

## Profundizando la intermediación financiera<sup>1</sup>

*Hela Cheikhrouhou*

### *Resumen*

*Aunque ha seguido creciendo, el sistema financiero peruano es menor (en porcentaje del PBI) que el de la mayoría de los países grandes de América Latina. A finales de 2004, los activos totales del sector financiero ascendían a cerca de 35 mil millones de dólares, es decir, 53 por ciento del PBI, frente a aproximadamente 100 por ciento en el Brasil (2002) y Chile (2003), y 61 por ciento en Colombia (2003). El avance en la penetración del sistema financiero del país se ha ralentizado desde el año 2001, como ha sucedido también en muchos otros países. Aunque quedan algunas debilidades en dicho sistema en el Perú, la solidez de los bancos comerciales ha mejorado considerablemente, lo cual debe ser reforzado dada la importancia de los bancos en las transacciones financieras del país. Asimismo, cualquier crecimiento de los bancos públicos debería considerar las mejores prácticas regionales para evitar costos fiscales.*

*Una mejora significativa del acceso a los servicios financieros debe prever un papel esencial de los bancos locales, que representan 65 por ciento del sector financiero. Debería mantenerse y potenciarse el papel activo regulador y supervisor de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), desarrollarse una agenda para mejorar la gestión del riesgo,*

---

1 Este capítulo se basa en buena medida en el informe del Programa de Evaluación del Sector Financiero elaborado a principios de 2005 por un equipo conjunto del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional codirigido por James Hanson (OPD) y Rogerio Zandamela (MFD). Mario Guadamillas (LCSFF), Britt Gwinner (OPD) y Rafael Letts (FPSI Lima) también han hecho aportes. La autora agradece a Paola Granata (LCSFF) su apoyo en asegurar que las ideas estén bien reflejadas en el documento traducido al español.

*establecerse un marco eficaz para la resolución de los bancos<sup>2</sup> grandes y sopesarse cuidadosamente las ventajas y desventajas de una mayor actividad crediticia de la banca pública, procurando limitarla a bancas de segundo piso.*

*Aun cuando se han dado grandes pasos, el Perú tiene pendiente una agenda desafiante para mejorar el acceso al crédito de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME), en especial las de orientación agraria y rural, sobre la base de una estructura de préstamos más sólida, eliminando las restricciones a instrumentos alternativos de préstamo. Se ha avanzado mucho; por ejemplo, se han establecido sistemas avanzados de informes de crédito y un programa piloto de cortes comerciales. Además, las instituciones formales de microfinanzas y el arrendamiento financiero (leasing) están creciendo rápidamente. Pero es preciso expandir aún más y preservar la trayectoria crediticia; reducir los retrasos en la ejecución de las garantías; eliminar las restricciones remanentes para el desarrollo del arrendamiento financiero, el factoraje, el financiamiento garantizado mediante el depósito de mercancías y el financiamiento comercial; y promover la administración y la capacidad institucional de las instituciones de microfinanzas*

*Tras trece años de reformas los fondos privados de pensiones (FPP) se están convirtiendo en la principal alternativa de ingresos para los trabajadores peruanos jubilados; a pesar de los actuales avances en materia reguladora, los FPP siguen planteando retos significativos a los responsables políticos. Estos desafíos incluyen la baja cobertura, comisiones elevadas, la escasa competencia y el rápido crecimiento de los activos, en un contexto de restricciones sobre las inversiones en el exterior y de pobre crecimiento de los instrumentos financieros en los mercados internos de capital. Además, a medida que el sistema se acerque a la fase de pago, los responsables políticos deberán trabajar para diseñar productos para la jubilación (rentas vitalicias), regular a los intermediarios (compañías de seguros de vida) y mejorar la disponibilidad de instrumentos financieros adecuados para la gestión del riesgo de los intermediarios, así como para preservar el poder adquisitivo de los pensionistas peruanos*

## ***I. Situación actual***

### ***La estabilidad del sector bancario***

COMO OCURRE EN LA MAYORÍA DE LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS, EL SISTEMA FINANCIERO PERUANO ES PEQUEÑO EN RELACIÓN CON EL PBI DEL PAÍS, ESTÁ CENTRADO EN EL SECTOR BANCARIO Y SIGUE ESTANDO MUY DOLARIZADO. Estas características reflejan una similar herencia de elevada inflación. El sistema financiero peruano es relativamente pequeño y, aunque creció cuando se redujo la tasa de inflación, desde el año 2001 su crecimiento ha sido lento, como ha sucedido en la mayoría de los países. Los bancos, en particular, han crecido con menos rapidez que el PBI, a pesar de lo cual siguen representando más de 60

2 Del inglés **bank resolution**, proceso de intervención por las autoridades financieras para resolver de manera ordenada a bancos con problemas de solvencia.

por ciento de los activos financieros (frente a 77 por ciento en el año 2000). Al mismo tiempo, la concentración en el sector bancario se ha incrementado, ya que la participación de los cuatro bancos mayores ha aumentado de 72 por ciento a 82 por ciento de los activos bancarios totales. Esta concentración, que en un principio podría reflejar una búsqueda de economías de escala, acentúa el riesgo «demasiado grande para fallar» y pone de manifiesto la necesidad de una estricta y activa supervisión de la banca comercial. Las autoridades han tratado de dar una respuesta a este riesgo animando a todos los bancos, por ejemplo, a mantener una ratio superior al coeficiente de capital mínimo exigido por la ley.<sup>3</sup>

DESDE EL AÑO 2000, LOS BANCOS HAN EMPEZADO A OTORGAR NUEVOS TIPOS DE PRÉSTAMOS, EN PARTICULAR PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS, PRÉSTAMOS AL CONSUMO Y MICROCRÉDITOS; TRAS PERMANECER ESTANCADO DURANTE VARIOS AÑOS, EL CRÉDITO AUMENTÓ EN 2005. Los préstamos comerciales han pasado de representar 84 por ciento de los préstamos totales en el año 2000 a 66 por ciento en 2005. Las empresas nacionales de mayor tamaño han abandonado el mercado local de préstamos bancarios, debido al rápido desarrollo del mercado interno de bonos, un incremento de los beneficios empresariales no distribuidos y una mejora en las clasificaciones internacionales de valores del Perú. A su vez, los bancos peruanos están abandonando los créditos hipotecarios y otorgando más créditos al consumo y microcréditos, como ocurre en otros países. La mejor información disponible sobre los potenciales prestatarios procedente de la SBS y de las oficinas de crédito ha contribuido a elevar la rentabilidad de estas actividades. El programa estatal Mivivienda ha financiado buena parte del reciente incremento de los préstamos hipotecarios con sus préstamos de segundo piso y su programa de garantía parcial del crédito, que le han permitido satisfacer necesidades de segmentos de población que en caso contrario habrían quedado desatendidos.

LOS INDICADORES OFICIALES MUESTRAN QUE LA SOLIDEZ DEL SECTOR BANCARIO HA AUMENTADO, AUNQUE ALGUNOS BANCOS SIGUEN PRECISANDO UNA SUPERVISIÓN INTENSIVA. La razón promedio entre el capital y los activos ponderados por el riesgo ha aumentado en el sector de 12,8 por ciento en 2000 a 14,1 por ciento en 2004. Los bancos han aumentado la ratio promedio entre los activos líquidos y los activos totales y han mejorado la calidad de la cartera de préstamos y su rentabilidad. La tasa de retorno sobre el capital ha pasado de un escaso 4,3 por ciento en 2001 a 11,6 por ciento en 2004 y la tasa de retorno sobre los activos ha aumentado por encima de uno por ciento. Sin embargo, algunos bancos siguen necesitando una intensa supervisión, debido a la exposición a riesgos asociados con entidades extraterritoriales, así como a un rendimiento relativamente débil de los activos o a problemas de gobierno y propiedad empresarial.

LA SBS HA LOGRADO GRANDES AVANCES EN LA MEJORA DE LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN EN ESTOS ÚLTIMOS AÑOS. Entre las medidas reguladoras más significativas están la reducción de los límites individuales y consolidados de riesgo; la eliminación de los intangibles (*goodwill*) de los cálculos sobre adecuación del capital; la cuantificación y análisis del riesgo país, el riesgo de liquidez y el riesgo operativo; y la cuantificación y

3 La ratio mínima de recursos propios es, según la Ley de Bancos, de 9,1 por ciento. La SBS también tiene una ratio «sombra» de adecuación del capital de 10,5 por ciento que ha sido aceptada por el sector bancario.

reducción del riesgo de moneda extranjera en materia de crédito. Se ha constituido un departamento encargado del análisis de riesgos en la SBS. Y, además, este organismo ha reforzado su supervisión de las sucursales extranjeras de los bancos locales y, en términos generales, ha mejorado su capacidad de supervisión consolidada. Se está implementando un sistema de supervisión basado en las previsiones, y las inspecciones sobre el terreno han adoptado un enfoque comprensivo sustentado en el riesgo. Estas actuaciones han supuesto una mejora fundamental en el ya significativo progreso del Perú en lo que respecta al cumplimiento de los Principios Básicos de Basilea. Las insuficiencias pendientes incluyen el marco para la resolución de bancos, que puede no ser el adecuado para manejar los problemas de los grandes bancos. Por último, la SBS ha previsto la creación de un equipo para evaluar y planificar la implementación de las directivas de Basilea II.

LOS BANCOS PÚBLICOS SIGUEN REPRESENTANDO UNA PARTE SUSTANCIAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y EN ALGUNOS CASOS PLANEAN EXPANDIRSE, LO QUE PODRÍA GENERAR RIESGOS FINANCIEROS. Durante la primera mitad de la década de 1990 la mayoría de los bancos públicos peruanos cerraron debido a graves pérdidas. En la actualidad existen tres. El Banco de la Nación (7,5 por ciento del sistema financiero en 2004) hace las funciones de agente fiscal del Gobierno, le proporciona liquidez, y ofrece préstamos y servicios bancarios a los empleados del sector público y a las entidades públicas. Además de la reciente revisión de sus estatutos, el Banco de la Nación tiene previsto extender su amplia red de oficinas y elevar su ya rápido crecimiento del crédito al consumo en zonas necesitadas de financiamiento. La revisión también permite al Banco de la Nación emitir bonos, en las condiciones autorizadas por el MEF, una fuente de financiamiento que había sido eliminada en 1994. COFIDE (3 por ciento del sistema) es un banco de segundo piso que realiza funciones de intermediación en créditos multilaterales y de recuperación de préstamos anteriores. Ha ido invirtiendo cada vez más recursos en el mercado de capitales y está planeando aplicar un programa experimental de crédito y otros servicios, incluyendo el aseguramiento de riesgos climáticos. La reciente admisión de COFIDE como *aspirante* (aprendiz de mercado) en el terreno de la deuda pública debe ser cuidadosamente evaluada para ponderar los riesgos que ello podría plantear y la relevancia vinculada al mandato de la institución. *AgroBanco* empezó otorgando préstamos de segundo y de primer piso a los pequeños agricultores a finales de 2002, pero sigue siendo pequeño. Sus recursos proceden exclusivamente de asignaciones presupuestarias. La experiencia del Perú y de otros países (Brasil, México, etcétera) sugiere que los bancos públicos a menudo desplazan al sector privado, y generan costos fiscales significativos.

POR EL CONTRARIO, EL FONDO DE SEGUNDA LÍNEA MIVIVIENDA HA APORTADO A LOS PRESTAMISTAS HIPOTECARIOS PRIMARIOS FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO POR UN VALOR TOTAL DE 404 MILLONES DE DÓLARES, DIRIGIDO A LOS HOGARES DE INGRESOS MODERADOS Y BAJOS. El Gobierno peruano creó Mivivienda (FMV) como un fondo de segundo piso en 1999. Además de su función como proveedor de financiamiento a largo plazo a los bancos privados, el FMV ofrece un seguro contra el incumplimiento de los préstamos hipotecarios que indemniza parcialmente a los prestamistas y dirige un programa de subsidios de tasas de interés para los prestatarios de ingresos moderados y bajos. Los créditos del FMV generaron más de 180 millones de dólares en préstamos en 2004, lo

que representa cerca de 25 por ciento de la producción total del Perú y 70 por ciento del crecimiento neto de la cartera de vivienda. Los créditos del FMV representan alrededor de 0,5 por ciento del PBI peruano. El incumplimiento de estas hipotecas ha sido inferior a 0,5 por ciento anual.<sup>4</sup>

### ***Mejorar el acceso al crédito de las MIPYME<sup>5</sup>***

EL MICROCRÉDITO SE HA INCREMENTADO CONSIDERABLEMENTE Y EL ACCESO A LOS SERVICIOS BANCARIOS HA AUMENTADO, DOMINADO POR LOS BANCOS Y POR LAS CAJAS MUNICIPALES, PERO DADA LA ACTUAL TASA DE CRECIMIENTO CERCANA AL 2 POR CIENTO DEL PBI, AÚN EXISTE UN POTENCIAL DE CRECIMIENTO SI SE CONTROLARA EL RIESGO DE SOBREENDEUDAMIENTO. El número de oficinas bancarias y de cajeros automáticos ha aumentado, y el número de prestatarios de bancos y cajas ha crecido en más de 50 por ciento desde 2001. Los principales bancos están planeando la expansión de los microcréditos, por el momento principalmente en las zonas urbanas. El financiamiento de las microempresas ha crecido 20 por ciento más rápido que el PBI nominal entre 2000 y 2005.<sup>6</sup> Las instituciones financieras especializadas en microempresas son responsables de buena parte de este crecimiento, lo que ha ocasionado que actualmente los bancos manejen aproximadamente 50 por ciento de los microcréditos, comparado con el 65 por ciento que tenían en el 2000. En un sector tan floreciente como el del microcrédito, parece dudoso que puedan obtenerse ganancias adicionales derivadas de la ampliación de la función prestamista del Banco de la Nación y de otros bancos públicos.

LAS CAJAS MUNICIPALES SON RELATIVAMENTE SÓLIDAS, LAS CAJAS RURALES LO SON ALGO MENOS, Y SIGUEN EXISTIENDO PROBLEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO. Las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) representan 35 por ciento del microcrédito, y su participación se ha más que duplicado desde 2000. Tres de las CMAC provinciales más importantes obtuvieron autorización para acceder al muy competitivo mercado de Lima en 2003 y, como estipulaba la SBS como requisito de entrada, sus préstamos han crecido menos que sus depósitos. La mayoría de las CMAC se están expandiendo en el ámbito de los créditos al consumo e hipotecarios, una diversificación más allá de su negocio principal. La rentabilidad promedio de las CMAC disminuyó en 2004, y seis de las CMAC más pequeñas tienen carteras poco sólidas. Todas las CMAC se enfrentan a una creciente competencia, en especial las que han penetrado en Lima. Es más, las CMAC presentan problemas relativos a la gestión de riesgos, la capacidad institucional y el gobierno corporativo (especialmente debido a que sus directores expresan el lado político de los municipios). Las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC) solo representan 7 por ciento del

4 Para más detalles, véase el capítulo dedicado a la vivienda.

5 Debe señalarse que la CFI (Corporación Financiera Internacional) realiza inversiones directas y presta asistencia técnica al microfinanciamiento en el Perú. Esto incluye a MiBanco, Edyficar y Solidus.

6 A finales de 2004 se amplió la definición de microfinanciamiento, que pasó de préstamos inferiores a 20 mil dólares a préstamos por debajo de los 30 mil dólares. Empleando esta última definición, el microfinanciamiento aumentó 40 por ciento más rápido que el PBI.

sistema de microfinanzas, pero muchas de ellas se hallan en peor situación que las CMAC y, pese a las mejoras experimentadas, requieren de un intenso monitoreo. Al igual que las CMAC, estas instituciones se enfrentan a una creciente competencia y han incursionado en nuevos negocios que constituyen un gran desafío a su capacidad institucional y gobierno corporativo. Durante 2004 algunas CRAC iniciaron un proceso de ajuste y elevaron su capital bajo la supervisión de la SBS.

EL PRÉSTAMO AGRARIO, EN PARTICULAR A LOS PEQUEÑOS AGRICULTORES, SIGUE SIENDO UN GRAN DESAFÍO, Y LOS BANCOS SON LOS PRINCIPALES PRESTAMISTAS DEL SECTOR. Los bancos comerciales privados representan 85 por ciento del préstamo agrícola, que ha permanecido estable en torno de 9 por ciento del PBI desde el descenso registrado en 1999, tras el fenómeno El Niño. Las instituciones que financian a microempresas (y en particular las CRAC) han reducido la cuota media de la agricultura en sus carteras. El estancamiento del crédito agrario refleja las significativas insuficiencias del sistema jurídico en relación con las garantías reales, la titulación de tierras y los sistemas de información en las zonas rurales. Además, a las instituciones financieras les sigue preocupando la ausencia de una cultura de pago, que se remonta a la década de 1980, y el cierre del Banco Agrario, un banco público de desarrollo para el sector agrícola. Como tal, el nuevo AgroBanco, aun cuando desempeña un papel limitado, debería ser cuidadosamente gestionado con el fin de evitar costosas reincidencias. Por el momento, AgroBanco ha provisto una pequeña cantidad de préstamos de segundo piso a las CMAC, las CRAC y EDPYMES, así como préstamos más discutidos de primer piso a productores asociados con cadenas productivas. La capacidad institucional de AgroBanco es muy limitada, lo que podría poner en peligro la viabilidad de sus actividades.

SIGUE SIENDO DIFÍCIL ENCONTRAR UNA SOLUCIÓN INTEGRAL PARA LA FINANCIACIÓN AGRÍCOLA. En los últimos años, parte del sector agrícola se ha extendido a nuevos cultivos intensivos en inversión y técnicamente sofisticados, ha crecido enormemente y ha contribuido al crecimiento de las exportaciones no tradicionales. La financiación ha procedido de los recursos propios, de los inversionistas locales y de los proveedores. Pero aún representa un escaso 2 por ciento de la superficie agraria. La falta de acceso del resto del sector agrícola parece ser más un problema de fragmentación de pequeñas unidades de producción, de falta de capacidad empresarial y contable, de bajos rendimientos, de la existencia de una cultura de no pago y de dificultades para la ejecución de las garantías, antes que un problema de oferta del sector financiero.

OTRO LIMITADO ESFUERZO EMPRENDIDO POR EL SECTOR PÚBLICO PARA REINGRESAR EN EL MERCADO DEL CRÉDITO AGRÍCOLA HA SIDO EL PRODUCTO FINANCIERO ESTANDARIZADO (PFE) DE COFIDE, EL QUE DEBERÍA SER EVALUADO. El PFE es una técnica financiera de primer piso cuyo objetivo consiste en cerrar la brecha existente entre los pequeños productores y las instituciones financieras. Este producto se encuentra todavía en fase embrionaria, pero puede ser importante para evaluar la cartera existente y poder determinar su eficacia, viabilidad e impacto. El problema principal de esta iniciativa es que COFIDE siempre ha tenido experiencia y capacidad como prestamista de segundo piso, de modo que podría no estar adecuadamente preparado para este tipo de préstamo directo; además, los incentivos podrían estar mal asignados si COFIDE asume el 100 por ciento del riesgo crediticio pero la gestión del préstamo queda a cargo de entidades de microfinanciamiento.

EL HISTORIAL CREDITICIO ES UN IMPORTANTE ACTIVO INTANGIBLE PARA TODOS LOS PRESTATARIOS, EN ESPECIAL PARA LAS MIPYME, Y EL SISTEMA DE INFORMACIÓN CREDITICIA EN EL PERÚ HA HECHO NOTABLES PROGRESOS EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS. En el Perú existe abundante información crediticia disponible y compartida a través de los sistemas de información crediticia. El informe mensual sobre el estado financiero de los deudores de la SBS cubre en la actualidad todas las deudas con instituciones privadas, al margen de la cuantía del préstamo, e incluye tanto a deudores en mora como a los que están al corriente de sus obligaciones de pago. Además, dos oficinas de crédito privado elaboran informes y modelos de clasificación del crédito a partir de datos de la SBS e información adicional como domicilio del prestatario, su situación laboral, garantías, demoras en el pago de impuestos y deudas con acreedores no financieros, ONG y empresas inmobiliarias. Se ha aprobado un marco legal propicio, incluyendo la ley sobre las empresas privadas dedicadas a la información crediticia (ley de junio de 2001), cuya finalidad es la regulación de la distribución de información sobre riesgos en el mercado para garantizar los derechos de los propietarios de la información (los deudores). Los bancos y otros prestamistas han respondido favorablemente a estos cambios.

LAS PYME PERUANAS (ESPECIALMENTE LAS NO EXPORTADORAS) SIGUEN CITANDO SU BAJO ACCESO AL CRÉDITO COMO UN OBSTÁCULO IMPORTANTE, AUNQUE EN LOS ÚLTIMOS AÑOS ALGUNOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS ALTERNATIVOS HAN CRECIDO. Instrumentos alternativos de financiamiento como el arrendamiento con opción a compra, el factoraje, el financiamiento garantizado mediante el depósito de mercancías, el financiamiento comercial, etcétera, han experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, lo que demuestra que el sector financiero peruano se mueve en la dirección correcta; pero el potencial sin explotar sigue siendo grande. En el caso de las PYME exportadoras, la falta de acceso obedece más a su escaso grado de formalización, las malas prácticas contables y la falta de integración en la cadena de suministro, que a la escasez de instrumentos financieros adecuados.<sup>7</sup>

### ***El crecimiento del sistema de pensiones y la disponibilidad de instrumentos financieros***

MIENTRAS QUE EL TAMAÑO DEL SECTOR BANCARIO SE HA ESTANCADO, LOS ACTIVOS DEL SISTEMA DE PENSIONES HAN AUMENTADO SUSTANCIALMENTE, AL PUNTO QUE HAN ALCANZADO, TRAS TRECE AÑOS DE REFORMAS, 12 POR CIENTO DEL PBI; ELLO NO OBSTANTE, EL GRADO DE COBERTURA DE LOS TRABAJADORES ACTIVOS SIGUE SIENDO BAJO. La reforma parlamentaria de la Cédula Viva, un costoso componente del sistema de pensiones, ha contribuido a situar a este en mejor camino; así, el viejo sistema público de pensiones es cada vez menos importante, y la mayoría de los nuevos empleados optan por el sistema privado. A pesar de esto, el sistema público de pensiones sigue siendo un gran pasivo del Estado. Por el contrario, el sistema privado de pensiones ha crecido rápidamente (a finales de 2005 los

---

7 Para más detalles acerca de las PYME exportadoras, véase el capítulo sobre comercio exterior.



FPP gestionaban 10 mil millones de dólares), aunque su cobertura sigue siendo baja (aproximadamente una cuarta parte de la población activa, es decir, la más baja de América Latina a excepción de Bolivia). El bajo grado de cobertura se debe en parte al considerable tamaño del sector informal y al hecho de que el sistema público sigue siendo importante. De sus contribuyentes, menos de la mitad realizan alguna aportación en un mes dado,<sup>8</sup> una cifra algo inferior a la del resto de los países latinoamericanos.<sup>9</sup>

LAS RECIENTES MEDIDAS ADOPTADAS POR LA SBS HAN INTRODUCIDO CIERTAS MEJORAS, PERO LAS COMISIONES QUE APLICAN LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP) SIGUEN SIENDO ELEVADAS. Las comisiones que cobran las AFP por las contribuciones mensuales de los trabajadores siguen estando por encima de 2 por ciento del salario, a lo que hay que sumar un costo de uno por ciento por el seguro de discapacidad y fallecimiento. Estos datos contrastan con la tasa de ahorro en pensiones de los afiliados, que representa 8 por ciento del salario. Se trata de cifras similares pero de entre las más elevadas de América Latina, donde las comisiones oscilan entre 0,5 por ciento y 2 por ciento del salario. El mercado ha pasado por una fase temprana de consolidación, lo que probablemente ha reducido la competencia al haber quedado solo cuatro AFP. Los recientes cambios reglamentarios introducidos por la SBS que han facilitado el paso de una AFP a otra y la aprobación en 2005 de una nueva AFP más barata<sup>10</sup> han permitido reducir de forma significativa las tasas, que no obstante siguen siendo relativamente elevadas.

COMO EN OTROS PAÍSES CON SISTEMAS DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL, LA SBS TIENE QUE HACER ELECCIONES DIFÍCILES PARA PROMOVER DIVERSAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN Y AL MISMO TIEMPO PRESERVAR DEL VALOR DEL AHORRO ACUMULADO. En un esfuerzo por proteger a los contribuyentes, cada fondo de las AFP está obligado a alcanzar una tasa de rendimiento que permanece dentro de un intervalo estrecho en torno del promedio del sector privado de pensiones, lo que provoca un «efecto manada»<sup>11</sup> mayor que el de sus homólogos regionales. Además, las AFP deben cumplir una exigencia de reserva (encaje) equivalente a uno por ciento del fondo, que se invierte en el fondo de los afiliados. Con el fin de reducir el «efecto manada» y de promover estrategias de inversión más adaptadas al ciclo

---

8 Los afiliados activos a las AFP representan 11 por ciento de la población activa y más de 90 por ciento de los nuevos afiliados a los fondos. La cobertura global de los sistemas de pensiones (de capitalización, de reparto y de los regímenes especiales para la Policía y el Ejército) es de entre 20 por ciento y 25 por ciento de la población activa.

9 Para más detalles, véase el capítulo sobre el sistema de pensiones.

10 La nueva AFP estableció una comisión de 1,5 por ciento, frente a un promedio sectorial de 2,10-2,45 por ciento. Creció muy rápidamente, alcanzando 40 por ciento del tamaño de la mayor de las AFP. El número de transferencias de cuentas en el sistema alcanzó los 30-40 mil al mes. Como consecuencia de ello, las comisiones del sistema bajaron a 1,5-1,98 por ciento. Además, tres AFP están ofreciendo descuentos por permanencia de hasta 0,5 por ciento.

11 El rendimiento promedio histórico, por ejemplo, ha sido de 8 por ciento. El intervalo es igual a 8 +/- 3 por ciento. Esto significa que el rendimiento mínimo es de 5 por ciento, pero también que hay un rendimiento máximo de 11 por ciento.



de vida de los trabajadores, la SBS introdujo en diciembre de 2005 el sistema Multifondos.<sup>12</sup>

LAS AFP SE HAN CONVERTIDO EN IMPORTANTES INVERSIONISTAS DE LOS MERCADOS LOCALES DE CAPITALES; SU PAPEL EN EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRODUCTIVO CONTRASTA CON EL DE OTROS PAÍSES DE ALC, PERO SIGUE ESTANDO POR DEBAJO DE LAS EXPECTATIVAS INICIALES. Las AFP representan en la actualidad 22 por ciento del sistema financiero, frente a 9 por ciento del año 2000. Su crecimiento ha supuesto la creación de un mercado de bonos públicos y de bonos y acciones privados. Al mismo tiempo, el incremento de este tipo de emisiones ha permitido a las AFP invertir fuera del sistema financiero —las tenencias de títulos bancarios y de otras obligaciones y acciones del sector financiero por las AFP han descendido desde 55 por ciento de los activos en el año 2000 a 24 por ciento en junio de 2004, mientras que las tenencias de deuda emitida por el Banco Central o por el Estado han aumentado hasta 21 por ciento. Las AFP también han sido autorizadas a diversificar algo más sus inversiones en el extranjero: el límite a las inversiones extraterritoriales es ahora de 10,5 por ciento de su cartera, frente a 7 por ciento en el año 2000. Por último, las AFP pueden invertir en ofertas públicas o privadas. Estas últimas solo son accesibles a los inversionistas institucionales y están sometidas a menos exigencias impuestas por la CONASEV<sup>13</sup> (solo el registro y la divulgación a través de CAVALI, además de la clasificación del riesgo). Hace poco las AFP han sido autorizadas a invertir en letras estructuradas hasta un tope de 5 por ciento de su cartera.

A DIFERENCIA DE LAS DE OTROS MUCHOS PAÍSES DE ALC, LAS AFP PERUANAS HAN CREADO CARTERAS DE INVERSIÓN MÁS DIVERSIFICADAS. A fines de 2005 las AFP peruanas tenían en su cartera solo 22 por ciento de la deuda pública, 22 por ciento de los títulos del sector financiero y 56 por ciento del financiamiento de los sectores productivos. Esto obedece en parte a los rigurosos límites sobre la exposición al riesgo estatal y al incipiente estado de la deuda pública interna. Pero hasta el momento esto ha beneficiado a un número relativamente elevado de actores en el sector empresarial.<sup>14</sup> El marco regulador exige que las inversiones de las AFP se limiten a instrumentos de alta calidad, con el objetivo de reducir las pérdidas de capital; de hecho, casi todas las tenencias de instrumentos del sector privado en manos de las AFP están clasificadas dentro de los dos grados de inversión superiores.

- 12 Este sistema permite a cada AFP ofrecer tres fondos con diferentes combinaciones de renta fija y renta variable, normalmente asociadas a la edad del afiliado; cuanto más joven el afiliado, mayor el porcentaje invertido en acciones (hasta 80 por ciento en el caso extremo). El sistema imita el modelo de Chile, donde existen en la actualidad cinco tipos de fondos. México ha introducido hace poco un sistema con dos fondos.
- 13 Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, el organismo regulador del mercado de capitales. Normalmente, las inversiones en colocaciones privadas se compran para conservarlas hasta su vencimiento y se mantienen por su valor contable (no a precios de mercado).
- 14 Desde la perspectiva del equilibrio general, esto ha beneficiado indirectamente a los pequeños prestatarios, ya que los bancos han perdido parte de la gran demanda empresarial (que se ha desplazado al mercado de bonos) y se han visto obligados a flexibilizar el mercado para preservar su rentabilidad.

LOS ACTIVOS DE LAS AFP ESTÁN MENOS DOLARIZADOS QUE LOS DE LOS BANCOS (APROXIMADAMENTE 40 POR CIENTO). Se ha modificado la normativa para que las AFP puedan usar instrumentos de cobertura (operaciones cambiarias a plazo), dentro de ciertos límites para evitar la especulación.

LAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP ESTÁN LIMITADAS POR LOS MERCADOS DE ACCIONES Y OBLIGACIONES, LOS QUE SON PEQUEÑOS E ILÍQUIDOS. En 2004 la capitalización del mercado de acciones fue de aproximadamente 30 por ciento del PBI, frente a 20 por ciento en el año 2000. El mercado de acciones sigue siendo pequeño e ilíquido, incluso si se comparan con otros grandes mercados latinoamericanos.<sup>15</sup> Todos ellos sufren la emigración de emisión y comercialización de acciones de las grandes empresas a los mercados de los países industrializados así como de las adquisiciones de empresas locales por multinacionales, como las de telecomunicaciones, que tradicionalmente emitían sus acciones en los mercados locales. En el Perú, las emisiones de acciones ya no constituyen una fuente importante de financiamiento empresarial. Se han creado algunos fondos de capital de riesgo, orientados a participaciones minoritarias en concesiones de infraestructura, PYME, etcétera. Deberían estudiarse y potenciarse estas iniciativas para que puedan constituir un complemento atractivo a las transacciones organizadas. México ha promovido recientemente una nueva ley sobre valores centrada en la necesidad de atraer más aportes de capital por inversionistas privados.

HASTA CIERTO PUNTO, EL MERCADO DE BONOS HA SUSTITUIDO AL MERCADO DE ACCIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO DE LAS EMPRESAS PERUANAS, Y TAMBIÉN ES UN SUSTITUTO DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. Las emisiones corporativas de bonos a largo plazo (mayoritariamente en dólares) fueron en 2004 de 1.600 millones de dólares, el doble que en 2001. A finales de 2005 el volumen total de bonos privados en circulación superaba los 3.700 millones de dólares, tras dos años de fuerte crecimiento de las emisiones. Sin embargo, sigue siendo muy inferior a las necesidades de valores de las AFP, las compañías aseguradoras (2.300 millones de dólares en activos) y los fondos comunes de inversión (2.200 millones de dólares). Mientras que los fondos comunes de inversión peruanos se han centrado en instrumentos a corto plazo denominados en dólares, las aseguradoras buscan invertir en títulos a largo plazo denominados en moneda local, especialmente si están ajustados a la inflación. La estabilidad del entorno macroeconómico y el notable desarrollo de la gestión de la deuda pública, así como el aumento del número de inversionistas institucionales locales, han permitido una ampliación sustancial de la curva de rendimiento en moneda local, hasta veinte años en el caso de las tasas de interés y hasta treinta años en el de los soles indexados a inflación (VAC).<sup>16</sup> Debe

---

15 La Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela tienen una capitalización media de 36,3 por ciento del PBI en 2003. La ratio entre el volumen de ventas y la capitalización en el Perú fue en 2003 de apenas 6 por ciento, frente a un promedio de 12,6 por ciento en los países recién citados.

16 Para más detalles sobre el desarrollo del mercado interno de bonos, véase el capítulo sobre la sostenibilidad fiscal y el manejo de la deuda pública.

destacarse que en el Perú se están produciendo muchas innovaciones en lo que se refiere a bonos estructurados (9 por ciento de los activos de las AFP) y fondos de inversión (3 por ciento) adaptados a las elevadas exigencias de solvencia de los inversionistas institucionales. Sin embargo, el mercado de bonos sigue siendo ilíquido, lo que plantea el problema de valorar rigurosamente la cartera de las AFP y otros inversionistas, dada la poca frecuencia de las cotizaciones de precios.

LAS AFP PERUANAS TAMBIÉN HAN DEMOSTRADO QUE PUEDEN TENER CIERTO INTERÉS POR INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA, PERO SU ALCANCE SIGUE SIENDO LIMITADO. Las AFP han participado en más de siete proyectos diferentes durante los últimos años.<sup>17</sup> La inversión total de las AFP superó los 300 millones de dólares en deuda y capital. Un factor esencial de éxito consiste en diseñar *ex ante* las concesiones y su estructura financiera, de modo que puedan obtener tasas de riesgo aceptables para las AFP (grado de inversión otorgado por dos agencias de calificación del riesgo) para preservar el dinero de los pensionistas.

## ***II. Los retos futuros***

### ***La estabilidad del sector bancario***

EN UN SECTOR BANCARIO MUY CONCENTRADO, EL SISTEMA ACTUAL DE RESOLUCIÓN DE BANCOS ES ADECUADO PARA LOS BANCOS PEQUEÑOS PERO PUEDE NO SER APROPIADO PARA AFRONTAR LOS PROBLEMAS DE LOS GRANDES BANCOS. El Fondo de Seguro de Depósitos (FSD) requeriría de algún tiempo para reponer sus fondos hasta que estos representen una fracción razonable de los pagos legalmente requeridos para cubrir a los depositantes. Para poder cubrir a un elevado número de depositantes antes de que llegue ese momento, tendría que solicitar préstamos al Estado, como lo hizo en 2001. Otro tema que hay que considerar es la falta de disponibilidad de los servicios del BCRP como prestador en última instancia a los bancos en el régimen de vigilancia (la segunda fase de la inspección e intervención de la SBS), incluso si dichos bancos poseen garantías. Esta limitación podría poner en peligro la resolución ordenada de potenciales problemas en los mayores bancos del sistema financiero.<sup>18</sup> La SBS, consciente de que las medidas adoptadas en condiciones de crisis no siempre son las más adecuadas, inició un análisis de las alternativas legales para afrontar la resolución bancaria.

---

17 Consorcio Agua Azul (agua), Consorcio Transmantaro y REP (transmisión de energía), TGP (transporte de gas), Enersur (generación y transmisión de energía), Relapasa (refinación y distribución de hidrocarburos) y Pluspetrol (exploración, producción y distribución de hidrocarburos).

18 En el caso de una retirada masiva de depósitos bancarios, las elevadas reservas legales exigidas para los depósitos en dólares actúan de colchón. Pero en los depósitos en nuevos soles los préstamos del BCRP están limitados por el capital del banco, incluso en caso de que este tenga títulos del Banco Central o del Estado como garantía.

DADA LA RECIENTE REORIENTACIÓN DE LAS CARTERAS BANCARIAS HACIA NUEVOS SEGMENTOS, LA FALTA DE INSTRUMENTOS APROPIADOS PARA LA GESTIÓN DE RIESGOS Y LA DIVULGACIÓN PODRÍAN HACER QUE EL APRENDIZAJE FUERA MUY COSTOSO, O INCLUSO DETERIORAR LAS PRÁCTICAS *existentes*. Muchos bancos aún no aplican plenamente modelos de riesgo crediticio o instrumentos y técnicas de evaluación de riesgo. Además, los bancos (y otros prestamistas) pueden carecer de la experiencia necesaria para administrar los riesgos implícitos en las nuevas modalidades de préstamo. A modo de ejemplo, un banco con experiencia meramente empresarial que se interna en el segmento de los microcréditos y presta a los buenos pagadores (basándose en sistemas de información crediticia) podría provocar, inadvertidamente, un sobreendeudamiento de las microempresas y el incumplimiento de microcréditos previos concedidos por intermediarios no bancarios. Esto se debe a que las técnicas de microcrédito incentivan a los deudores a pagar con la promesa de concederles un préstamo mayor (algo de esto pudo constatar durante la crisis boliviana de 1999-2000).

UN INCREMENTO SIGNIFICATIVO DEL VOLUMEN DE PRÉSTAMOS DIRECTOS DE BANCOS PÚBLICOS PODRÍA GENERAR UN RIESGO FISCAL O INTRODUCIR DISTORSIONES EN LA COMPETENCIA. La experiencia nacional e internacional con los bancos públicos de primer piso ha sido, por lo general, negativa y costosa. Un gran aumento de las actividades de préstamo directo por el Banco de la Nación, COFIDE o AgroBanco sería preocupante y podría resucitar viejos problemas de desplazamiento del financiamiento privado por el sector público, además de generar posibles grandes costos fiscales. Las instituciones públicas rara vez son capaces de reunir los recursos adecuados para cumplir con la función de resolver las fallas del mercado. Los bancos públicos que tienen éxito en otros países se benefician del papel claro y limitado que facilita la participación del sector privado y apalanca los escasos fondos públicos con inversiones privadas más abundantes. Cualquier ampliación del papel de los bancos públicos en el Perú debería producirse en un contexto de medidas claras referidas a los objetivos, la eficiencia, la transparencia y la administración, y de un esfuerzo para supervisar sus resultados en el largo plazo.

EL PRINCIPAL PELIGRO PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LOS BANCOS NACIONALES ES EL DETERIORO DE LA CALIDAD DEL CRÉDITO EN CASO DE PRODUCIRSE UNA DEPRECIACIÓN, LO QUE REFLEJA EL IMPACTO DEL ALTO GRADO DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA.<sup>19</sup> La dolarización financiera sigue siendo considerable en el Perú, donde 75 por ciento de los préstamos bancarios y 67 por ciento de los depósitos estaban denominados en dólares a finales de 2004. En 2005 la SBS aprobó normas destinadas a disminuir este riesgo. La regulación exige a los bancos realizar mejores estimaciones e internalizar los riesgos asociados a los prestatarios sin cobertura cambiaria, una novedad en América Latina. Si un banco no cumple con la normativa, tendrá que realizar en junio de 2006 una provisión de uno por ciento por todos los préstamos en dólares suscritos con prestatarios que carecen de cobertura. La normativa supone un paso importante en la dirección correcta, pero es muy general y puede que no produzca los incentivos necesarios para que los bancos lleven a cabo una

---

19 Esta observación se basa en un estudio de crisis realizado por el FSAP a partir de un análisis de datos históricos sobre el deterioro de la cartera bancaria tras una devaluación.

cuantificación rigurosa de los riesgos correspondientes. La SBS está trabajando en un ajuste preciso de esta medida.<sup>20</sup>

ADEMÁS, LA DESDOLARIZACIÓN PARECE ESTAR PENETRANDO DE FORMA LENTA EN ALGUNOS PRODUCTOS BANCARIOS, UNA TENDENCIA QUE LAS AUTORIDADES PERUANAS ACERTADAMENTE DESEAN ESTIMULAR EN EL FUTURO, PERO QUE PODRÍA SER EN GRAN PARTE ESPECULATIVA. El reto radica en identificar la parte especulativa *versus* la estructural de esta tendencia, y estudiar cómo puede extenderse a otros sectores y productos financieros. Recientemente se ha observado cierta tendencia a la desdolarización en el sector financiero, en parte debido al cambio en 2002 a una política monetaria basada en objetivos de inflación en un régimen de tipo de cambio flotante administrado, lo que condujo a tasas de interés más bajas y a una moneda relativamente estable. Es importante que las autoridades acompañen el modo en que los contratos financieros del sector privado están respondiendo a estos cambios. En diversos sectores, los instrumentos a largo plazo denominados en moneda local son mejores para afrontar el riesgo al que se enfrentan los emisores. Este es el caso de varios proyectos de infraestructura (por ejemplo, las carreteras con peaje), de los prestatarios subnacionales y de las hipotecas para la adquisición de viviendas. Uno de los paquetes de medidas más prometedor podría ser Mivivienda, la entidad hipotecaria de segunda línea del sector público, que está trabajando activamente para fomentar el mercado hipotecario en moneda local y para preparar el terreno para los títulos garantizados con hipotecas. Sin embargo, la demanda de hipotecas denominadas en soles VAC por los prestatarios es escasa, algo que podría cambiar si se mantiene la estabilidad macroeconómica. A medida que los mercados vayan sintiéndose seguros con tasas bajas y estables de inflación e interés, será posible introducir hipotecas nominales en nuevos soles, que podrían resultar más atractivas para los prestatarios. Por último, debe señalarse que ha habido una tendencia a la apreciación del nuevo sol frente al dólar, y al descenso o la estabilidad de los rendimientos locales, de modo que la preferencia observada por los depósitos denominados en nuevos soles y por los préstamos denominados en dólares podría ser una posición oportunista que podría revertirse. De hecho, pudieron observarse ciertos indicios de ello cuando el dólar repuntó y el nuevo sol se depreció 5 por ciento en 2005 y el BCRP tuvo que intervenir subiendo las tasas de interés e intensificando las operaciones cambiarias.

### ***Profundizando el acceso al crédito de las PYME***

AUNQUE EL ACCESO A LOS SERVICIOS FINANCIEROS HA MEJORADO, EL SISTEMA FINANCIERO PERUANO SE ENFRENTA A UNA SERIE DE DESAFÍOS PARA SU DESARROLLO, INCLUIDA LA AMPLIACIÓN DE LOS SERVICIOS RURALES Y LA MEJORA DE LOS MARCOS INFORMATIVO Y LEGAL. Entre los

---

20 La SBS ha solicitado a los bancos que le envíen las cuentas, por moneda, de sus deudores más importantes (más de 500 mil nuevos soles), y que los créditos/deudores más vulnerables en situaciones de crisis sean incluidos en una categoría crediticia inferior, es decir, eleven las reservas hasta 5 por ciento.

problemas de financiación rural se encuentra la falta de: (i) información sobre los prestatarios; (ii) títulos claros de propiedad sobre la tierra; (iii) un sistema jurídico efectivo en materia de garantías; y (iv) instrumentos para mitigar el riesgo climático. A esto se suma una cultura crediticia con una historia de incumplimiento en lo que se refiere a los préstamos agrícolas.

LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN SOBRE LOS DEUDORES HA MEJORADO Y NO DEBE PONERSE EN PELIGRO, PUES ES FUNDAMENTAL PARA EL INCREMENTO SOSTENIDO DEL ACCESO AL CRÉDITO. Se ha planteado una propuesta parlamentaria para recortar sustancialmente el actual plazo de cinco años de informes sobre los acreedores, pero informes más breves podrían reducir el valor de la información crediticia y limitar la capacidad de los prestatarios para desarrollar un activo intangible —su calificación crediticia—, limitando así su acceso al crédito. Hay todavía otros aspectos del ámbito crediticio que es preciso desarrollar. Por ejemplo, aún hay que refinar los instrumentos de calificación crediticia e introducirlos en el mercado de las pequeñas empresas y del microcrédito. El marco legal nacional no protege eficaz y plenamente al consumidor, y no existe regulación alguna de las actividades relacionadas con la información crediticia. También es necesario avanzar en aspectos como la calidad de los datos, la extensión de la información y su disponibilidad oportuna.

A PESAR DE QUE LAS NORMAS LEGALES PARA LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS HAN MEJORADO, LOS PRÉSTAMOS GARANTIZADOS SE ENFRENTAN AÚN A UNA SERIE DE OBSTÁCULOS PARA SER EFECTIVOS. En la actualidad, la ejecución de garantías lleva de tres a cinco años. Para agilizar este proceso, el Gobierno ha puesto en marcha un proyecto piloto de tribunales mercantiles, similar al que existe en países como México y la India. Un sistema nacional con este tipo de tribunales contribuiría a mejorar la ejecución de las garantías y el acceso al crédito, disminuyendo sus costos. Otros problemas persistentes y costosos son la segmentación de los registros de garantías, el deficiente marco legal de las garantías en activos muebles y la titulación de los activos. Esto último es especialmente grave en las hipotecas de poca cuantía y en las inversiones agrícolas.

LAS CUESTIONES RELACIONADAS CON EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA DEBILIDAD FINANCIERA DE ALGUNAS INSTITUCIONES DE MICROCRÉDITO PODRÍAN RESULTAR PROBLEMÁTICAS. Las instituciones financieras especializadas en microcréditos son demasiado pequeñas como para representar una amenaza sistémica. Sin embargo, las dificultades de una entidad de microfinanzas pueden representar un problema en una determinada localidad, especialmente para los ahorros de las poblaciones con ingresos bajos, y podrían extenderse a otras instituciones. Todo el costo de la quiebra de una institución de microcrédito recaería sobre el FSD, el que asegura prácticamente todos sus depósitos. Será difícil mejorar muchas de estas instituciones, dados los problemas a los que se enfrentan (incluida la creciente competencia bancaria), su limitada capacidad operativa y su estructura de gobierno. Los intentos por reducir los recursos de supervisión destinados a estas entidades podrían hacer que las instituciones más débiles empeorasen sus prácticas financieras y prácticas de gobierno corporativo.

### ***El crecimiento del sistema de pensiones y la disponibilidad de instrumentos financieros***

ES NECESARIO ENTENDER EL PROBLEMA DE LOS INCENTIVOS QUE SUBYACEN A LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LAS AFP. Esto incluye entender las consecuencias que tiene el hecho de que las AFP sean puras gestoras de activos, con preocupaciones de rentabilidad a corto plazo en su estrategia de mercadeo, así como en el «efecto manada» derivado de la limitada banda de fluctuación en torno al rendimiento de referencia. La principal consecuencia es que las AFP tratarán de maximizar su rendimiento a corto plazo y lograr acuerdos de inversión dentro de la industria. Las AFP no necesariamente se situarán en el extremo más alejado de la curva, a pesar de que los recursos que gestionan son de largo plazo. Los emisores en el mercado de capitales, así como las autoridades a cargo de la elaboración de la política pública, tienen que adaptarse a este reto.

LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS ACTIVOS DE LAS AFP MUESTRAN QUE HAY UNA ESCASEZ DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS ATRACTIVOS. Las AFP tienen que buscar unos escasos emisores (y emisiones) domésticos de alta calificación crediticia, y se enfrentan a un límite sobre las inversiones en el extranjero (10 por ciento). Ello podría provocar una elevación artificial del precio de los activos existentes, que ya se ha observado en algunos valores. Además, los mercados son ilíquidos, de modo que los precios podrían caer drásticamente si una AFP intentara modificar su posición. También existen riesgos asociados al hecho de que algunos emisores de activos internos denominados en dólares no tienen un acceso seguro a ingresos en dólares.

- ***Entre los retos pendientes se encuentran la escasa capacidad institucional de la CONASEV y un marco incompleto de titularización que podría estar limitando la canalización del ahorro colectivo hacia el financiamiento de sectores necesitados de*** ***el*** En octubre de 1996 se aprobaron normas específicas al respecto. Pero a diciembre de 2004 el volumen en circulación de Bonos de Titularización era de solo 454 millones de dólares, y no había una verdadera titularización de las hipotecas. Los bancos, por lo general, han mostrado un escaso interés por la titularización, porque su elevada liquidez les permite financiar directamente los préstamos. Además, algunos problemas institucionales contribuyen a la falta de titularización: la falta de normalización de los contratos financieros,<sup>21</sup> las frecuentes modificaciones del tratamiento fiscal por las autoridades tributarias y la limitada capacidad reglamentaria y de supervisión de la CONASEV para analizar, supervisar, regular y aprobar las operaciones de titularización de forma específica. Uno de los problemas que plantea la titularización es un complejo y costoso esfuerzo de estructuración, así como una baja liquidez.
- ***La ausencia de un método común para fijar precios de mercado sigue siendo otro obstáculo para el desarrollo del mercado.*** Ni la SBS ni la CONASEV han logrado,

21 Mivivienda ha tenido algún éxito en la normalización de sus contratos, pero los bancos siguen empleando sus propios contratos para los préstamos hipotecarios que ellos financian.



hasta el momento, elaborar métodos comunes de valoración o un conjunto de precios de referencia (vectores de precios) para activos raramente intercambiados para las AFP, los bancos y los fondos colectivos respectivamente.

A MEDIDA QUE EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES MADURE, UN PORCENTAJE CADA VEZ MAYOR DE LOS FONDOS DE LAS AFP PASARÁ DE LA FASE DE ACUMULACIÓN A LA DE PAGO, LO QUE PLANTEARÁ UN RETO AL DESARROLLO DEL MERCADO DE RENTAS VITALICIAS. Las empresas de seguros de vida desempeñarán un papel importante en la fase de pagos del sistema de pensiones, ya que determinan y pagan el equivalente anual de las contribuciones capitalizadas del trabajador una vez que este se jubila (y a menos que decida retirarse por fases de la AFP). En la actualidad, el sistema de capitalización está integrado por 30 mil pensionistas, y este número empezará pronto a experimentar un gran crecimiento. Deben tomarse decisiones claves en lo que respecta al diseño y la regulación de los productos de jubilación, así como en materia de regulación/supervisión de los intermediarios para una adecuada administración del riesgo.

LA AUSENCIA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS INDEXADOS Y A LARGO PLAZO LIMITA LA CAPACIDAD DE LOS INTERMEDIARIOS DE GESTIONAR SUS RIESGOS Y DE PROPORCIONAR A LOS PENSIONISTAS UN BUEN RENDIMIENTO POR SUS AHORROS. En la actualidad, la mayor parte de las rentas vitalicias se ofrecen en dólares estadounidenses, a causa del limitado desarrollo de instrumentos de deuda en moneda local indexados con la inflación y a largo plazo. Hasta el momento, el Gobierno ha emitido un volumen escaso de deuda ajustada a la inflación (soles VAC), como forma de alargar la curva local de rendimiento. En esta fase, el número de valores ajustados a la inflación es muy pequeño, pero se ha permitido a las compañías de seguros invertir libremente en el extranjero, donde resulta más fácil comprar instrumentos financieros que responden a sus necesidades de gestión de riesgos (excepto por el riesgo de moneda cuando los jubilados prefieren rentas vitalicias denominadas en nuevos soles). La emisión de VAC podría reducirse aún más a medida que se amplía la curva de tasas de interés, lo que perjudicaría a las rentas vitalicias denominadas en moneda local y ajustadas a la inflación que reciben los pensionistas.

POR ÚLTIMO, LAS AUTORIDADES PERUANAS SIGUEN ENFRENTÁNDOSE A UN RETO EN EL ÁMBITO DE LA ORGANIZACIÓN SECTORIAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES PARA IDENTIFICAR AQUELLAS MEDIDAS QUE PUEDAN REDUCIR DE FORMA SOSTENIDA EL COSTO QUE SOPORTAN LOS CONTRIBUYENTES Y ELEVAR LA COBERTURA DEL SISTEMA DE PENSIONES. Las elevadas comisiones podrían suponer un desincentivo adicional para que los trabajadores se afilien y contribuyan de manera regular, que era uno de los objetivos esenciales de la reforma del sistema de pensiones. Además, hay que estudiar los problemas estructurales relativos al modo de elevar la muy baja cobertura del sistema.<sup>22</sup>

---

22 Véase el capítulo sobre el sistema de pensiones.

### ***III. Principales recomendaciones de política***

#### ***La estabilidad del sector bancario***

LAS PRÁCTICAS RECOMENDADAS PARA EL SECTOR BANCARIO BUSCAN GARANTIZAR EL CRECIMIENTO SOSTENIBLE Y, A LA VEZ, REDUCIR LOS RIESGOS RELACIONADOS CON LA VOLATILIDAD DE LOS RESULTADOS ECONÓMICOS. La recomendación general es mantener la intervención activa de la SBS en la regulación, supervisión e implementación de un enfoque de administración del riesgo futuro hacia los bancos.

EN RELACIÓN CON LOS BANCOS QUE ACCEDAN A NUEVOS NICHOS DE MERCADO, ES NECESARIA UNA RIGUROSA SUPERVISIÓN Y PROMOVER MEJORAS EN LA GESTIÓN DE RIESGOS. Esto incluye el empleo de técnicas de calificación del crédito y la adecuación de provisiones por riesgo crediticio.<sup>23</sup> También podrían introducirse mejoras en la divulgación de las técnicas de gestión del riesgo. Esto vendría a sumarse a la amplia información que ya publica la SBS y mejoraría la disciplina de mercado.

Para reducir el riesgo relacionado con la potencial falla de un banco grande es recomendable adoptar medidas como las siguientes:

- ***Supervisar cuidadosamente a las grandes instituciones financieras, particularmente sobre una base consolidada***, con el fin de poder identificar y controlar los riesgos asociados a la totalidad de la actividad de los conglomerados. También debe considerarse la posibilidad de limitar nuevas fusiones y compras de préstamos por otras instituciones.
- ***Desarrollar un plan de contingencias para la resolución de bancos grandes*** para mitigar los riesgos sistémicos en el sistema bancario. La SBS debería supervisar rigurosamente a los bancos inmersos en procesos de fusión, para garantizar que su funcionamiento continúe siendo eficiente y se fortalezca su situación financiera.
- ***Reducir el volumen de los depósitos cubiertos por el FSD***, que en la actualidad son de aproximadamente 20 mil dólares por depositante (alrededor de nueve veces el PBI per cápita), para elevar la probabilidad de que el FSD tenga la capacidad para devolver sus fondos a todos los pequeños depositantes ante la resolución de un banco.
- ***Revisar la función del BCRP como prestamista en última instancia***. Para aquellas instituciones que poseen valores que pueden ser recomprados por el BCRP, permitir el financiamiento más allá del restrictivo límite del capital del banco.

GARANTIZAR QUE EL CRECIMIENTO DE LAS ACTIVIDADES DE LA BANCA PÚBLICA SE AJUSTE A LAS LECCIONES APRENDIDAS EN LA EXPERIENCIA REGIONAL E INTERNACIONAL. Los bancos públicos de primer piso suelen ser costosos para el Gobierno, y es necesario ponerles límites y someterlos a una cuidadosa supervisión, introduciendo en el presupuesto público

---

23 La iniciativa piloto del Banco Mundial para la gestión de riesgos, que ya ha empezado a aplicarse en otros países, podría ser útil.

subsidios claramente asignados. La experiencia regional y las enseñanzas del pasado muestran que la mejor forma en que puede intervenir el Estado es como catalizador para fomentar una intermediación más activa del sector privado.

LA SBS DEBERÍA FORTALECER LA NORMATIVA SOBRE EL RIESGO CREDITICIO DE ORIGEN CAMBIARIO Y CONTRIBUIR A LOS ESFUERZOS INTERINSTITUCIONALES PARA REFORZAR LA TENDENCIA A LA DESDOLARIZACIÓN. Es necesario evaluar con rigor los efectos y ajustes derivados de la nueva normativa. Además, para mantener bajos los riesgos de mercado, es recomendable mantener el actual límite sobre la posición cambiaria corta por bancos.

### ***Mejorar el acceso al crédito de las MIPYME***

LAS ACCIONES QUE SE MENCIONAN A CONTINUACIÓN SON NECESARIAS PARA PROMOVER UN DESARROLLO FINANCIERO EQUITATIVO. El objetivo es aplicar medidas que permitan mejorar el acceso a los servicios financieros de las MIPYME, que suelen tener mayores necesidades de financiamiento.

PROMOVER REFORMAS LEGALES QUE MEJOREN EL ACCESO RURAL (Y EN ESPECIAL AGRARIO) AL CRÉDITO, INCLUYENDO MEJORAS EN LA INFORMACIÓN DISPONIBLE PARA LOS PRESTATARIOS, Y EL REGISTRO Y LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS. Mantener la actual duración de la trayectoria crediticia para que los prestatarios puedan desarrollar este activo intangible (su calificación crediticia). Las autoridades deben reforzar y promover iniciativas de titularización de tierras, unificar los registros de garantías y aprobar un marco legal adecuado en materia de garantías muebles. La SBS<sup>24</sup> ocupa una buena posición para ejercer de coordinador de una agenda de reformas en el campo de la información crediticia, dada su privilegiada función de supervisión de las instituciones bancarias y de microfinanzas. Tendrá que coordinar los esfuerzos con otras entidades públicas y privadas para desarrollar un marco regulador, mejorar la protección de los consumidores, resolver aspectos relacionados con la educación y el acercamiento, y mejorar la disponibilidad el acceso a los datos.

EL FINANCIAMIENTO RURAL, AGRARIO Y DE LAS PYME SE BENEFICIARÍA DE LA OFERTA DE HERRAMIENTAS FINANCIERAS ESPECIALIZADAS COMO EL ARRENDAMIENTO FINANCIERO, EL FACTORAJE, EL FINANCIAMIENTO GARANTIZADO MEDIANTE EL DEPÓSITO DE MERCANCÍAS O LOS MECANISMOS DE MITIGACIÓN DEL RIESGO CLIMÁTICO. Todos ellos tienen la ventaja de que permiten mitigar el riesgo de la PYME contraparte para el prestamista, incrementando así la oferta de financiamiento. El arrendamiento financiero, ofrecido principalmente por los bancos, ha empezado a crecer de forma significativa hace poco. Sería muy útil realizar un análisis del estado de todos estos instrumentos para evaluar su alcance actual y los obstáculos que aún impiden su desarrollo, teniendo en cuenta la experiencia regional e internacional.

LA SBS DEBE SEGUIR INTENSIFICANDO LA SUPERVISIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE MICROCRÉDITO Y MEJORAR SU GOBIERNO CORPORATIVO, DADO EL IMPORTANTE PAPEL QUE JUEGAN EN EL ACCESO AL MICROFINANCIAMIENTO Y AL CRÉDITO RURAL. La SBS debería seguir supervisando

24 La actual iniciativa piloto sobre información crediticia que el Banco Mundial está desarrollando en el Perú podría resultar útil.

de forma intensiva a las instituciones más débiles y elaborar planes para fortalecerlas, incluyendo mejoras en su gobierno antes de cualquier fusión. Esto puede resultar problemático, dada la naturaleza política de los consejos de administración de las CMAC por ejemplo, lo que representa un riesgo estructural que hay que mitigar si se quiere lograr un crecimiento futuro sostenible.

### ***El crecimiento del sistema de pensiones y la disponibilidad de los instrumentos financieros***

EL DOBLE Y DESAFIANTE OBJETIVO DE ESTAS ACTUACIONES ES: (i) apoyar un mejor desempeño del pilar obligatorio privado de pensiones, que está convirtiéndose con el tiempo en la principal red de garantía de los ingresos de las personas mayores (de cobertura limitada); y (ii) promover un papel más eficaz de los mercados internos de capital en la canalización del ahorro colectivo hacia el financiamiento de sectores productivos, contribuyendo así a la profundización del sector financiero.

EL DESEMPEÑO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES PODRÍA MEJORARSE, ENTRE OTRAS MEDIDAS, A TRAVÉS DE LA IMPLEMENTACIÓN SATISFACTORIA DE LOS MULTIFONDOS, LA AMPLIACIÓN DE LA BANDA DE FLUCTUACIÓN DEL RENDIMIENTO DE REFERENCIA, EL CAMBIO PARCIAL A LAS COMISIONES SOBRE ACTIVOS Y EL AUMENTO PAULATINO DEL LÍMITE A LAS INVERSIONES EN EL EXTRANJERO. El incremento gradual del límite impuesto por el BCRP a las inversiones de las AFP en el extranjero hasta llegar al límite legal de 20 por ciento contribuiría a resolver el problema del limitado universo de instrumentos financieros internos. Esto también permitiría la mayor diversificación de la cartera de afiliados, el único grupo en el Perú que tiene limitada la diversificación en el exterior. Además, debería llevarse a cabo un análisis sobre los posibles efectos de un cambio parcial a un sistema de comisiones basado en los activos gestionados, con el objetivo de incentivar a las AFP a optimizar el rendimiento de los fondos de sus afiliados, mejorando así los futuros pagos. También podría fomentarse la competencia fijando intervalos más amplios alrededor de la tasa de rendimiento de referencia, un cambio que también podría estimular las transacciones en los mercados secundarios. Que la competencia funcione dependerá además de que se garantice que la información sobre los nuevos multifondos ofrecidos por las AFP sea correcta y clara. También habrá que mejorar la supervisión de la administración de riesgos para garantizar que las AFP cumplan con las políticas de inversión de los tres fondos que ofrecerán. Asimismo, es posible mejorar el funcionamiento del sistema y reducir los costos fomentando el desarrollo de un *back-office* centralizado para procesar las cuentas de los afiliados, como las que existen en México y Chile. Por último, hay que analizar cómo pueden crearse incentivos para que los trabajadores y los empleados participen en el sistema de pensiones.

ES NECESARIO FORTALECER SUSTANCIALMENTE LA CAPACIDAD INSTITUCIONAL DE LA CONASEV PARA QUE OPERE COMO LA AGENCIA PRINCIPAL DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITAL, EN COORDINACIÓN CON OTRAS AGENCIAS REGULADORAS CLAVE. En la actualidad la CONASEV es reguladora y supervisora del mercado de valores, del depositario central de valores, de los corredores de valores, de los fondos colectivos de inversión y de otras

instituciones seleccionadas. La función de supervisión y regulación de la CONASEV debe coordinarse mejor con la SBS, que regula buena parte del universo de inversionistas (bancos, pensiones y compañías aseguradoras). Un ejemplo es el desarrollo de un vector de precios común para evitar divergencias y distorsiones. Además, la cooperación entre el BCRP y el MEF es esencial para promover la desdolarización. Para mejorar la capacidad de regulación, supervisión y promoción del mercado de capital, La CONASEV necesita contar con más personal con experiencia en el mercado y un programa de desarrollo de capacidades. Otra forma posible de resolver el problema de la falta de capacidad institucional de la CONASEV que debería ser cuidadosamente considerada sería su fusión con la SBS.

EL DESARROLLO DE INSTRUMENTOS A LARGO PLAZO DENOMINADOS EN MONEDA LOCAL Y AJUSTADOS A LA INFLACIÓN, EL DISEÑO DE LOS ADECUADOS PRODUCTOS DE JUBILACIÓN Y UNA REGULACIÓN DE LOS PROVEEDORES DE RENTAS VITALICIAS BASADA EN EL RIESGO, SON ELEMENTOS CRUCIALES A MEDIDA QUE SE ACERCA LA FASE DE PAGO DE LAS PENSIONES DEL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL. En este contexto, las lecciones extraídas de la experiencia chilena y de los diversos estudios de caso internacionales podrían resultar útiles. Los títulos en moneda local indexados y a largo plazo pueden ayudar a los proveedores de rentas vitalicias a gestionar mejor su riesgo y a proporcionar a los pensionistas un mayor valor por sus ahorros. El Gobierno podría contribuir a ello mediante la emisión, como un elemento de la estrategia de deuda, de instrumentos financieros ajustados a la inflación, aunque la deuda nominal pueda ser menos arriesgada desde el punto de vista de la previsibilidad del servicio de la deuda. La función de la superintendencia de seguros dentro de la SBS irá aumentando en importancia con el tiempo, a medida que un creciente número de afiliados a pensiones privadas vaya alcanzando la edad de jubilación y empiece a recibir rentas vitalicias.

LAS AUTORIDADES PERUANAS TIENEN QUE JUGAR UN PAPEL CATALIZADOR EN LA CREACIÓN DE UN ENTORNO QUE FAVOREZCA LA APARICIÓN DE SOLUCIONES FINANCIERAS ESTRUCTURADAS, SATISFACIENDO ASÍ LA CRECIENTE DEMANDA DE AFP Y SEGUROS DE VIDA, Y CANALIZANDO EL FINANCIAMIENTO HACIA LOS SECTORES MÁS NECESITADOS DE FONDOS. Es necesario un esfuerzo concertado entre distintas agencias (idealmente lideradas por una CONASEV mucho más fuerte). La claridad normativa y la estabilidad impositiva son requisitos indispensables para desarrollar instrumentos financieros estructurados, y estimulan la demanda potencial de las AFP y de otros inversionistas. Las finanzas estructuradas contribuyen a agrupar a las pequeñas entidades emisoras y a mejorar la solvencia de los títulos por encima de la que ofrece el emisor, entre otras ventajas, lo que puede ayudar a los sectores más desatendidos, como la vivienda, los proyectos de infraestructura y las PYME. Sería importante reforzar el marco básico de titularización y resolver las cuestiones pendientes en relación con el buen funcionamiento de los instrumentos de liquidez.

PARA MEDIR LA DEMANDA POTENCIAL DE TÍTULOS A LARGO PLAZO ES ESENCIAL COMPRENDER Y PRESERVAR LA NATURALEZA INTRÍNSECA DE LAS AFP COMO MEROS GESTORES DE ACTIVOS (A DIFERENCIA DE LOS PROVEEDORES DE RENTAS VITALICIAS, QUE GESTIONAN ACTIVOS Y PASIVOS), Y DISEÑAR NORMAS QUE PROMUEVAN UNA GESTIÓN DEL RIESGO SÓLIDA Y EVITEN AL MISMO TIEMPO UNA VISIÓN DEMASIADO A CORTO PLAZO. Las AFP no poseen pasivos, sino

que se dedican a gestionar fondos que son, por definición, a largo plazo. Sin embargo, el objetivo de optimización del rendimiento puede hacer que, dependiendo de las perspectivas del mercado, necesiten invertir en títulos a corto plazo. Esto debe tenerse en cuenta cuando se analizan las fuentes de financiación disponibles para la inversión a largo plazo, por ejemplo en deuda pública, vivienda e infraestructura. El regulador tiene un importante papel que cumplir cuando diseña los instrumentos de monitoreo de los resultados de las AFP en materia de inversión. Si las AFP tienen que competir sobre la base de sus rendimientos mensuales, podrían centrarse en los rendimientos a corto plazo, lo que no sería conveniente cuando se gestionan fondos que son por naturaleza de largo plazo. En el caso de Colombia, por ejemplo, el monitoreo del funcionamiento de las AFP se basa en el rendimiento acumulado cada 36 meses, lo que contribuye a fomentar las inversiones con horizontes más lejanos. A la inversa, cuando hay una buena regulación, los proveedores de rentas vitalicias (en la fase de pago de las pensiones) poseen pasivos a largo plazo y, en consecuencia, muestran interés por los activos a largo plazo, con preferencia por los rendimientos ajustados a la inflación (tasas de interés flotante o, mejor aun, indexadas con la inflación), con el fin de conservar el poder adquisitivo de los pensionistas.

EN EL CAMPO DE LA VIVIENDA, LA TITULARIZACIÓN DE HIPOTECAS A GRAN ESCALA IMPLEMENTADAS EN OTROS PAÍSES HA REDUCIDO EL COSTO DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS Y MEJORADO LA EFICIENCIA EN EL SECTOR, ADEMÁS DE PROPORCIONAR UN INSTRUMENTO DE INVERSIÓN ATRACTIVO. Para que esto sea posible, debe existir la posibilidad de transferir grandes cantidades de gravámenes hipotecarios a los nuevos propietarios.<sup>25</sup> Además, las normas relativas a la inversión de bancos y fondos de pensiones en títulos hipotecarios deberían reflejar correctamente los riesgos y beneficios de la estructura legal de una titularización, y la normativa sobre los descalses entre activos y pasivos del sector bancario tendría que reconocer el más largo plazo de las hipotecas.

LOS PLANES DE DISEÑO Y FINANCIACIÓN DE PROYECTOS DE CONCESIÓN DE INFRAESTRUCTURA DEBEN ADAPTARSE PARA SATISFACER LA NECESIDAD QUE TIENEN LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES DE TÍTULOS FIABLES. A medida que el mercado de rentas vitalicias se desarrolle, no solo las AFP, sino también las compañías de seguros de vida, podrían convertirse en inversionistas de proyectos de infraestructura y concesiones. Estos inversionistas demandarán instrumentos en moneda local a largo plazo dignos de crédito, especialmente si están indexados con la inflación. Dichos inversionistas estarán interesados en aquellos instrumentos de deuda denominados en moneda local de largo plazo que sean muy fiables, especialmente los ajustados a la inflación. El diseño de las concesiones puede lograr estas buenas calificaciones por intermedio de diversos mecanismos de ampliación del crédito, como por ejemplo las garantías parciales de riesgo multilaterales, cuentas especiales para capturar los flujos futuros estatales destinados a la concesión (de existir estos), primeras pérdidas por el concesionario, compañías de seguros financieros especializadas

---

25 Es poco probable, dado el sistema peruano de registro, su dotación de personal y sus procedimientos, que pueda transferirse el gravamen en un periodo inferior a varias semanas. Aunque ya se ha iniciado un proyecto para mejorar los sistemas, tardará todavía un tiempo en completarse.

(como en Chile), etcétera. Para diseñar concesiones que cumplan los requisitos necesarios para obtener el adecuado financiamiento, es imprescindible la coordinación entre el MEF, ProInversión, los inversionistas institucionales, la CONASEV y la SBS.<sup>26</sup>

ADEMÁS, CONVENDRÍA ESTUDIAR LAS INVERSIONES EXISTENTES EN CAPITAL DE RIESGO EN EL PERÚ E IDENTIFICAR LAS RESTRICCIONES, DE HABERLAS, A LAS QUE SE ENFRENTA ESTE COMPLEMENTO VIABLE DEL MERCADO DE VALORES. La evidencia circunstancial sugiere que los inversionistas internacionales y locales muestran un limitado interés por las participaciones minoritarias en el capital de sectores potencialmente rentables como el energético. Entonces, sería útil hacer un repaso exhaustivo de los obstáculos legales, reglamentarios e institucionales a los que se enfrenta la inversión en capital privado. En el caso de México, esto ha conducido a una revisión de las leyes que regulan el mercado de valores y de ciertas disposiciones fiscales.

EL GOBIERNO TENDRÁ QUE HACER UN ESFUERZO CONSTANTE PARA LOGRAR UN FRÁGIL EQUILIBRIO, EMITIENDO DEUDA INTERNA PARA REDUCIR EL RIESGO ASOCIADO A LA DEUDA PÚBLICA Y PROPORCIONAR UNA REFERENCIA DE MERCADO, PERO TENIENDO CUIDADO DE NO DESPLAZAR LA DEMANDA DE TÍTULOS PRIVADOS, Y TODO ELLO EN UN CONTEXTO MACROECONÓMICO ESTABLE Y SÓLIDO PARA CONSEGUIR UNA DESDOLARIZACIÓN SOSTENIBLE. La gestión de la deuda pública ha logrado desarrollar una curva de rendimiento en moneda local (hasta treinta años en el caso de los VAC, y hasta veinte años en el de las tasas nominales), y ha supuesto avances significativos en materia de desdolarización, pero esta tendencia a la desdolarización solo podrá mantenerse si se siguen aplicando políticas macroeconómicas sólidas y creíbles. La curva de rendimiento de la deuda pública también representa un indicador de referencia útil para los emisores privados (por ejemplo en proyectos de infraestructura). Pero si la deuda pública interna creciera demasiado rápido podría acabar mermando el interés de los inversionistas institucionales por inversiones alternativas (por ejemplo, en infraestructura, vivienda, empresas privadas, entre otras).

## ***Bibliografía***

- De la Torre, Augusto. 2006 (en prensa). «Market Friendly Roles for the Invisible Hand».
- Hanson, James (codirector). 2005. «Peru Financial Sector Assessment». Actualización conjunta del FMI/BM del Programa de Evaluación del Sector Financiero.
- Helms, Brigit. 2006. «Access for All—Building Inclusive Financial Systems», libro CGAP.
- Rocha, Roberto y otros. 2006 (en prensa). «Study of the Chilean Annuities Market».
- Western Hemisphere Credit Reporting Initiative. 2006 (en prensa). «Assessment and Observations on the Credit and Loan Reporting Systems of Peru». WHCRI.

---

26 Para más detalles sobre las necesidades de financiamiento de concesiones e infraestructuras, véase el capítulo sobre la prestación de servicios públicos y el uso de concesiones y asociaciones público privadas.



## **Anexo I**

### **Cuadro 1. Principales recomendaciones para el sector financiero**

	<b>Marco temporal*</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Gobierno debe mantener y reforzar un marco macroeconómico estable.</li> </ul>	CP-MP
<b>A. Estabilidad del sector bancario</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• El BCRP debe reforzar el marco institucional que regula sus funciones como prestamista en última instancia.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La SBS debe mejorar el sistema interno de calificación de las entidades bancarias.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Enmendar la normativa que rige los préstamos reestructurados con el fin de vincular la clasificación de los prestatarios con su historial demostrado de recuperaciones en el curso de uno o dos años.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Suspender las prácticas contables que no se correspondan con las NIC.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ampliar el actual sistema de resolución de crisis bancarias.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigir una provisión de 100 por ciento del valor de los activos en el exterior en los supuestos en los que a la SBS no le esté permitido revisar e inspeccionar completamente los activos exteriores de las instituciones financieras.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alcanzar acuerdos para el intercambio de información con una serie de centros importantes en el exterior.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Revocar licencias o prohibir a los bancos operar en aquellas jurisdicciones que no permiten a la SBS realizar una supervisión eficaz de las instituciones exteriores relevantes.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducir el tamaño de los depósitos cubiertos por seguros.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Limitar los pasivos públicos asociados a actuaciones de los bancos del sector público y hacer transparentes los subsidios.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reevaluar el riesgo asociado a un volumen de divisas elevado o escaso.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforzar la regulación del riesgo de moneda extranjera.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modificar el programa Mivivienda para que los préstamos solo se otorguen en nuevos soles (posiblemente indexados) con el fin de estimular la desdolarización.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crear incentivos para que los bancos adopten y apliquen técnicas de gestión del riesgo para afrontar el riesgo crediticio.</li> </ul>	MP
<b>B. Mejora del acceso a crédito de las PYME</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mantener los niveles actuales de reembolso de los préstamos.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ampliar el proyecto piloto de corte comercial sobre una base nacional.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforzar y promover iniciativas para la titulación de tierras, unificar los registros de garantías y aprobar un marco legal adecuado para las garantías muebles.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Remover todos los obstáculos existentes para una oferta más amplia de instrumentos financieros especializados como el arrendamiento financiero, el factoraje, el financiamiento garantizado mediante el depósito de mercancías y mecanismos de mitigación del riesgo climático que benefician a las PYME.</li> </ul>	CP-MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforzar la supervisión de las instituciones de microfinanciamiento.</li> </ul>	CP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ampliar el marco de gobierno de las instituciones de microfinanciamiento.</li> </ul>	MP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Promover la consolidación del mercado de intermediarios de microfinanzas.</li> </ul>	MP

<b>C. Crecimiento del sistema de pensiones y disponibilidad de instrumentos financieros</b>	
• Resolver los problemas legales relacionados con los pactos de recompra e implementar instrumentos para la gestión de posiciones (operaciones a plazo y cesión de valores en préstamo).	CP
• Coordinar los esfuerzos para desarrollar un vector de precios eficiente aplicarlo a todo el sistema.	CP
• CONASEV/SBS/MEF/BCRP deben flexibilizar cualquier restricción legal, reglamentaria, fiscal o institucional de los instrumentos financieros estructurados, para fomentar una mayor emisión en relación con los proyectos de infraestructura, la vivienda y las PYME.	CP-MP
• Reforzar la capacidad institucional de la CONASEV y su papel como agencia líder para el desarrollo del mercado de capitales; mejorar la coordinación entre la SBS y la CONASEV.	MP
• Evaluar el impacto de los multifondos, ampliar el intervalo alrededor del rendimiento de referencia, fomentar la aparición de nuevas AFP que cobren menores tasas, ajustar los incentivos para mejorar la competencia y el rendimiento a largo plazo de los afiliados, y analizar la posibilidad de un cambio parcial a las comisiones basadas en los activos gestionados.	CP
• Analizar las inversiones en capital de riesgo e identificar/eliminar las restricciones al crecimiento.	MP
• Aumentar de forma gradual los límites impuestos por el BCRP a las inversiones de las AFP en el extranjero hasta el límite legal de 20 por ciento.	MP
• La DNEP (dirección nacional de endeudamiento público) debe desarrollar con cuidado el mercado de deuda interno para no expulsar de él los títulos emitidos por el sector privado.	MP
• La DNEP debe incluir en su estrategia de deuda el desarrollo de instrumentos de deuda denominados en moneda local y ajustados a la inflación para responder a la necesidad que tienen los proveedores de rentas vitalicias de mantener el poder adquisitivo de los pensionistas.	MP
• La DNEP debe promover el intercambio activo de títulos mediante un cuidadoso diseño de los instrumentos de deuda y de la emisión de deuda, y revisar el sistema de operadores primarios.	CP-MP
• Potenciar los recursos de regulación y supervisión del sector de seguros, para el creciente volumen de rentas vitalicias.	MP

\* Marco temporal recomendado: Corto plazo (CP, en un año) y mediano plazo (MP, en cuatro años). Los capítulos sobre sostenibilidad fiscal y el manejo de la deuda pública y sobre el sistema de pensiones contienen otras recomendaciones relativas al sector financiero.

**Cuadro 2. Indicadores macroeconómicos seleccionados, Perú 2001-04**

Población total (fines de 2003, en millones)				28,89	
PBI per cápita (2003)				\$2.131	
		<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>Sector real</b> (variación porcentual anual, a menos que se indique otra cosa)					
PBI real		0,2	4,9	3,8	5,1
Demanda interna real		-0,6	4,0	3,3	4,3
Índice de precios al consumo (final del periodo)		-0,1	1,5	2,5	3,5
Tasa de desempleo		9,2	9,4	9,4	9,4
Inversión interna bruta (en porcentaje del PBI)		18,8	18,8	18,8	18,6
Ahorro nacional (en porcentaje del PBI)		16,5	16,8	17,0	18,5
<b>Sector financiero</b> (variación porcentual media anual)					
Base monetaria		7,9	11,0	10,1	25,3
Masa monetaria en sentido amplio (M3)		4,9	4,4	1,9	11,3
Crédito neto al sector privado		-2,6	-1,5	-3,5	3,7
Tasa de interés preferencial de los préstamos a 90 días, moneda local (final del periodo)		5,0	5,1	3,3	3,8
Tasa de interés preferencial de los préstamos a 90 días, moneda extranjera (final del periodo)		3,1	2,4	1,7	1,7
Diferencial - EMBI+ Perú (puntos básicos, final del periodo)		513	620	312	220
Índice de la Bolsa de Valores (en dólares)		342	396	701	1.132
Volumen acumulado de CD del BCRP (en millones de dólares)		534	553	1.183	2.516
<b>Sector público</b> (en porcentaje del PBI)					
Saldo primario combinado del sector público		-0,0	-0,0	0,5	1,0
Saldo global combinado del sector público		-2,3	-2,2	-1,7	-1,1
Deuda combinada del sector público		46,6	47,1	47,7	45,2
Interna		10,8	10,3	10,1	9,4
Externa		35,8	36,9	37,6	35,9
<b>Sector exterior</b> (niveles expresados en dólares, a menos que se indique otra cosa)					
Nuevos soles por dólar (final del periodo)		3,44	3,52	3,47	3,28
Balanza por cuenta corriente		-1.157	-1.127	-1.062	-70
Balanza comercial		-194	306	731	2.729
Inversión extranjera directa (neta)*		810	1.070	2.156	1.100
Inversión de cartera (neta)		-299	-291	-472	-1.012
Reservas oficiales brutas (final del periodo):		8.838	9.690	10.206	12.643
– en meses de importaciones		11,0	11,7	11,3	12,0
– en porcentaje de la deuda a corto plazo		162,0	164,4	221,8	265,1
– en porcentaje de la masa monetaria en sentido amplio		62,6	65,9	67,4	77,0
– en porcentaje de los depósitos bancarios en moneda extranjera		92,5	100,6	107,3	133,4
Deuda externa total (en porcentaje del PBI)		50,7	49,3	49,1	45,8
<b>De la cual:</b> Deuda del sector público**		35,7	36,8	37,6	35,8
Deuda del sector privado**		8,9	7,9	7,3	6,0
Servicio de la deuda total/exportaciones (en porcentaje)***		40,1	45,0	30,6	25,6

**Fuentes:** BCRP, MEF y proyecciones del personal del FMI.

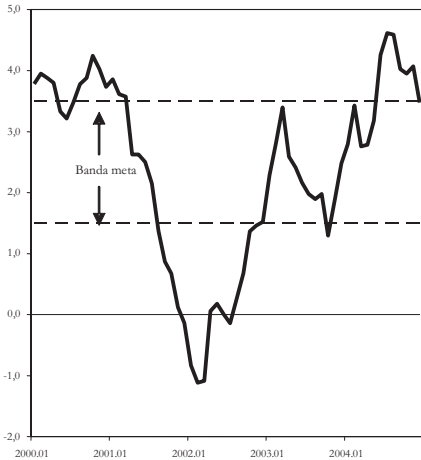
\* Incluyendo la privatización.

\*\* Deuda a mediano y largo plazo.

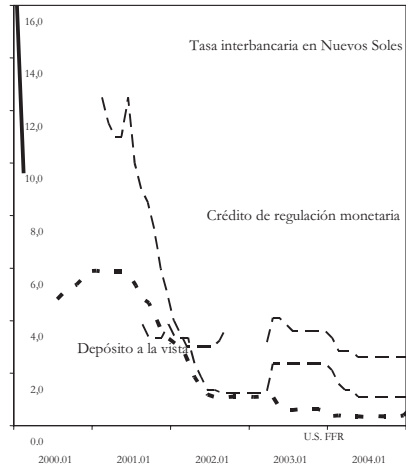
\*\*\* Exportaciones de bienes y servicios (excluyendo la renta de los factores).

**Gráfico 1. Indicadores seleccionados, Perú 2000-04**  
**(Datos mensuales)**

Tasa de inflación (IPC)  
(En porcentaje)

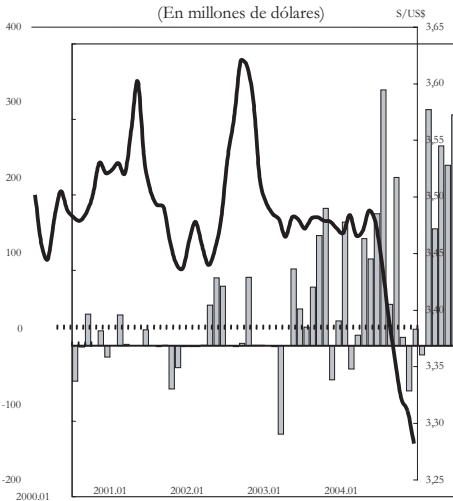


Tasas de interés interbancarias  
(En porcentaje)

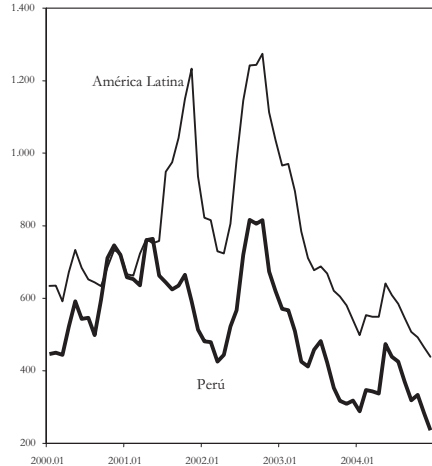


Intervención cambiaria del BCRP y  
tipo de cambio soles/dólares

(En millones de dólares)



EMBI+ diferenciales  
(En puntos básicos)



**Fuentes** BCRP y estimaciones del personal del FMI y del Banco Mundial.

**Cuadro 3. Perú: Estructura del sistema financiero, 2001-04 (En millones y porcentajes)**

	Diciembre-01			Diciembre-02			Diciembre-03			Diciembre-04			
	Número	Activos	Porcentaje	Número	Activos	Porcentaje	Número	Activos	Porcentaje	Número	Activos	Porcentaje	
	USD	PBI	de los	USD	PBI	de los	USD	PBI	de los	USD	PBI	de los	
		del	activos		del	activos		del	activos		del	activos	
			totales			totales			totales			totales	
Bancos comerciales, de los cuales 1/:	15	18,207	33,96	15	17,960	31,86	14	17,517	28,90	14	19,276	29,14	
Bancos extranjeros 2/	12	11,525	21,50	11	10,655	18,90	11	9,766	16,11	11	10,764	16,27	
Tres mayores bancos	3	12,145	22,65	3	12,144	21,54	3	12,713	20,98	3	13,973	21,12	
Cuatro mayores bancos	4	13,649	25,46	4	13,611	24,14	4	14,280	23,56	4	15,740	23,79	
Bancos de titularidad pública	2	3,246	6,05	3	3,187	5,65	3	3,288	5,43	3	3,744	5,66	
Banco de la Nación	1	2,106	3,93	1	2,117	3,76	1	2,239	3,69	1	2,590	3,91	
COFIDE	1	1,140	2,13	3,8	1	1,043	1,85	1	1,024	1,69	1	1,119	1,69
AgroBanco 3/	1			1	27	0,05	1	25	0,04	1	35	0,05	
Fondos de pensiones (FPP)	4	3,589	6,69	4	4,484	7,95	4	6,311	10,41	4	7,820	11,82	
Intermediarios no bancarios	33	2,338	4,36	31	2,406	4,27	28	2,663	4,39	26	3,020	4,56	
Empresas de seguros 4/	16	1,224	2,28	15	1,413	2,51	14	1,779	2,94	12	2,181	3,30	
Empresas de arrendamiento financiero	7	747	1,39	6	594	1,05	6	469	0,77	6	470	0,71	
Almacenes generales de depósitos	5	47	0,09	5	44	0,08	4	44	0,07	4	47	0,07	
Empresas financieras	5	320	0,60	1,1	5	355	0,63	1,2	4	371	0,61	1,2	
Instituciones de microfinanciamiento no bancarias	39	525	0,98	1,9	40	696	1,23	40	923	1,52	40	1,197	
Cajas Municipales	14	362	0,68	1,2	14	495	0,88	1,7	14	674	1,11	2,3	
Cajas Rurales	12	100	0,19	0,3	12	122	0,22	0,4	12	143	0,24	0,5	
EDPYME	13	63	0,12	0,2	14	79	0,14	0,3	14	106	0,17	0,4	
Sistema financiero total	93	27,905	52,05	100,0	93	28,733	50,97	100,0	89	30,702	50,66	100,0	
												87	
												35,057	
												52,99	

**Fuente:** SBS.<sup>1</sup> En diciembre de 2000 se anunció la intervención de dos bancos y la fusión entre otros dos, de manera que el número se redujo a quince.<sup>2</sup> Se considera que la titularidad es extranjera cuando la participación del capital foráneo es superior al 50 por ciento del capital.<sup>3</sup> Comenzó sus operaciones en 2002.<sup>4</sup> Datos de seguros correspondientes a noviembre de 2004.