



11 temas urgentes para el país

Sistema financiero

¿Cómo aumentar la profundidad del mercado
financiero peruano?

Claudia Cooper
Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO



11 temas urgentes para el país

El presente trabajo busca indagar en los principales factores que vienen limitando el desarrollo y la profundidad del mercado de capitales en el Perú. Para este fin nos focalizaremos en factores de oferta, como la gran preponderancia del crédito bancario en la estructura de financiamiento peruana, y en factores de demanda, como la excesiva concentración de las carteras de los inversionistas institucionales en relativamente pocos instrumentos. Analizaremos brevemente los riesgos y costos de las actuales estructuras de financiamiento y ahorro en el Perú.

1. Diagnóstico del mercado de financiamiento en el Perú

1.1 Bajo desarrollo de la oferta de instrumentos

1.1.1 Indicadores referidos a una mejora en la oferta de instrumentos

Indicadores de profundidad financiera

Los indicadores tradicionales para medir la profundidad financiera son los saldos de las diferentes alternativas de crédito sobre PBI. El Perú muestra baja profundidad en el sector financiero en general, pero el atraso es aún mayor en lo referente al mercado de capitales.

1.1.2 Nulo desarrollo del financiamiento a través del mercado de capitales

El mercado financiero de crédito sigue siendo fundamentalmente un mercado de crédito bancario con un limitado desarrollo del mercado de acciones y especialmente de bonos, principal alternativa de financiamiento frente al crédito bancario. Desde el 2005, el crédito bancario viene sobrepasando categóricamente a los bonos como principal fuente de financiamiento de las empresas corporativas, las cuales han optado por los bancos en detrimento del mercado de capitales.

Así, los bancos ante el enorme flujo de depósitos que han venido recibiendo en los últimos años y en su necesidad de rentabilizar su balance, estarían optando por otorgar créditos a tasas menores que la tasa a la que corresponde el plazo del crédito.



11 temas urgentes para el país

1.1.3 Descalce en los balances de la Banca Múltiple

Los bancos han venido descalzando sus balances en un contexto de tasas a la baja, al verse forzados a colocar los fondos provenientes de sus depósitos. Según lo expuesto en la Tabla 1, préstamos [de consumo y a empresas] e hipotecas y leasing son las colocaciones con mayor demanda anual de fondos.

1.1.4 Sistema tributario no homogéneo

Un tratamiento igualitario a las emisiones en el exterior generaría una mayor demanda por los instrumentos financieros peruanos, lo que elevaría su precio y reduciría su tasa de interés.

A la ventaja del crédito bancario en cuanto a costo, hay que añadir la existencia de un sistema tributario distorsionado, en lo que al mercado financiero refiere. Un primer ejemplo de estas distorsiones está en el hecho de que mientras los bonos emitidos por oferta pública en el exterior están gravados con IGV, los emitidos por

oferta pública local están exonerados temporalmente. Las empresas financieras grandes y las multinacionales que requieren acceder a inversionistas extranjeros han optado por hacer sus emisiones en el extranjero bajo la autoridad tributaria extranjera. Otro ejemplo de estas distorsiones radica en la exoneración de los depósitos bancarios al impuesto a la renta, ventaja con la que no cuentan los instrumentos de renta fija provenientes del sector privado¹.

Un tratamiento igualitario a las emisiones en el exterior generaría una mayor demanda por los instrumentos financieros peruanos, lo que elevaría su precio y reduciría su tasa de interés. La vertiginosa caída de las tasas de largo plazo de los bonos soberanos peruanos desde su lanzamiento en el mercado internacional en el año 2002, es una muestra de ello.

La principal causa del bajo desarrollo del mercado de deuda está en el relativo bajo costo del crédito bancario frente a la alternativa de financiamiento a través del mercado de capitales. En resumen, esto se debe a: [i] que los bancos estén financiando colocaciones con depósitos a plazos diferentes [descalce del balance] y [ii] un trato tributario discriminatorio entre los productos bancarios y los del mercado de capitales.

1. Si bien se puede argumentar que la tasa es baja [5%], persisten contingencias referidas a la forma y base de cobro del impuesto, a la vez que para las empresas la tasa aplicable es 30%.



11 temas urgentes para el país

1.2 Problemas de demanda

El bajo nivel de las emisiones de bonos unido a la enorme rentabilidad que han venido generando las inversiones en acciones y monedas han llevado a los inversionistas institucionales a una fuerte concentración de instrumentos de renta variable y de dólares en sus portafolios.

Así, los relativamente altos rendimientos exigidos por las AFP, unido a los enormes fondos provenientes de los depósitos bancarios y que les permiten a éstos ofrecer financiamiento relativamente barato, han implicado el bajo desarrollo del mercado de bonos en el Perú.

A junio de 2009, el Perú mantenía un tercio de su portafolio en acciones y un 40% de éste en moneda extranjera [la participación de las acciones en los portafolios de las AFP ha crecido este año con la mejora en la performance bursátil peruana y mundial]. Esta estrategia, si bien ha implicado una interesante rentabilidad para los inversionistas, lo ha hecho a costa de una enorme volatilidad, lo que ha

impedido el desarrollo de alternativas más adecuadas para los segmentos con mayor aversión al riesgo.

Así, los relativamente altos rendimientos exigidos por las AFP, producto del costo de oportunidad que implican el mercado accionario y los mercados externos, donde las tasas de interés son más altas que las domésticas, unido a los enormes fondos provenientes de los depósitos bancarios y que les permiten a éstos ofrecer financiamiento relativamente barato, han implicado el bajo desarrollo del mercado de bonos en el Perú.

1.2.1 Indicadores referidos a una mejora en la demanda de instrumentos

Indicadores rentabilidad - riesgo o "benchmarks"

En general, para que una alternativa de inversión sea superior a otra, su ratio de rentabilidad sobre riesgo debe ser mayor. Normalmente las opciones de mayor riesgo deben mostrar una mayor rentabilidad. Analizando los diferentes fondos que ofrecen las AFP, para el periodo 2006-2010², tendríamos que la mejor alternativa estaría representada por el Fondo 1, lo que no es consistente con el hecho de que el 70% de los afiliados estén en el Fondo 2.

2. El periodo analizado es corto para este tipo de análisis, pero no hay disponibilidad de data para un periodo más largo, ya que los fondos 1 y 3 fueron creados en el 2006.



11 temas urgentes para el país

Actualmente, existe una abrumadora preferencia por el ahorro en depósitos, debido fundamentalmente a la falta de una adecuada difusión de otras alternativas más rentables.

1.3 Eficiencia del mercado de capitales

Indicador global de eficiencia: Índices de competitividad

El Perú se encuentra en el primer grupo de países de la región latinoamericana en lo que se refiere a su desarrollo financiero. Sin embargo, nuestra mayor debilidad radica en la regulación al mercado de capitales, donde el Perú ha descendido en 33 posiciones respecto al año pasado.

Las contingencias operativas generadas por la promulgación de un impuesto a las ganancias de capital, junto a la permanencia de la exoneración sobre los intereses bancarios, constituyen una clara prueba de que la regulación transita hacia la pérdida de competitividad.

2. Propuestas de reforma

2.1 Instrumentos para fomentar la oferta de instrumentos de deuda

Deuda pública: Generar mayor liquidez en los bonos de corto plazo

Generar instrumentos de corto plazo a partir de los bonos soberanos que sí tienen liquidez. Por ejemplo, titular el pago del siguiente tramo de intereses o capital facilitaría el desarrollo del tramo corto de la curva.

Bonos hipotecarios: Ampliar la competencia y reducir los riesgos de descalce

Para ello se requiere permitir a los emisores garantizar las emisiones con la cartera que van a financiar, lo que requiere ajustes normativos (existe ya la Ley de Bonos Cubiertos pendiente de aprobación en el Congreso)



11 temas urgentes para el país

Costos de Emisión [CONASEV, SBS]: Simplificar procesos, reducir contingencias legales y bajar comisiones

- Indicadores referidos a nuevos emisores [para lo que se requiere una estrategia de capacitación e incentivos].
- Indicadores referidos al tiempo y los costos de procesos de autorización de nuevas entidades y de nuevos productos y nuevas emisiones [para lo que se requiere flexibilizar requisitos, automatizar aprobaciones y reducir los costos de las contingencias legales].

Distorsiones tributarias: Eliminar asimetrías tributarias entre el financiamiento bancario y el del mercado de capitales

- Analizar los sistemas tributarios de los países que compiten por fondos con el Perú a fin de eliminar arbitrajes.
- Revisar la normatividad referente al impuesto a la renta a nivel regional a fin de no generar distorsiones tributarias que aventajes a otros países de la región y de esta forma maximizar la competitividad del país.

2.2 Instrumentos para incentivar la demanda

Benchmark para las AFP: Generar instrumentos para evaluar, según rentabilidad - riesgo, el manejo de los portafolios

Este es un objetivo de largo plazo, y para ir en esa dirección es conveniente continuar estimulando la inclusión de las ETF³. Actualmente el Perú ya cuenta con un ETF que replica el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima. El siguiente paso factible estaría en impulsar la estructuración de un ETF en soles con el subyacente de los bonos del Estado.

Evaulación del Riesgo de mercado en las AFP: Indicadores y límites de riesgos de mercado

Se requiere balancear la normativa, relajando los límites por concepto de riesgo de crédito [permitiendo más exposición a más instrumentos], y haciendo más severos los límites por concepto de riesgo de mercado.

3. Los ETF o Exchange Traded Funds representan la propiedad proporcional sobre un Portafolio de inversiones subyacente de valores que replica un índice de un mercado específico.



11 temas urgentes para el país

Desarrollar productos de rentas vitalicias en soles

Las compañías de seguros, al no encontrar instrumentos con los cuales respaldar sus obligaciones en soles ajustables, están optando por no ofrecer las rentas de jubilación en moneda nacional reajutable a la inflación, favoreciendo al mercado en dólares y dificultando el proceso de solarización.