

---

# REPENSANDO EL MERCADO DE CAPITALES PERUANO EN EL CONTEXTO DE LAS AFP

PABLO SECADA<sup>1</sup>

---

1 Economista jefe, Instituto Peruano de Economía (IPE).

## INTRODUCCIÓN

Aunque en nuestro país están ocurriendo muchas cosas interesantes y hay signos alentadores para el futuro, en algunas áreas existe también demasiada autocomplacencia. Un ejemplo relevante lo constituye el mercado de capitales: aunque las condiciones políticas parecen favorecer un cambio, faltan propuestas ambiciosas que hagan frente a los problemas ya identificados.

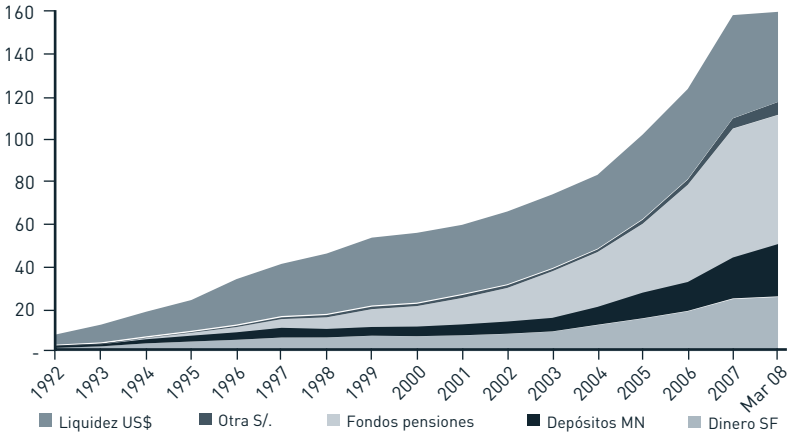
El esquema de este documento tiene la siguiente estructura. En primer lugar, se da cuenta de la importancia de los fondos privados de pensiones como fuente de financiamiento para la inversión y de los avances en el Sistema Privado de Pensiones (SPP). En segundo lugar, se identifican los temas que están pendientes para el SPP y el mercado de capitales peruano. Y por último, se resumen algunas propuestas de reforma al mercado de capitales peruano.

### I. IMPORTANCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y AVANCES EN EL SPP

¿Qué tan importante son los fondos de pensiones en la economía peruana? Según los antecedentes que se resumen en el Gráfico 1, estos representan 73% del ahorro interno, 77% de la inversión total y 96% de la inversión privada en el país. Indudablemente, los fondos de pensiones son muy relevantes como fuente de financiamiento de la inversión en nuestro país.

Los avances en el SPP han tenido que ver con cinco temas clave: la flexibilización del límite de inversiones en el exterior; la creación del esquema de multifondos; la eliminación de los límites por instrumento y el establecimiento de límites por clase de activos; el establecimiento de límites por emisor en función del tamaño de la empresa; y el aumento en la gama de instrumentos disponibles en el mercado local.

**GRÁFICO 1**  
**LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO (S/. MILLONES)**



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

## II. TEMAS PENDIENTES: SPP Y MERCADO DE CAPITALES

Es bien conocido que en el país existe un exceso de demanda por instrumentos financieros. Los fondos institucionales compran los papeles disponibles y se los quedan, sobre todo en el mercado de deuda. Se trata principalmente de un mercado primario de deuda. En las acciones sucede lo contrario: hay un mercado secundario de acciones y casi no hay mercado primario (la última emisión relevante antes de la corporación del grupo Intercorp fue Graña y Montero en el año 1997).

La primera pregunta es: ¿Se puede diversificar el riesgo Perú? Y la segunda: ¿Se quiere diversificar el riesgo Perú?

El MSCI<sup>2</sup> Perú equivale a menos de 0,07% del MSCI Mundo; la deuda peruana equivale a 2,23% del EMBI<sup>3</sup> Global; la deuda soberana emergente asciende a 5,1% de un portafolio diversificado de deuda global.

2 Morgan Stanley Capital Index.

3 Emerging Markets Bond Index.

Entonces, para los pensionistas típicos que tienen sus negocios en el Perú, su hogar en el Perú, y sus ahorros en el Perú, que más de 85% de su pensión esté expuesta al riesgo Perú es un grave error financiero. Lo que sugerimos, en consecuencia, es que se elimine el límite de inversión en el exterior para los fondos de pensiones, y que las AFP decidan en qué medida quieren diversificar el riesgo del país.

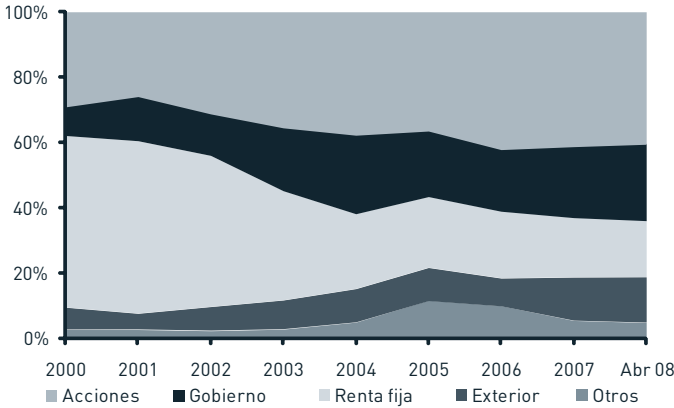
En este contexto, ¿cuál es la transición que enfrentan las AFP? Se necesita que pasen de dominar un mercado en el cual ellas son el principal demandante de fondos –lo cual contribuye al exceso de demanda que hay en el mercado de capitales peruano–, con información muy buena al tener directores en las compañías en las que invierten, a ser un inversionista más, otro cliente que el banco de inversión llama para ofrecerle sus recomendaciones de inversión o para informarle sobre una nueva emisión que van a sacar en el mercado.

Esto no es trivial; es una transición compleja que exige todo un cambio en la forma de manejar el portafolio de inversiones y de diseñar la política de inversiones, para lo que no sabemos si estén preparadas.

Existen también otros temas que se debe discutir. En el Gráfico 2, donde se muestra la diversificación de los fondos de pensiones por instrumentos, se aprecia que la mayor parte de los fondos se encuentra invertida en acciones. En general, para un sistema de fondos de pensiones que es joven, con muchas personas aún lejos de la edad de jubilación, esto tiene sentido. Sin embargo, no podemos hacer abstracción de las limitaciones del mercado de capitales peruano. La curva de deuda corporativa peruana está por debajo de la misma curva en países que tienen grado de inversión hace años. La valoración relativa de la acción de una cementera o de un banco o de una empresa del sector que ustedes quieran en el Perú, es mayor que la de una acción similar en países que tienen muchísimas mejores perspectivas, muchísimo mayor grado de institucionalidad. En general, el mercado de capitales peruano negocia a una prima contra otros mercados emergentes que se podría denominar la “prima de los inversionistas institucionales locales” o la “prima de las AFP”.

En relación con la exposición de los fondos al riesgo soberano directo, aún recuerdo en Argentina a los analistas del banco y a los administradores de fondos de pensiones del grupo en el que trabajé, discutiendo por qué estaban tan poco expuestos los portafolios al riesgo soberano de Argentina, en comparación con otros países donde la exposición directa de los portafolios institucionales a los respectivos riesgos soberanos era mucho mayor.

GRÁFICO 2  
DIVERSIFICACIÓN DEL FONDO DE PENSIONES (% DEL FONDO)



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR.

Sin duda, ahora que sabemos lo que pasó con las AFJP<sup>4</sup> en Argentina, estas discusiones podrían ser motivo de burla. Sin embargo, algo similar pasa en el Perú; solo nos concentramos en la exposición de los fondos al gobierno y concluimos que las AFP en el Perú, en promedio, tienen menos deuda pública que las AFP de otros países. Sin embargo, ¿qué hubiera pasado con ese portafolio si el señor Humala hubiese sido elegido y tomado decisiones similares? La exposición al riesgo soberano es mucho más que la exposición a la deuda pública.

¿Cómo se asignarían las inversiones si el mercado peruano fuera más eficiente? En la primera columna del Cuadro 1 se muestra la distribución de la cartera de inversión en acciones de las AFP a fines del año 2007. En esa fecha, 16% estaba en Credicorp; 14%, en Minas Buenaventura; etcétera. En la segunda columna se simula una distribución del portafolio de acciones de acuerdo con la capitalización bursátil de las empresas respectivas. Si estuviéramos en un mercado eficiente, ese sería un *benchmark*, y los administradores decidirían si estar sobreponderados o subponderados respecto a un índice de esta naturaleza.

4 Administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones.

CUADRO 1

## PARTICIPACIÓN EN CARTERA DE ACCIONES: MERCADO ACTUAL FRENTE A MERCADO MÁS EFICIENTE (DICIEMBRE DEL 2007)

	Participación en cartera de acciones	Composición de "Índice AFPable"	Sobre o subponderación de este Índice	Inversión/capitalización bursátil
Credicorp Ltd.	16,2%	10,7%	1,5	19,2%
Cía de Minas Buenaventura	14,4%	11,7%	1,2	15,6%
Southern Peru Copper corporation	11,5%	47,3%	0,2	3,1%
Volcan Cía. Minera	9,4%	3,0%	3,0	40,0%
Minsur	6,6%	1,6%	4,2	52,7%
Milpo	5,7%	2,6%	2,2	28,4%
Edegel	4,0%	1,8%	2,2	27,9%
Cementos Lima	3,7%	1,6%	2,4	30,3%
Atacocha	3,6%	1,0%	3,5	44,7%
Energía del Sur	3,6%	1,5%	2,3	29,5%
Alicorp	3,5%	1,2%	2,9	36,1%
Ferreyros	3,3%	1,0%	3,4	42,4%
Graña y Montero	3,0%	1,3%	2,3	29,5%
Intergroup	2,4%	2,4%	1,0	12,2%
Cementos Pacasmayo	2,2%	1,1%	2,0	25,9%
Edelnor	2,1%	0,9%	2,4	30,4%
Refinería La Pampilla	1,6%	0,5%	3,0	37,5%
Luz del sur	1,6%	1,2%	1,3	16,0%
Banco Continental	1,4%	4,2%	0,3	4,2%
Scotiabank Perú	0,1%	3,3%	0,0	0,2%
Empresa Editora El Comercio	0,0%	0,1%	0,5	6,3%

FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR.

En la tercera columna se muestra precisamente la sobre o subponderación del portafolio de acciones respecto de este índice, o, en otras palabras, cuántas veces más representa la acción respectiva en el portafolio de los fondos de pensiones respecto a lo que se tendría si la Bolsa de Lima fuera eficiente y las inversiones se asignaran siguiendo un índice de capitalización bursátil.

En las partes sombreadas del Cuadro 1 se identifican las acciones con sobreponderaciones "excesivas". Se comprueba que los fondos de pensiones están sobreponde-

rados en, básicamente, *commodities*, dos empresas mineras, una empresa que refina petróleo y una empresa que importa y produce bienes de capital a la economía peruana.

Aunque, sin duda, este es un análisis muy general e imperfecto, ilustra bien el reto que enfrentarían las AFP en caso de pasar de ser el único inversionista en un mercado de capitales poco eficiente, a ser un actor más en un mercado de capitales eficiente.

El Cuadro 1 muestra cuál es el exceso de demanda institucional, el flujo de la demanda institucional contra el flujo de la oferta de papel. Se observa consistentemente un exceso de demanda de varios miles de millones de dólares, lo que explica el mayor valor relativo de acciones que listan en la Bolsa de Lima contra otras acciones de mercados emergentes, y por qué la curva de deuda corporativa está consistentemente debajo de la curva corporativa de economías mucho más diversificadas, con mayor institucionalidad y que tienen el grado de inversión consistentemente desde hace mucho tiempo.

Un par de ejemplos nos ayudarán a destacar aun más esta situación: la inversión de las AFP representa 53% de la capitalización bursátil de Minsur; si la perspectiva del estaño se deteriora, ¿a quién podrán vender las AFP 53% de la empresa? O si las perspectivas del zinc se deterioran, ¿qué pasaría con el 40% de participaciones de los fondos de pensiones en Volcan y en Atacocha?

### III. ANÁLISIS Y PROPUESTAS DE MODERNIZACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL PERÚ

En esta sección se presenta un resumen del estudio *Análisis y propuestas de modernización del mercado de capitales en el Perú*<sup>5</sup>.

#### Aspectos institucionales

La idea del estudio era generar una instancia público-privada para identificar obstáculos y generar iniciativas que ayudaran a desarrollar el mercado de capitales en el Perú. Instrumentos similares han sido usados por países que muestran avances significativos en sus respectivos mercados, y resultan especialmente necesarios en nuestro país, donde, lamentablemente, el sector público tiene pocos profesionales de buen nivel porque se han reducido los sueldos y porque el riesgo de enfrentar un

5 Estudio preparado por Felipe Morris, Javier Tovar y Pablo Secada (2007).

juicio en el sector público es altísimo. En ese contexto, se requiere aun más de una iniciativa público-privada para liderar una propuesta de reformas.

Había consenso absoluto entre los privados en que el regulador, o los reguladores, tenían que enfrentar reformas, principalmente la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), y había desde propuestas moderadas hasta propuestas más agresivas. La más agresiva de todas: la creación de una Superintendencia de Banca, Seguros y Valores (SBSV) con autonomía presupuestal y financiera, que minimizara la discrecionalidad del regulador.

En cuanto a las reformas referentes al gobierno corporativo, había un poco menos de consenso. Las reformas del gobierno corporativo están en la boca de todos, pero no están en el grado en que deberían en una Bolsa que se ha desmutualizado, ni están en el grado en que deberían, por ejemplo, en los comités de inversiones de las AFP.

Por último, la mayoría de personas –incluyendo a algunos empresarios– no entienden bien qué es el mercado de capitales. Por ello se propuso adoptar un programa de difusión y modernización del mercado de capitales.

### **Demanda: AFP**

En esta oportunidad voy a poner énfasis en las propuestas que tienen que ver directamente con las AFP. El tema de límite de inversiones en el exterior no generó consenso entre los actores privados del mercado de capitales. Los autores de la propuesta de reforma del mercado de capitales sugerimos promover una mayor competencia en la administración de las pensiones, pero la propuesta no fue acogida. En todo caso, esta es una propuesta válida y aplicable a toda la administración de pensiones, no solamente a los aportes voluntarios.

### **Oferta**

Desde la perspectiva de la oferta de instrumentos financieros, hay muchas cosas que se puede hacer para promover que más empresas entren al mercado de capitales. Una de las propuestas era la de generar un mercado de derivados y un mercado de dinero más activo. Sin embargo, esa propuesta ha retrocedido, en parte por los controles de capitales que ha puesto el Banco Central en los últimos meses para reducir la especulación a favor del sol (una especulación que, en mi opinión estabiliza el mercado cambiario –o lo estabilizó en su momento– y no lo contrario).



## CONCLUSIONES

Sin duda, el mercado de capitales peruano ha avanzado muchísimo (toda la Bolsa de Valores de Lima negociaba un cuarto de millón de dólares hace quince años, frente a unos US\$ 15-20 millones actualmente), y no se debe dejar de reconocer estos avances. Sin embargo, tampoco debemos caer en la complacencia. Hay mucho más por hacer, y específicamente en lo relacionado a las inversiones de los fondos de pensiones, que enfrentan un riesgo financiero importante.

Es necesario entonces asumir el liderazgo de los cambios y pasar a un esquema de pensiones con portafolios mejor diversificados; con mayor cobertura; con mayor competencia; y con mayores y mejores servicios.

Al mismo tiempo, hay que perfeccionar nuestro mercado de capitales. Hace algún tiempo se mostraba en nuestra televisión una propaganda en la que unas niñas disfrazadas imitaban a señoras hablando durante el té. La idea que vendía el comercial era la de unas niñas involucradas en temas de adultos. Precisamente es esa la impresión que tengo, en algunos casos, al escuchar las discusiones entre operadores en el mercado de capitales peruano: son como niñas agrandadas que creen estar operando en la Bolsa de Londres o en la Bolsa de Nueva York o en la Bolsa de Futuros de Chicago, cuando en realidad están comprando y vendiendo acciones luego de que alguien les diera el dato de cómo vienen los resultados de las empresas el próximo trimestre.