sus clientes. Estos requerimientos varían dependiendo de la estructura de pasivos y, si bien la base sobre la cual se aplican por lo general son obligaciones o pasivos, pueden estar vinculados al comportamiento de los activos de las entidades financieras. Es decir, se puede establecer por ejemplo, que el porcentaje de encaje aplicable a los depósitos estará en función del crecimiento del crédito.

Gray (2011) sugiere tres razones para establecer requerimientos de encajes: (1) prudencial, para proporcionar protección tanto para el riesgo de liquidez como de solvencia (sin embargo, considera que estos riesgos están mejor cubiertos con la regulación y supervisión financiera, a través de exigencias de capital regulatorio y de adecuados indicadores de liquidez); (2) control monetario, a través del multiplicador monetario y el control del crecimiento del crédito; y (3) manejo de liquidez, para reducir la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo cuando es producto de un choque de liquidez no anticipado, lo que incentiva la negociación del mercado interbancario y el desarrollo del mercado de capitales. León y Quispe (2010) discuten de las ventajas y desventajas del uso del encaje como instrumento de política monetaria no convencional.

En el Cuadro 3 (p. 33) se detalla los principales cambios en los requerimientos de encajes entre 2006 y 2013. En el caso peruano, un propósito de la elevación de encajes ha sido moderar y estabilizar el crecimiento del crédito. Este instrumento macroprudencial ha venido funcionando de modo contracíclico. Así, en el periodo previo a la agudización de la crisis financiera internacional en setiembre de 2009, se elevaron los requerimientos de encaje para atenuar el crecimiento del crédito; sin embargo, ante la incertidumbre de los mercados financieros y para incentivar la actividad económica que se desaceleraba, posteriormente fueron reducidos. Véase el Gráfico 4.

GRÁFICO 4. Crecimiento de los créditos y encaje promedio de los depósitos (porcentaje)

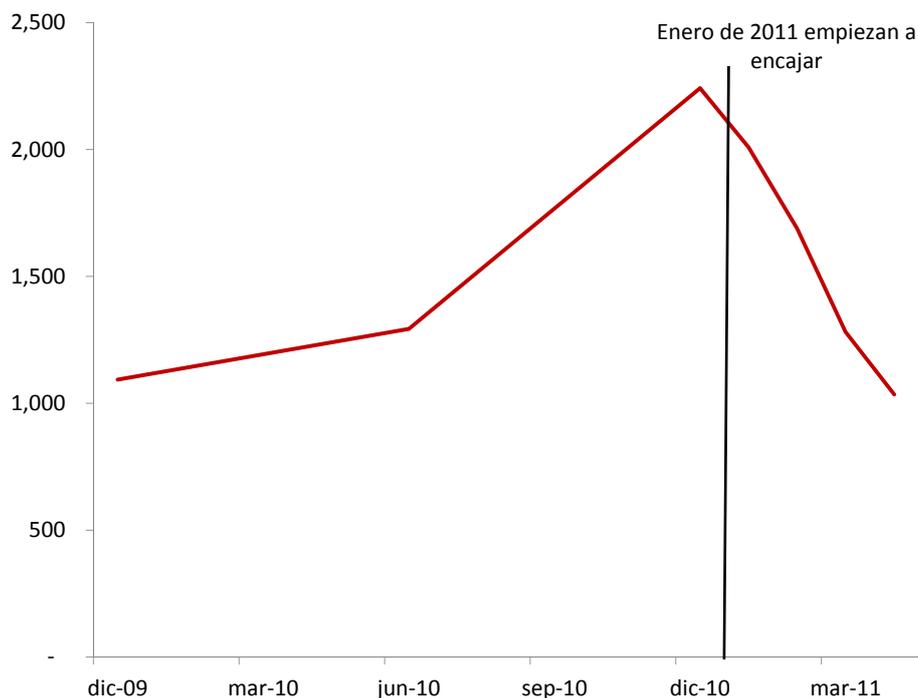


FUENTE: Balances de Comprobación y Banco Central de Reserva del Perú.

CUADRO 3. Requerimientos de encaje de 2006 a 2013

	Moneda nacional						Moneda extranjera				
	Tasa de encaje mínimo legal	Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tasa de encaje para no residentes	Tope tasa de encaje medio	Encaje medio	Régimen General			Adeudados externos de corto plazo	Encaje medio
							Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio		
Dic.06	6%	6%	--	--	--	6%	30%	--	--	30%	30%
Oct.07	6%	6%	--	--	--	6%	30%	--	--	30%	30%
Nov.07	6%	6%	--	--	--	6%	30%	--	--	30%	30%
Dic.07	6%	6%	--	--	--	6%	30%	--	--	30%	30%
Ene.08	6%	6%	--	--	--	6%	30%	--	--	30%	29%
Feb.08	7%	15%	--	--	--	8%	40%	--	--	40%	29%
Mar.08	7%	15%	--	15%	--	9%	40%	--	--	40%	29%
Abr.08	8%	20%	--	40%	--	13%	40%	--	--	40%	31%
May.08	9%	25%	--	120%	--	12%	45%	--	--	45%	31%
Ago.08	9%	25%	--	120%	--	12%	49%	--	--	49%	31%
Set.08	9%	25%	--	120%	--	11%	49%	--	--	49%	31%
Oct.08	9%	25%	--	120%	--	12%	49%	--	--	0%	33%
Nov.08	9%	9%	--	120%	--	9%	35%	--	--	0%	33%
Dic.08	9%	9%	--	35%	--	9%	35%	--	--	0%	33%
Ene.09	8%	8%	--	35%	--	8%	30%	--	--	0%	33%
Feb.09	7%	7%	--	35%	--	7%	30%	--	--	0%	33%
Abr.09	6%	6%	--	35%	--	6%	30%	--	--	0%	33%
Dic.09	6%	6%	--	35%	--	6%	30%	--	--	0%	33%
Ene.10	6%	6%	--	35%	--	6%	30%	--	--	0%	33%
Feb.10	6%	6%	--	35%	--	6%	30%	--	--	35%	32%
Jul.10	7%	7%	--	40%	--	7%	35%	--	--	40%	33%
Ago.10	9%	12%	--	50%	--	8%	45%	0.10%	--	65%	35%
Set.10	9%	15%	--	75%	--	9%	50%	0.20%	--	75%	37%
Oct.10	9%	25%	--	120%	--	11%	55%	0.20%	--	75%	37%
Dic.10	9%	25%	--	120%	--	12%	55%	--	--	75%	36%
Ene.11	9%	25%	--	120%	--	12%	55%	--	--	60%	35%
Dic.11	9%	25%	--	120%	--	14%	55%	--	--	60%	38%
May.12	9%	30%	0.50%	120%	--	16%	55%	0.50%	--	60%	40%
Set.12	9%	30%	0.50%	120%	--	17%	55%	0.50%	--	60%	39%
Oct.12	9%	30%	0.50%	120%	--	18%	55%	0.50%	--	60%	40%
Nov.12	9%	30%	0.75%	120%	--	19%	55%	0.75%	--	60%	41%
Dic.12	9%	30%	--	120%	--	19%	55%	--	--	60%	41%
Ene.13	9%	30%	0.25%	120%	--	19%	55%	0.75%	--	60%	42%
Feb.13	9%	30%	--	120%	--	20%	55%	1.00%	--	60%	43%
Mar.13*	9%	30%	--	120%	--	20%	55%	0.50%	--	60%	43%
Abr.13	9%	30%	--	120%	--	20%	55%	0.25%	--	60%	43%
Jun.13	9%	30%	--	120%	20%	20%	55%	--	--	60%	43%
Jul.13	9%	30%	--	120%	20%	20%	55%	--	--	60%	44%
Ago.13	9%	25%	--	120%	19%	19%	50%	--	45%	50%	43%
Set.13	9%	20%	--	120%	17%	17%	50%	--	45%	50%	43%
Oct.13**	9%	16%	--	120%	16%	16%	50%	--	45%	50%	43%
Nov.13	9%	16%	--	120%	16%	16%	50%	--	45%	50%	44%
Dic.13	9%	15%	--	120%	15%	15%	50%	--	45%	50%	44%

NOTAS: * Se estableció un encaje adicional de 0.75% y 1.50% para las entidades cuyo saldo del crédito hipotecario y vehicular otorgado en dólares, sea mayor a 1.1 y 1.2 veces dicho saldo a febrero de 2013 ó 20% y 25% del patrimonio efectivo al cierre de 2012, el que resultase mayor. ** Se estableció un encaje adicional de 1.5%, 3% y 5% para las entidades cuyo saldo promedio diario de crédito en moneda extranjera, excluyendo los créditos para comercio exterior, supere 1.05, 1.10 y 1.15 veces el saldo de crédito de setiembre de 2013, respectivamente.

GRÁFICO 5. Colocaciones de las sucursales del exterior (millones de US\$)

FUENTE: Instituciones Financieras y Superintendencia de Bancos de Panamá.

Además, al observarse que las sucursales del exterior de las entidades financieras locales venían otorgando créditos a empresas locales, especialmente corporativas, el BCRP estableció en enero de 2011, que para efectos del encaje se consideren también los pasivos de esas sucursales, con lo cual se cerró la posibilidad de eludir el efecto de la norma del encaje (ver Gráfico 5).

Requerimientos de patrimonio efectivo por créditos de consumo e hipotecarios

Los créditos a los hogares experimentaron un fuerte dinamismo en los últimos años. Así, entre diciembre de 2002 y diciembre de 2012, los créditos de consumo e hipotecarios otorgados por el sistema financiero crecieron a una tasa promedio anual de 17.3% y 19.3%, respectivamente. Con ello, incrementaron su participación en el total de créditos de 11.3% a 20.6%, en el caso de los créditos de consumo y de 9.2% a 14.6%, en el caso de los créditos hipotecarios.

Con la finalidad de incentivar a las entidades financieras a aplicar estándares más estrictos para los créditos a los hogares, la SBS exigió, en noviembre de 2012, un mayor requerimiento de Patrimonio Efectivo por riesgo de crédito para este tipo de préstamos. De acuerdo a ello, los créditos a los hogares que vienen siendo otorgados a partir de enero de 2013 deben cumplir con este mayor requerimiento.

La norma establece los factores de ponderación de riesgo de crédito correspondientes a los créditos de consumo (revolventes y no revolventes) e hipotecarios para vivienda, de acuerdo a las condiciones crediticias bajo las cuales se otorgan (plazo, moneda, tasa de interés, entre otras), de modo que reflejen de manera más adecuada el nivel de riesgo de estos créditos y con base en ello se les pueda exigir un mayor nivel de patrimonio.⁸

⁸ Los factores de ponderación de riesgo permiten reflejar el nivel de riesgo de crédito del activo o de la operación a ser ponderada. Estos factores son porcentajes que se aplica al saldo de los activos (por ejemplo, créditos o inversiones) para calcular el patrimonio efectivo que requiere una institución supervisada.

CUADRO 4. *Requerimientos de capital para créditos hipotecarios*

Créditos Hipotecario para Vivienda	Ponderación por plazo residual (años)		
	$a \leq 20$	$20 < a \leq 30$	$a > 30$
Crédito con garantía inscrita por debajo del indicador prudencial	50%	75%	100%
Crédito con garantía inscrita que excede el indicador prudencial	100%	150%	200%
Crédito sin garantía inscrita por debajo del indicador prudencial	100%	150%	200%
Crédito sin garantía inscrita que excede el indicador prudencial	150%	200%	250%

Indicador prudencial: Saldo del crédito respecto del valor del inmueble	Moneda nacional	Moneda extranjera
	Adquisición o construcción de primera vivienda a tasa fija	90%
Adquisición o construcción de primera vivienda a tasa variable o mixta	80%	70%
Otros	70%	65%

FUENTE: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

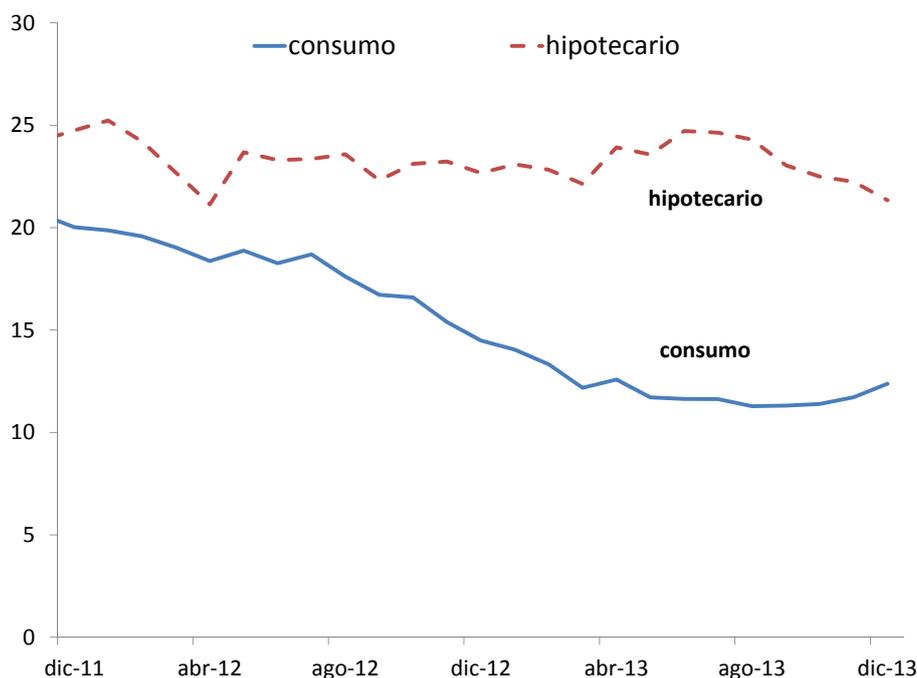
En el caso de los créditos hipotecarios, el factor de ponderación depende del ratio préstamo-valor (LTV, siglas de *loan-to-value ratio*), del vencimiento residual, si el crédito es para primera o segunda vivienda y si ha sido pactado a tasa fija o a tasa variable. Por su parte, en el caso de los créditos de consumo, depende del tipo de crédito (convenio, vehicular, revolvente, no revolvente) y de su vencimiento residual. Cabe destacar que para los créditos de consumo registrados hasta diciembre de 2012, las entidades financieras deberán ir constituyendo gradualmente un mayor patrimonio efectivo hasta diciembre de 2015. Para más detalle ver los Cuadros 4 y 5.

CUADRO 5. *Requerimientos de capital para créditos de consumo no revolvente y revolvente*

Exposiciones de consumo no revolvente	Ponderación por vencimiento residual (años)			
	$a \leq 3$	$3 < a \leq 4$	$4 < a \leq 5$	$a > 5$
Convenio descuento por planilla no revolvente	100%	150%	150%	250%
Créditos no revolventes para automóviles	100%	100%	100%	250%
Otras exposiciones de consumo no revolvente	100%	100%	150%	250%

	Exposiciones de consumo revolvente	Amortización por factor revolvente		
		$f \leq 24$	$24 < f \leq 36$	$f < 36$
Créditos otorgados a partir de enero 2013	Descuento por planilla revolvente	100%	150%	150%
	Otras exposiciones	100%	100%	150%
Créditos otorgados hasta diciembre de 2012	Descuento por planilla revolvente	150%	150%	150%
	Otras exposiciones	100%	100%	150%
(constitución gradual del requerimiento)	2014 Descuento por planilla revolvente	200%	200%	200%
	2014 Otras exposiciones	100%	150%	200%
	2015 Descuento por planilla revolvente	250%	250%	250%
	2015 Otras exposiciones	100%	150%	250%

FUENTE: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

GRÁFICO 6. Crecimiento anual de los créditos a los hogares (porcentaje)

FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

En el Gráfico 6 se puede observar que las medidas implementadas están asociadas a una desaceleración en el crecimiento de los créditos de consumo, hecho importante ante un contexto de incremento del nivel de morosidad de estos créditos. Por su parte, el crecimiento de los créditos hipotecarios se mantuvo relativamente estable. Es decir, los nuevos créditos tanto de consumo como hipotecarios otorgados desde enero de 2013 se vienen desembolsando en condiciones más estrictas, o en todo caso, con un mayor nivel de respaldo patrimonial.

2.2 ELEVADA DOLARIZACIÓN FINANCIERA Y RIESGO CAMBIARIO CREDITICIO

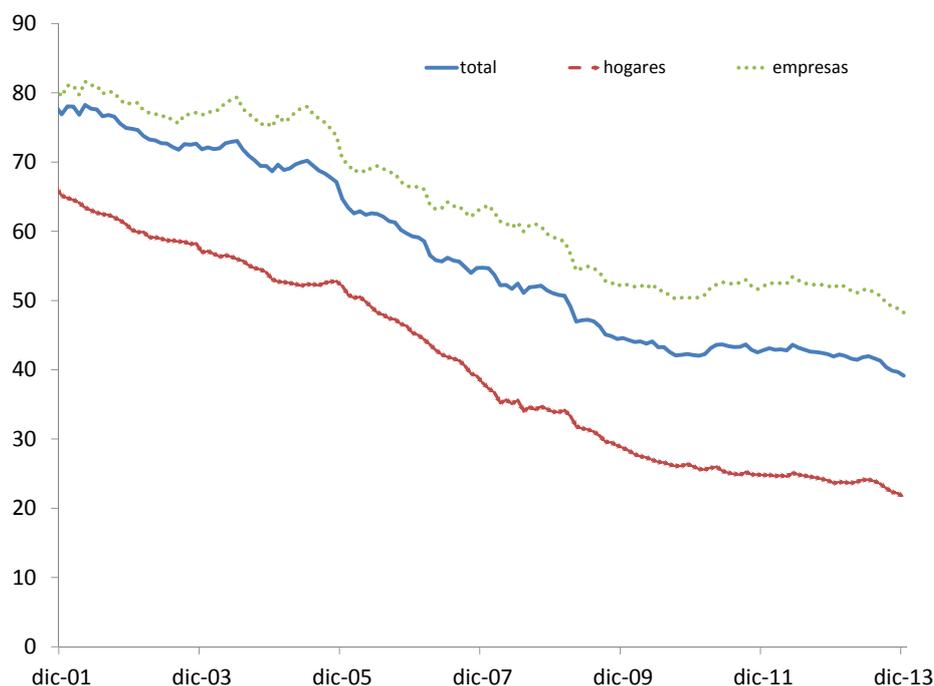
Un elevado nivel de dolarización genera riesgos potenciales cuando los agentes (intermediarios financieros, empresas y familias) presentan descalces cambiarios. Cuando esos descalces afectan a los prestatarios de las entidades financieras, esas entidades están expuestas al riesgo cambiario crediticio, aún cuando su balance propio esté cubierto o calzado. En general, un elevado endeudamiento en dólares en empresas y familias cuya mayoría genera ingresos en moneda nacional, puede originar incumplimientos en el pago de los préstamos y generar significativas pérdidas al sistema financiero ante una repentina depreciación del tipo de cambio (efecto hoja de balance).

Por otro lado, la dolarización financiera reduce la efectividad de la tasa de política monetaria y hace que se requiera un mayor nivel de reservas en dólares que permita enfrentar un escenario con liquidez restringida en moneda extranjera.

La elevada dolarización financiera⁹ en el Perú es consecuencia de la hiperinflación que ocurrió a fines de 1980, que hizo que la moneda nacional perdiera valor y llevara a que la mayoría de los agentes económicos buscara proteger su poder adquisitivo refugiándose en activos financieros denominados en dólares. Como consecuencia, se produjo también la dolarización del crédito que llegó a su punto máximo

⁹ En este documento, dolarización financiera se refiere a la dolarización de los créditos totales del sistema financiero.

GRÁFICO 7. Dolarización de los créditos (porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

en abril de 2001 cuando más del 80% de los créditos del sistema financiero estaban dolarizados. Este proceso empieza a detenerse con la estabilización de la inflación en niveles de un dígito y la introducción del régimen de metas explícitas de inflación del BCRP en el 2002. El cumplimiento del compromiso de mantener un nivel de inflación de 2.5% a fines del mes de diciembre de cada año (con una holgura de $\pm 1\%$), fue un factor importante para la desdolarización que se aceleró en los últimos años, como consecuencia de la apreciación de la moneda (ver Gráfico 7). Desde febrero de 2007, la meta de inflación es de 2% (con una holgura de $\pm 1\%$).

Asimismo, según García-Escribano (2011) la estabilidad macroeconómica, el efectivo manejo de los requerimientos de encajes y la introducción de otras medidas prudenciales como las provisiones procíclicas y los mayores requerimientos de capital por riesgo de crédito, han ayudado a reducir la dolarización en el Perú. García-Escribano y Sosa (2011) concluyen lo mismo para otros países de Latinoamérica.

Si bien la dolarización se ha reducido significativamente, aún se encuentra en niveles elevados tanto en créditos como en depósitos, lo que hace a la economía peruana más vulnerable a choques externos.¹⁰ La persistencia de la dolarización se explica en gran medida por el efecto de histéresis que mantiene el temor de una gran devaluación, a pesar del periodo de más de 15 años de inflación de un dígito.¹¹ Es importante mencionar que esta dolarización se manifiesta pese a los bajos rendimientos que ofrecen los depósitos en dólares respecto a los ofrecidos en nuevos soles, y a los costos de transacción, aunque relativamente bajos, asociados al cambiar una moneda por otra (diferencia entre la compra y venta de dólares).

¹⁰ Levy-Yeyati (2006) sugiere que las economías dolarizadas presentan menor estabilidad en la demanda por dinero, son más propensas a sufrir crisis bancarias ante depreciaciones de la moneda local y también registran menores y más volátiles niveles de crecimiento de su actividad económica.

¹¹ Ligadas en parte a la “memoria inflacionaria” de las personas que vivieron la época de la hiperinflación y cuyo nivel de patrimonio es relativamente mayor al de las nuevas generaciones.

Requerimientos de encaje diferenciados por monedas

Como se puede observar en el Cuadro 3, el Banco Central mantiene la política de exigir a las entidades financieras mayores requerimientos de encaje en moneda extranjera que en moneda nacional, con la finalidad de que éstas internalicen el costo financiero de la dolarización y a la vez encarecer y desalentar el crédito en moneda extranjera. A diciembre de 2013, los encajes medios en moneda nacional y extranjera van hasta 15% y 45%, respectivamente (ver Gráfico 8).

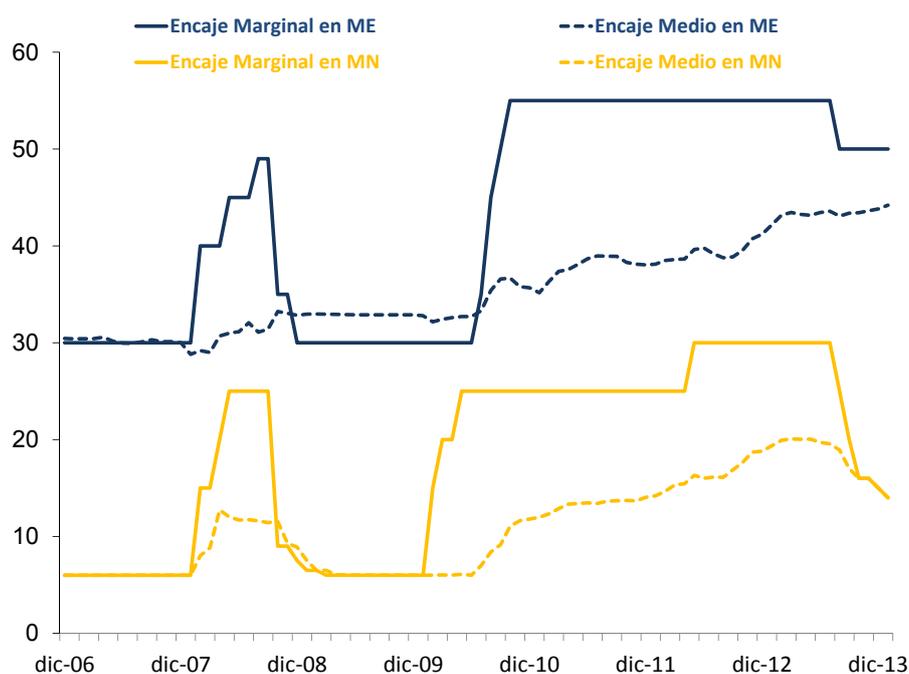
Cabe mencionar que los niveles de encaje que exige el Banco Central son más restrictivos para la mayoría de entidades que los ratios de liquidez (activos líquidos sobre pasivos de corto plazo) de 8% en moneda nacional y de 20% en moneda extranjera establecidos por la SBS.

Por otro lado, desde octubre de 2013, el BCRP estableció un encaje específico para acelerar la desdolarización financiera. Así, el encaje se aplicará a las instituciones financieras cuando su saldo de crédito en dólares (con excepción de los destinados para operaciones de comercio exterior) supere en más de 5% el saldo registrado a setiembre de 2013. De este modo, para las entidades financieras cuyo saldo promedio diario de crédito en moneda extranjera, excluyendo los créditos para comercio exterior, superó 1.05, 1.10 y 1.15 veces el saldo de crédito de setiembre de 2013, se incrementará la tasa base de encaje en 1.5%, 3% y 5%, respectivamente.

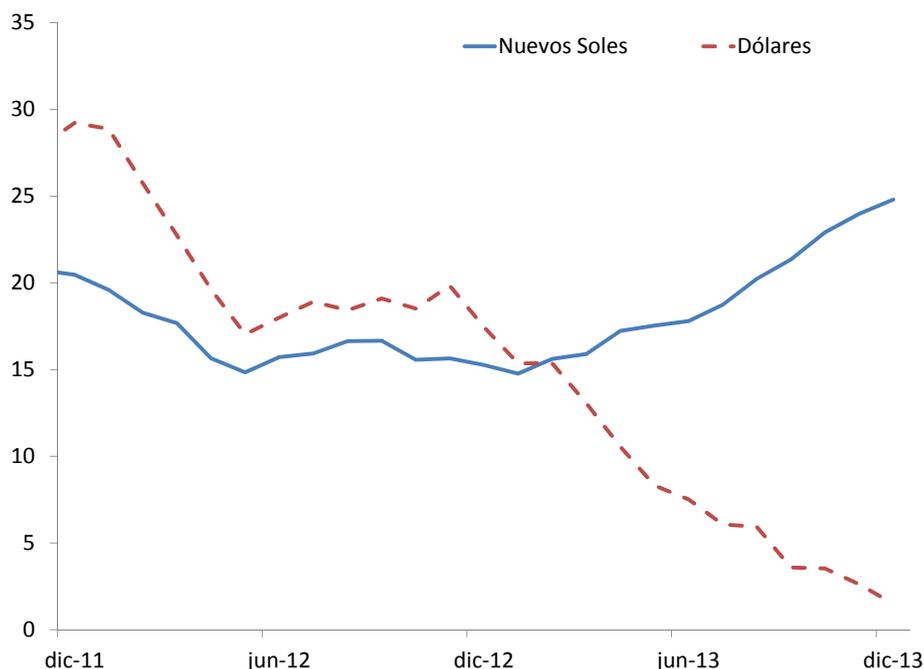
Requerimiento patrimonial por exposición al riesgo cambiario crediticio

En noviembre de 2012, con la finalidad de cubrir de mejor manera las carteras crediticias de las entidades financieras que se encuentran expuestas al riesgo cambiario crediticio o de las que no lo hayan identificado adecuadamente, la SBS incrementó de 102.5% a 108% la ponderación por riesgo de crédito a este tipo de cartera. Ello significa que las entidades financieras expuestas al riesgo cambiario crediticio terminarán teniendo mayores requerimientos de capital. En diciembre de 2013, el indicador se elevó a 104% y para

GRÁFICO 8. Tasa de encaje en moneda nacional y extranjera



NOTA: La tasa está expresada como porcentaje de las obligaciones de encaje. **FUENTE:** Banco Central de Reserva del Perú.

GRÁFICO 9. Crecimiento anual de los créditos en distintas monedas (porcentaje)

FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

fin de 2014 y 2016, alcanzará los 106% y 108%, respectivamente. Se considera que una cartera tiene riesgo cambiario cuando el deudor genera ingresos en nuevos soles y tiene deudas en dólares presentando un descalce en su estado de balance.

Como consecuencia de los mayores requerimientos de encaje y patrimonial, se observa que las entidades financieras han venido otorgando en mayor medida créditos en moneda nacional que en moneda extranjera. Como lo describe el Gráfico 9, durante el 2013, el crecimiento de los créditos en moneda nacional fue de 24.8%, mientras que en moneda extranjera fue de 1.5%, lo que contribuyó a reducir su dolarización de 41.9% a 39.2%.

Requerimientos de patrimonio efectivo para créditos hipotecarios en dólares

La dolarización de empresas se registra principalmente en las de mayor tamaño, ya que la dolarización de los créditos en las pequeñas y microempresas alcanza poco más de 10%. La dolarización de empresas corporativas es más comprensible en el sentido que muchas realizan operaciones de comercio exterior y cuentan con gerencias financieras que pueden cubrir de mejor manera su exposición cambiaria, lo que no significa que estén exentas de dicho riesgo.¹² Por el contrario, los hogares no cuentan con instrumentos que puedan cubrir su riesgo cambiario y dado su nivel de cultura financiera, es importante se tomen las medidas adecuadas para proteger e informar de mejor manera a este tipo de clientes.¹³

Dada la elevada dolarización en los créditos hipotecarios y vehiculares, la SBS y el BCRP han implementado medidas sectoriales para reducir la exposición cambiaria de las familias. Así, el mayor

¹² Chang (2013) analiza cómo el incremento del tipo de cambio en el primer semestre de 2013 impactó en los resultados operativos de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

¹³ Según la Encuesta de Cultura Financiera 2011 (Prialé y otros, 2011), sólo el 40% contestó correctamente a la siguiente pregunta: qué cantidad de dinero tendría al finalizar el primer año si dispone de S/. 100 en una cuenta de ahorros que paga una tasa de interés de 2% y se asume que no realiza ningún otro pago en esta cuenta ni retira dinero.

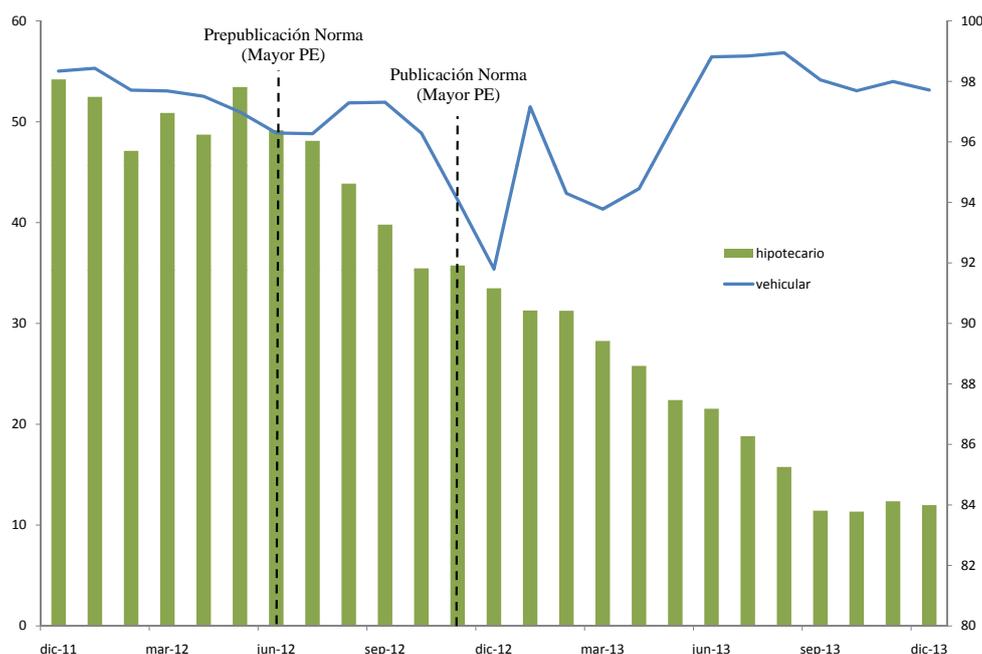
requerimiento de patrimonio tanto para créditos de consumo como hipotecario, que la SBS viene exigiendo desde enero de 2013, es más estricto para los créditos otorgados en dólares, con la finalidad de restringir aún más este tipo de créditos o, en todo caso, exigir que los bancos estén debidamente capitalizados al momento de otorgarlos. Por ejemplo, se exige un mayor requerimiento de capital a un banco que otorgue un crédito en moneda nacional para la adquisición o construcción de primera vivienda a una tasa de interés fija siempre que el LTV sea mayor a 90%; mientras que, en el caso del crédito en moneda extranjera, bastará que el LTV sea mayor a 80% para que se le exija un mayor requerimiento de patrimonio (si la tasa interés es variable, los porcentajes de LTV a partir de los cuales se requerirá un mayor capital son de 80% y 70%, respectivamente).

Encaje adicional por los créditos hipotecarios y vehiculares en dólares

Por su parte, el BCRP, a partir de marzo de 2013 estableció un encaje adicional de 0.75% y 1.50% para las entidades cuyo saldo del crédito hipotecario y vehicular otorgado en dólares, sea mayor a 1.1 y 1.2 veces dicho saldo a febrero 2013 ó 20% y 25% del patrimonio efectivo al cierre de 2012, el que resultase mayor. La aplicación de estas medidas está asociada a menores niveles de dolarización registrados en los nuevos desembolsos de créditos hipotecarios en el 2013. Así, los desembolsos realizados en diciembre de 2013 muestran un ratio de dolarización del 12% (ver Gráfico 10). No obstante, un importante grupo de hogares aún se encuentran expuestos al riesgo cambiario debido a que su deuda hipotecaria se originó en dólares. Así, aún queda pendiente la desdolarización del saldo de créditos hipotecarios desembolsados hasta diciembre de 2012.

En el caso de los créditos vehiculares, aún se observan niveles de dolarización elevados en los nuevos desembolsos. Cabe mencionar que, a diciembre de 2013, los créditos vehiculares representan 5.7% del total de créditos de consumo, y 1.1% de los créditos totales.

GRÁFICO 10. *Dolarización de los nuevos desembolsos de créditos (porcentaje)*



NOTA: Eje izquierdo: Hipotecarios; Eje derecho: Vehiculares. **FUENTE:** BCRP y SBS.

2.3 FLUJOS DEL EXTERIOR Y VOLATILIDAD CAMBIARIA

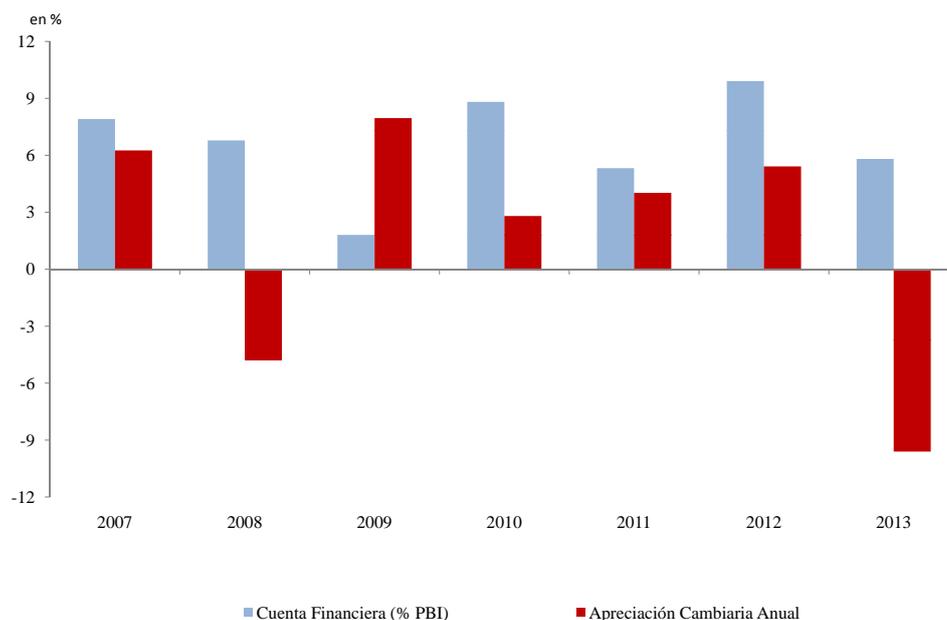
La inversión extranjera suele dirigirse a economías con estabilidad económica y con tasas de intereses atractivas que generen un *carry trade* (es decir, cuando se toma deuda en una moneda a una tasa de interés menor a la que se invierte en otra moneda). Si bien estos flujos del exterior ayudan a financiar los proyectos que se desarrollan en el país e incluso lo pueden hacer a tasas relativamente más bajas, un excesivo crecimiento de estos flujos puede generar ciertas vulnerabilidades en la economía, a través de la formación de burbujas crediticias y la mayor volatilidad del tipo de cambio.

La excesiva entrada de capitales incrementa la disponibilidad de fondos y puede incentivar a las entidades financieras a reducir los estándares crediticios en el otorgamiento de los créditos a sus clientes, dados los elevados niveles de liquidez. Asimismo, cuando el fondeo de las entidades financieras es en su mayor parte de corto plazo, la no renovación de líneas o la repentina salida de capitales vulnera la estabilidad del sistema financiero y de la economía en general, especialmente en una economía con elevado nivel de dolarización.

Por otro lado, una correlación elevada y positiva entre la cuenta financiera y los movimientos del tipo de cambio, genera una significativa apreciación de la moneda, tal como ocurrió con el Nuevo Sol, que muestra una tendencia apreciatoria, salvo en el 2008 y 2009 cuando se observa que la rápida reacción del tipo de cambio anticipa la reducción de flujos de capital del año siguiente; y en el 2013 por la disminución de la cuenta financiera respecto al año anterior, producto de la amortización de créditos del exterior por parte de la banca y la salida de capitales de corto plazo, ante la expectativa del anuncio de la reducción del estímulo monetario (*tapering*) de la Reserva Federal de Estados Unidos. Ver Gráfico 11.

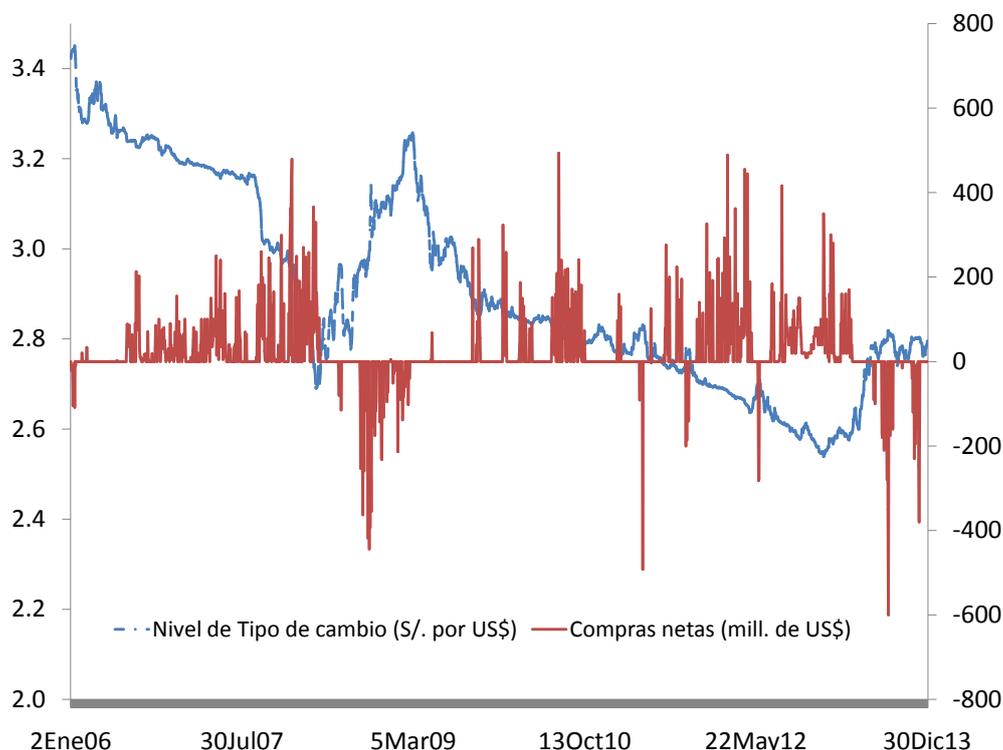
Como se discute en Rossini y otros (2008) y Rossini y otros (2013), una respuesta ante la significativa entrada de capitales han sido la política de intervención cambiaria del BCRP con el propósito de reducir la excesiva volatilidad, sin afectar la tendencia del tipo de cambio que se deriva de los fundamentos económicos. Estas intervenciones se realizan debido a la elevada dolarización financiera que genera

GRÁFICO 11. Cuenta financiera y apreciación cambiaria (porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

GRÁFICO 12. Tipo de cambio e intervención cambiaria



FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

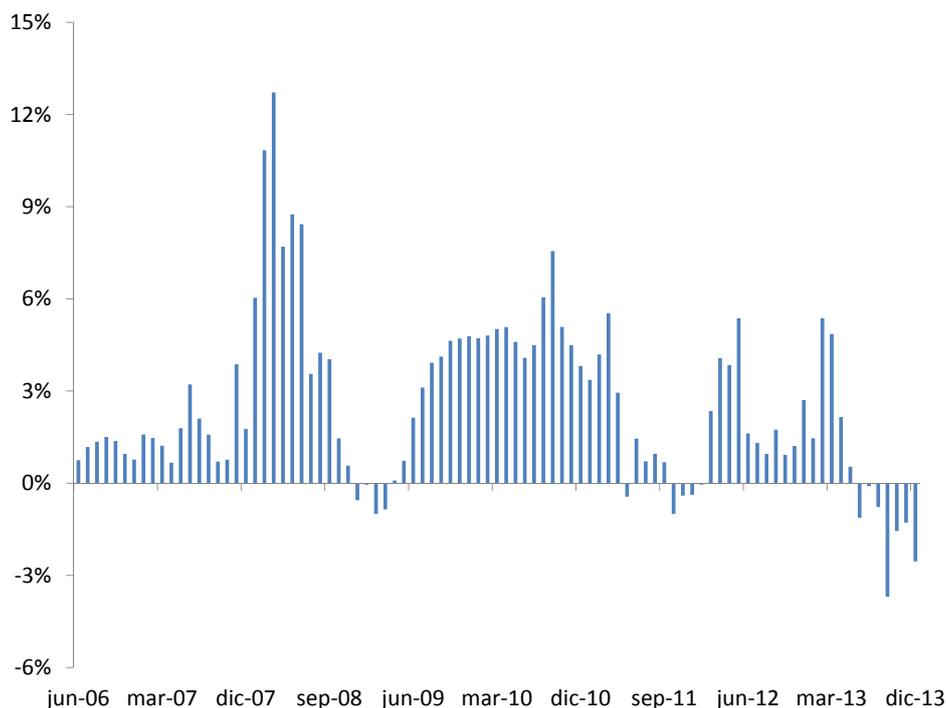
incertidumbre en las decisiones de los agentes sobre las inversiones o financiamientos, en coyunturas de grandes fluctuaciones en el tipo de cambio, lo que puede repercutir en la solvencia tanto de los deudores como de las instituciones financieras.

Como se observa en el Gráfico 12, el BCRP ha comprado dólares cuando el tipo de cambio se ha reducido, mientras que los ha vendido cuando el tipo de cambio se ha incrementado. Cabe mencionar que el incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN), ante la significativa compra de moneda extranjera en los últimos años, ha permitido que el BCRP tenga los recursos para afrontar una salida abrupta de capitales o algún problema de crisis de liquidez.

Los flujos de capital especulativos son los que generan más inestabilidad en los mercados financieros debido a su volatilidad por la búsqueda constante de *carry trade*. Esta estrategia pretende aprovechar la mayor tasa de interés que se paga en el mercado local respecto a la pagada en el exterior. Adicionalmente, se podría generar también ganancias cambiarias.

Así, estos agentes se fondean en el mercado externo, luego venden sus dólares en el mercado *spot* y depositan el importe en Nuevos Soles en un instrumento en moneda nacional, y a la vez adquieren un contrato *forward* para cubrirse de las fluctuaciones del tipo de cambio. En el Gráfico 13 (p. 43), se simula este proceso de *carry trade* con frecuencia mensual para cuantificar los rendimientos anualizados que pudieron obtener los no residentes al realizar esta estrategia.¹⁴ Se observa que los mayores rendimientos fueron obtenidos en marzo de 2008, alcanzando niveles de 12.7%. Cabe mencionar que, en muchas

¹⁴ Se ha supuesto que su costo de fondeo es de LIBOR + 0.5% y que el rendimiento del instrumento en moneda nacional donde se invierte es la tasa de interés promedio del Bono del Tesoro Peruano a 10 años.

GRÁFICO 13. *Carry Trade de no residentes (rendimiento anualizado)*

NOTA: Simulación de retornos de la estrategia *carry trade*. **FUENTE:** BCRP y Bloomberg.

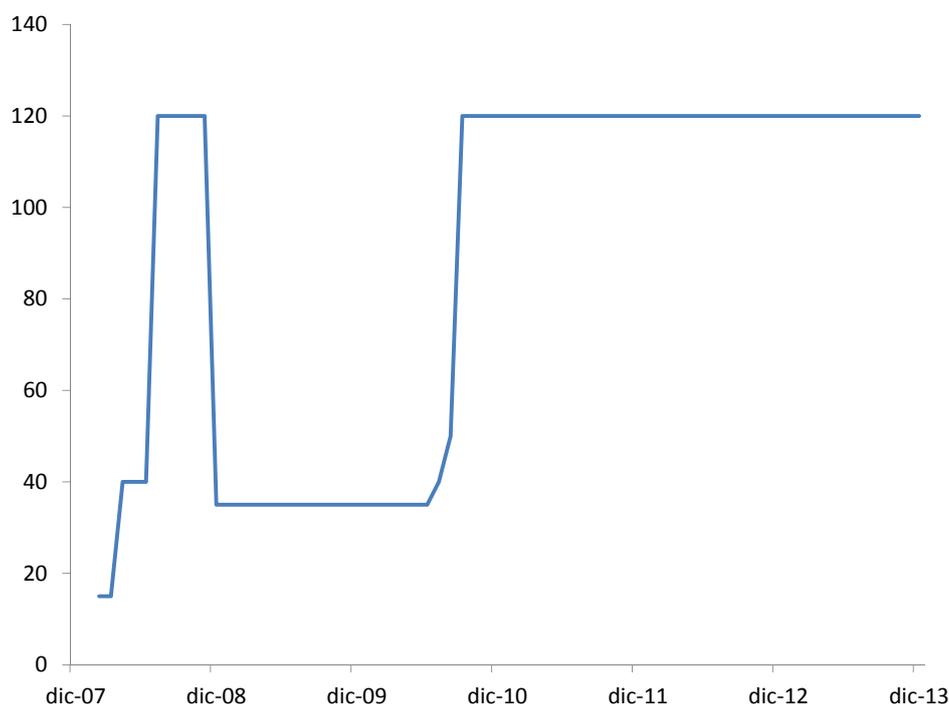
operaciones, estos agentes no tomaban la cobertura cambiaria respectiva lo que los exponía al riesgo cambiario; sin embargo, ante la tendencia apreciatoria de la moneda local, al final de la operación obtenían ganancias cambiarias. Asimismo, la fuerte entrada de dólares a la economía peruana presionaba al tipo de cambio a la baja, lo que incentivaba a los agentes a ofertar dólares en el mercado *forward* que finalmente originaba un menor nivel de tipo de cambio (profecía autocumplida).

Con el fin de desincentivar el ingreso de flujos de capitales especulativos y evitar así las fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio, el BCRP implementó las medidas que se describen a continuación.

Requerimiento de encaje a depósitos de no residentes

A fin de reducir la rentabilidad de los capitales extranjeros que eran convertidos a nuevos soles por el *carry trade*, en abril de 2008 el BCRP estableció un encaje de 40% para los depósitos en moneda nacional de los no residentes, y en julio del mismo año lo elevó a 120%, con lo cual el retorno de dichos depósitos se hizo negativo. Este encaje se redujo rápidamente a 35% en el 2009 con la finalidad de amortiguar una posible salida abrupta de capitales de corto plazo que pudiera afectar el sistema financiero, como consecuencia de la agudización de la crisis financiera internacional. No obstante, desde setiembre de 2010, en una situación de mayor estabilidad en los mercados, el BCRP restituyó el encaje de 120% y lo viene manteniendo con la finalidad de desincentivar el ingreso de capitales especulativos de corto plazo (ver Gráfico 14, p. 44).

Adicionalmente, para desalentar la adquisición por parte de inversionistas no residentes, de Certificados de Depósitos (CD) emitidos por el Banco Central, en julio de 2010, el BCRP impuso una comisión de 4% sobre el valor de las transferencias de CD y de CD Reajustables efectuadas a terceros por instituciones financieras; asimismo, en octubre de 2010, se sustituyen los CDs por depósitos a plazo para evitar la reventa de estos títulos a inversionistas no residentes.

GRÁFICO 14. *Encaje a depósitos de no residentes (porcentaje)*

FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

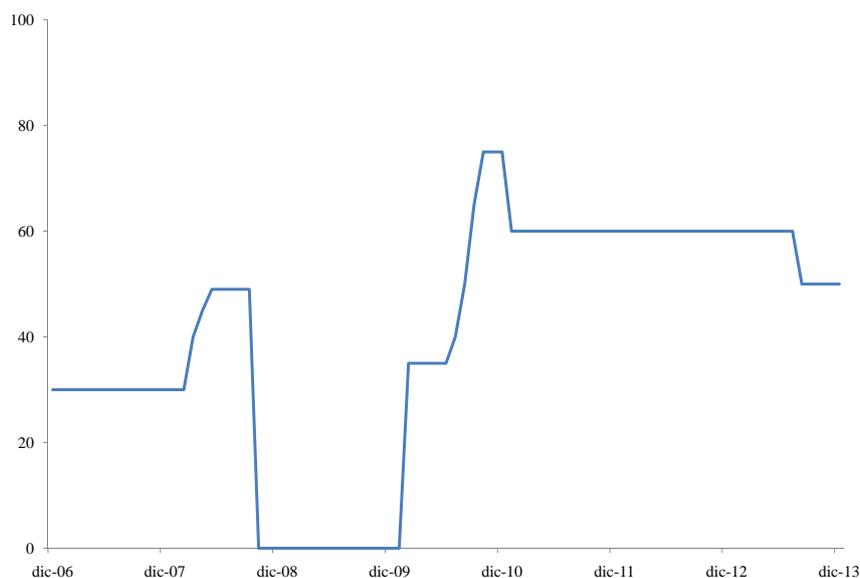
Requerimientos de encaje a adeudados externos de corto plazo

Los encajes a los adeudados del exterior se mantuvieron en 30% hasta febrero de 2008. Sin embargo, para evitar que las entidades financieras siguieran fondeándose en el corto plazo y así reducir su exposición a las vulnerabilidades del mercado internacional, se empezó a incrementar gradualmente el encaje a la deuda de corto plazo con el exterior, alcanzando el 49% en setiembre de 2008 (Ver Gráfico 15, p. 45).

Dado el contexto de agudización de la crisis financiera internacional, el BCRP eliminó estos encajes en octubre de 2008, para compensar la restricción en la liquidez que podía producir un posible corte de líneas del exterior o una salida de capitales. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió a fines de los noventa, cuando los bancos del exterior cancelaban o no renovaban las líneas de créditos a los bancos locales; en el 2008, los bancos locales decidieron por su cuenta amortizar parte de estas líneas o no renovarlas, debido a que tenían suficiente liquidez. Así, a setiembre de 2008, menos del 35% de los adeudados del exterior correspondían a deuda de corto plazo.

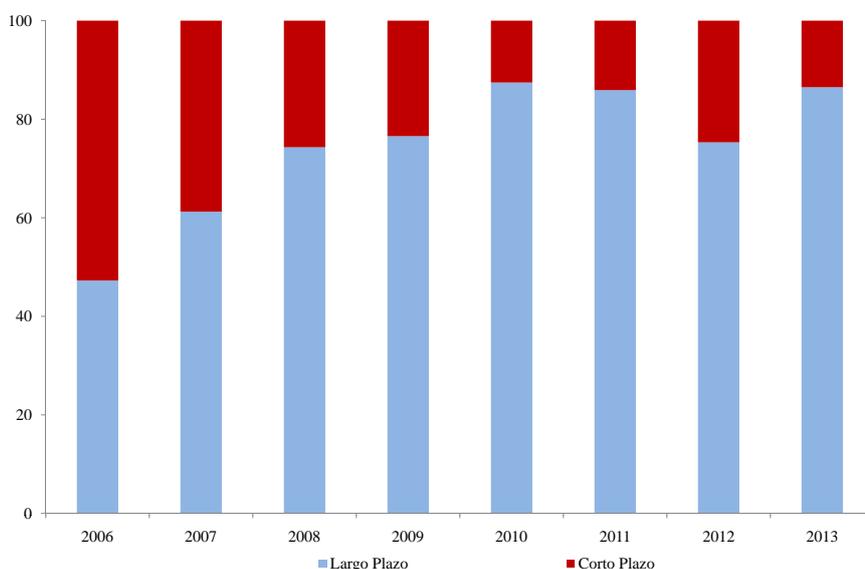
Desde febrero de 2010, ante el gran ingreso de capitales, el BCRP volvió a establecer un encaje de 35% al adeudado de corto plazo de los bancos, elevándolo gradualmente hasta 75% en octubre de 2010. Ello indujo a la banca a alargar la duración de sus pasivos con el exterior. Entre enero de 2011 y julio de 2013, el encaje se estableció en 60%; aunque, a partir de agosto de 2013 se redujo a 50%.¹⁵ Con ello, como se observa en el Gráfico 16 (p. 45), a diciembre de 2013, la participación de adeudos del exterior de largo plazo respecto al total de adeudados del exterior es mayor a 85%, lo que hace más estable esta fuente de financiamiento que suele ser muy volátil y que a su vez permite financiar créditos a familias y empresas a mayores plazos.

¹⁵ Es necesario precisar que, a partir de mayo de 2012, el encaje de los adeudados de corto plazo se aplica a los de duración igual o menor a 3 años (antes era igual o menor a 2 años).

GRÁFICO 15. *Encaje de adeudados externos de corto plazo (porcentaje)*

FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú.

Por otro lado, desde mayo de 2012, el BCRP impuso un encaje de 20% a los adeudados y bonos de largo plazo en moneda extranjera mayor a tres años, siempre que esta fuente de financiamiento exceda 2.5 veces el patrimonio efectivo (PE). A diciembre de 2013, el esquema vigente es el siguiente: los adeudados y bonos del exterior así como las obligaciones del mismo tipo en moneda nacional, encajan 20% si exceden entre 2.2 veces el PE al 31 de diciembre de 2012 de la entidad y S/. 400 millones. Este límite será equivalente al monto mayor entre 2.5 veces el PE al 31 de diciembre de 2012 y S/. 400 millones, si el monto de dichas obligaciones en moneda extranjera no supera las 2 veces el PE a esa fecha. A diciembre de 2013, se observa que los adeudados del exterior representaron el 17% de los créditos del sistema financiero, nivel inferior alcanzado en mayo de 2012 (23%).

GRÁFICO 16. *Adeudados del exterior (porcentaje)*

FUENTE: Balances de Comprobación.

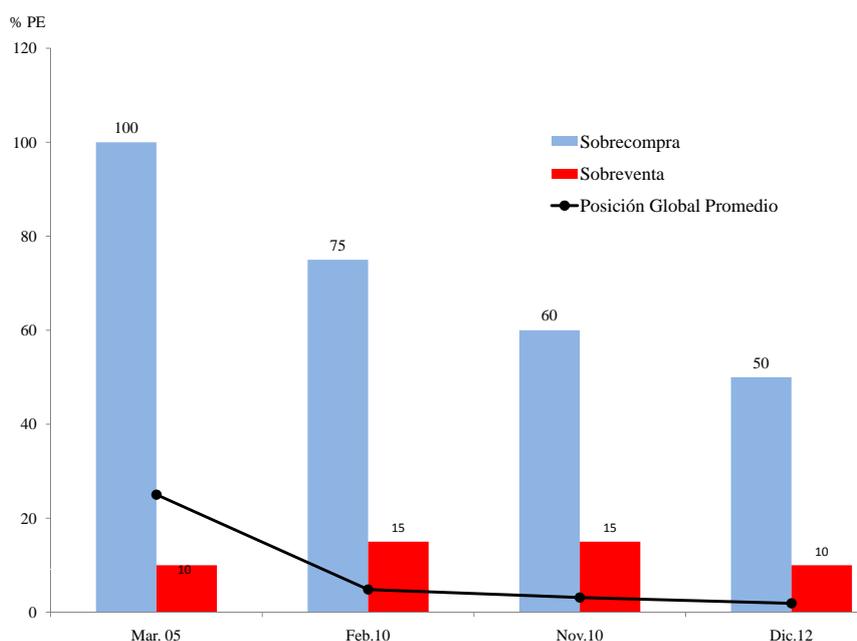
Límites a la exposición cambiaria de las instituciones financieras

La exposición cambiaria de las entidades del sistema financiero se identifica mediante la posición de cambio contable y la posición de cambio global. La primera se calcula como la diferencia entre los activos en moneda extranjera menos los pasivos en moneda extranjera; la segunda, como la suma de la posición de cambio contable más la posición neta de derivados en moneda extranjera. Ambas usualmente son referidas como porcentaje del PE con la finalidad de cuantificar el impacto del riesgo cambiario sobre el respaldo patrimonial de las entidades financieras. Si bien la posición de cambio contable muestra la exposición cambiaria del balance, el efectivo nivel de riesgo a las fluctuaciones del tipo de cambio se muestra en la posición global, debido a que la posición en derivados de moneda extranjera puede acotar o ampliar la real exposición cambiaria.

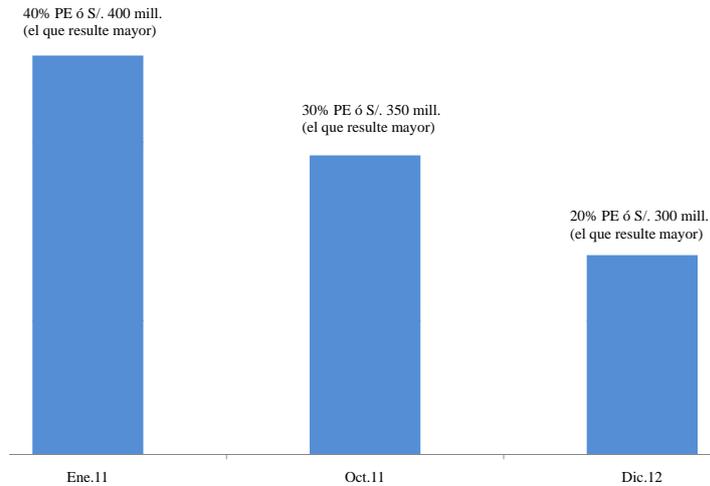
Con la finalidad de reducir la exposición cambiaria de las entidades financieras a los movimientos del tipo de cambio, la SBS ha venido reduciendo, principalmente desde febrero de 2010, los límites a la posición global de sobrecompra y sobreventa de moneda extranjera. Así, a partir de diciembre de 2012, la posición global larga puede ser de hasta 50% del PE, consistente con el nivel de dolarización; mientras que la posición global corta puede ser de hasta 10% del PE (ver [Canta y otros, 2007](#)). La reducción de los límites en febrero de 2010, motivó la disminución de la exposición cambiaria promedio de la banca, a 5% del PE desde el 25% que registró en marzo de 2005 (ver [Gráfico 17](#)). Por su parte, las posteriores reducciones permitieron un mejor calce cambiario de la banca. Cabe mencionar que, a nivel individual, las entidades bancarias registran niveles relativamente holgados comparados con los límites. A diciembre de 2013, el mayor nivel de sobrecompra y sobreventa entre los bancos fue de 42.1% del PE y 2.5% del PE, respectivamente (la posición de cambio global promedio fue de 8.2% del PE).

Asimismo, en enero de 2011 la SBS estableció un límite de 40% del PE o hasta S/. 400 millones (el que resultase mayor), al valor absoluto de posición neta de derivados en dólares de la banca. Estos límites y las posteriores reducciones realizadas en octubre de 2011 y diciembre de 2012 restringen la posición de cambio contable, lo que incentiva a reducir el nivel de dolarización financiera (ver [Gráfico 18](#), p. 47).

GRÁFICO 17. *Límite a la posición global de sobrecompra y sobreventa de dólares de la banca*



NOTA: Porcentaje del patrimonio efectivo. **FUENTE:** Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

GRÁFICO 18. Límite al valor absoluto de la posición neta de derivados en dólares de la banca

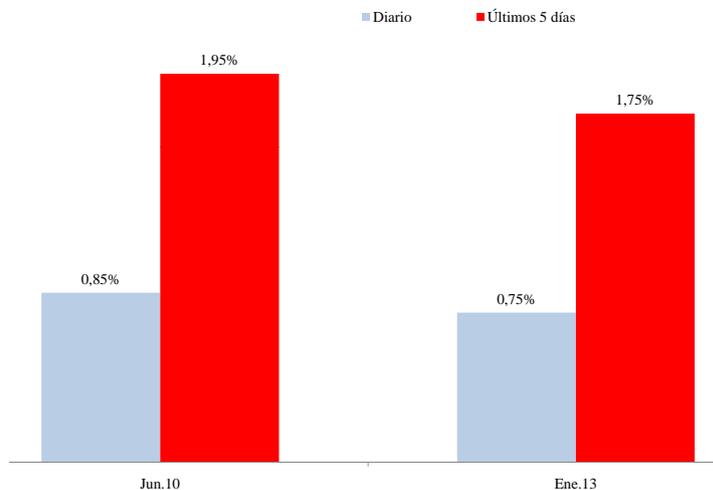
FUENTE: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

La reducción de los límites a la posición neta de derivados de la banca establece también un límite para las operaciones de los no residentes en el mercado de *forwards*, con lo cual se modera la presión de estas operaciones sobre el tipo de cambio.

Límites a la negociación de moneda extranjera de las AFPs

Con el mismo propósito, en junio de 2010, la SBS estableció límites a la negociación de compra y venta de moneda extranjera de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), dada su influencia en la volatilidad del mercado cambiario. Estas AFP, a diciembre de 2013, registran un portafolio administrado de S/. 102 mil millones (18.3% del PBI) por lo que pueden efectuar operaciones que pueden generar grandes movimientos en el mercado cambiario.

Desde enero de 2013, los límites son de 0.75% de la cartera de cada AFP para la negociación diaria de moneda extranjera, y de 1.75% para la negociación de los últimos 5 días de moneda extranjera. Estos límites incluyen tanto las operaciones en el mercado *spot* como en el de derivados (ver Gráfico 19).

GRÁFICO 19. Límite a la Negociación de compra y venta de moneda extranjera de las AFP

NOTA: Porcentaje de los fondos. FUENTE: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

2.4 OTRAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES

- En setiembre de 2010 y mediante el Reglamento para la Supervisión Consolidada de los Conglomerados Financieros y Mixtos ([Resolución SBS N° 11823-2010](#)), la SBS mejoró ciertas prácticas para la supervisión consolidada, con la finalidad de reducir el riesgo de los ahorristas y el riesgo sistémico producto de las actividades de estos grupos financieros. De esta forma, se modificó el cómputo del patrimonio efectivo de los grupos consolidables, los requerimientos patrimoniales, los límites de concentración, los límites a operaciones con personas vinculadas así como la información financiera, la gestión de riesgos y las medidas correctivas a realizar por estas entidades.
- En línea con las medidas sugeridas por el Comité de Basilea para reforzar la solvencia y el nivel de liquidez de las entidades financieras, la SBS está en proceso de adaptación e implementación de algunas de esas recomendaciones para el caso peruano.

Sobre la base del Pilar II de Basilea II, la SBS emitió en julio de 2011 el Reglamento de Patrimonio Efectivo Adicional (PEA, [Resolución SBS N° 8425-2011](#)), estableciendo un mayor requerimiento de capital por concentración individual, por sector económico y regional, por variaciones en la tasa de interés en el libro bancario y por propensión al riesgo de crédito (según Basilea II) y por fluctuaciones del ciclo económico y concentración de mercado (Basilea III). En la actualidad, se encuentra en proceso de implementación. Estos mayores requerimientos serán exigidos gradualmente y se espera que para julio de 2016 estén en plena vigencia.

Asimismo, en el Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez de diciembre de 2012 ([Resolución SBS N° 9075-2012](#)), se introdujeron los ratios de cobertura de liquidez y de inversiones líquidas, para exigir un mejor calce y estabilidad en el manejo de la liquidez de las entidades financieras. Estas disposiciones están en pleno proceso de implementación y se espera que para el año 2016 estén en plena vigencia.

- Por otro lado, el Banco Central, con el objetivo de reducir las presiones cambiarias en la economía y dar mayores alternativas a los Fondos de Pensiones para invertir, ha venido incrementando de manera gradual el límite operativo de las AFP para las inversiones en el exterior. Así, el límite se ha incrementado principalmente desde octubre de 2006, de 10.5% del portafolio a un nivel de 36.5% en diciembre de 2013.
- Asimismo, desde diciembre de 2006, la autoridad monetaria viene publicando semestralmente el Reporte de Estabilidad Financiera el cual analiza los riesgos que afectan el funcionamiento de los mercados, la situación de las instituciones y de los sistemas de pagos y propone medidas para su mitigación. De este modo, este reporte permite informar a los agentes sobre el sistema financiero en su conjunto así como alertar de vulnerabilidades que puedan afectar la estabilidad financiera.

3 CONCLUSIONES

Muchos países han implementado medidas macroprudenciales ante la necesidad de complementar la regulación y supervisión tradicionales, las cuales, como quedó demostrado en la reciente crisis financiera internacional, han resultado insuficientes para hacer frente de manera efectiva a los desequilibrios en los mercados, las instituciones y la infraestructura financiera que puedan originar riesgos sistémicos que pongan en peligro la estabilidad financiera.

En Perú, estas medidas se han venido implementando para evitar un excesivo crecimiento del crédito del sistema financiero, para reducir el impacto desestabilizador de los grandes flujos de capitales así como para acotar el riesgo cambiario.

Producto de las medidas implementadas se espera que:

- El nivel de crédito crezca a tasas más estables y sostenibles. Que los requerimientos de encaje y las provisiones procíclicas generen una trayectoria del crédito que esté menos influenciada por el ciclo económico. Asimismo, el crecimiento de los créditos hipotecarios está ahora acompañado de mejores estándares crediticios así como de un mayor nivel de requerimientos de capital, lo que es apropiado para un sector que registra un vigoroso crecimiento.
- La dolarización financiera sigue reduciéndose, especialmente en los créditos a los hogares que cuentan con una reducida sofisticación financiera y carecen de instrumentos financieros para cubrir su riesgo cambiario. Asimismo, las entidades financieras se encuentran mejor capitalizadas lo que les permitirá una mejor respuesta en caso se materialicen los riesgos presentes en los créditos en moneda extranjera.
- La significativa entrada de flujos del exterior no ha alterado la estabilidad financiera, ya que sus efectos han sido amortiguados por las medidas aplicadas que han permitido una menor volatilidad tanto en el fondeo de las entidades financieras como en el mercado cambiario. Ello a su vez ha contribuido a limitar la exposición cambiaria tanto de las instituciones financieras como de los agentes económicos, lo que finalmente repercute en una mayor solidez del sistema financiero.
- Las entidades financieras vienen fortaleciendo su solvencia y mejorando su manejo de liquidez, en línea con las recomendaciones del Comité de Basilea. Además, la vigilancia de los riesgos sistémicos se ha visto reforzada por las modificaciones en la regulación de conglomerados financieros y mixtos como por los requerimientos de capital por concentración de mercado.

Si bien los resultados de las políticas macroprudenciales en Perú vienen siendo auspiciosos, sería necesario fortalecer el marco de coordinación interinstitucional a fin de no perder de vista los temas vinculados a la estabilidad financiera ante la urgencia de las agendas individuales de los reguladores. Asimismo, en el marco de estas políticas macroprudenciales, es necesario continuar trabajando en temas que permitan estar mejor preparados para afrontar problemas críticos que pongan en riesgo la estabilidad financiera, como por ejemplo, la definición de mecanismos de resolución que hagan posible el manejo de eventuales crisis sistémicas con los menores costos y los mayores beneficios para la economía.

REFERENCIAS

- Banco de Pagos Internacionales (2010), “Macroprudential instruments and framework: a stocktaking of issues and experiences”, CGFS paper 38.
- Canta, M., P. Collazos y M. Shiva (2007), “Límites a las posiciones de cambio como mecanismo de mitigación del riesgo cambiario”, Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, *Revista de Temas Financieros*, IV(1), 119-135.
- Chang, G. (2013), “Riesgo cambiario en las empresas”, Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Moneda*, 156, 14-18.
- Contreras, A. (2011), “Buffers de capital y provisiones procíclicas”, Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Moneda*, 148, 17-20.
- Galati, G. y R. Moessner (2013), “Macroprudential policy: A literature review”, *Journal of Economic Surveys*, 27(5), 846-878.
- García-Escribano, M. (2011), “Factores que impulsan la desdolarización en el Perú”, Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Estudios Económicos*, 21, 23-40.

- García-Escribano, M. y S. Sosa (2011), “What is driving financial dedollarization in Latin America”, IMF Working Paper, 11/10.
- Goodhart, C. (2013), “La autoridad macroprudencial: Poderes, alcance y rendición de cuentas”, Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Estudios Económicos*, 25, 9-28.
- Gray, S. (2011), “Central bank balances and reserve requirements”, IMF Working Paper, 11/36.
- Hahm, J., F. Mishkin, H. Shin y K. Shin (2012), “Macroprudential policies in open emerging economies”, NBER Working Paper 17780.
- Fondo Monetario Internacional (2011), “Macroprudential policy: An organizing framework”, Washington D.C.
- Fondo Monetario Internacional (2012), “Institutional framework for macroprudential policy in Perú”, IMF Country Report 27.
- Fondo Monetario Internacional (2013), “Key aspects of macroprudential policy”, IMF Policy Paper SM13/145.
- León, D. y Z. Quispe (2010), “El encaje como instrumento no convencional de política monetaria”, Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Moneda*, 143, 8-16.
- Levy-Yeyati E. (2006), “Financial dollarization: Evaluating the consequences”, *Economic Policy*, 21(45), 61-118.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A., Otani, M. Saiyid, T. Wezel y X. Wu (2011), “Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences”, IMF Working Paper 11/238.
- Moreno, R. (2011), “Policy making from a ‘macroprudential’ perspective in emerging economies”, BIS Working Paper 336.
- Prialé G., G. Yamada, Viladegut H., I. Marin y R. Salazar (2011), “Encuesta de cultura financiera del Perú 2011 - ENFIN 2011”, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y Universidad del Pacífico.
- Rossini, R., Z. Quispe y R. Gondo (2008), “Macroeconomic implication of capital inflows: Peru 1991-2007”, BIS Papers 44.
- Rossini, R., Z. Quispe y E. Serrano (2013), “Foreign exchange interventions in Peru”, Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo 2013-16.