consorcio de investigación
económica y social

Un Balance del Sistema Financiero Peruano para el año 2004

Miguel Ángel Martín M.
(*mamartin@pucp.edu.pe*)
Centrum Católica

Roddy Rivas-Llosa M.
(*rivasllosa_rn@up.edu.pe*)
Universidad del Pacífico

Noviembre 2004

Índice

RESUMEN EJECUTIVO **3**

1. INTRODUCCIÓN **7**

2. UN BALANCE DEL SISTEMA FINANCIERO PERUANO PARA EL AÑO 2004 ..... **8**

2.1. VISIÓN GENERAL DEL ENTORNO ECONÓMICO 8
2.1.1. Crecimiento de la economía *8*
2.1.2. Inflación y tipo de cambio *9*
2.1.3. Tasas de interés *12*
2.1.4. Riesgo país *15*
2.1.5. Dolarización *17*
2.2. MERCADO DE VALORES 18
2.3. BANCOS Y FINANCIERAS 21
2.3.1. Tasas de interés según tipo de operación – En moneda nacional *21*
2.3.2. Tasas de interés según tipo de operación – En Dólares Americanos *23*
2.3.3. Valores agregados del sector bancario *24*
2.3.4. Indicadores financieros del sector bancario *26*
2.4. ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES 31
2.4.1. Fomento de la competencia *34*
2.4.2. Multifondos *36*
2.4.3. Gestión de riesgos *37*
2.4.4. Nuevas AFPs *37*
2.5. FONDOS MUTUOS, DE INVERSIÓN Y COMPAÑÍAS DE SEGUROS 38
2.5.1. Fondos Mutuos y de Inversión *38*
2.5.2. Compañías de Seguros *40*
2.6. INSTITUCIONES DE MICROFINANZAS 41
2.6.1. Introducción *41*
2.6.2. Inversiones en las Cajas Municipales *43*
2.6.3. Nuevos productos para las Instituciones de Microfinanzas *43*

3. ALGUNOS TEMAS EN LA AGENDA **44**

3.1. LÍMITES DE INVERSIÓN 44
3.2. BASILEA II 46

4. CONCLUSIONES **47**

Resumen Ejecutivo

El siguiente documento, desarrollado en noviembre de 2004 por encargo del Consorcio de Investigación Económica y Social, presenta un apretado balance del Sistema Financiero Peruano durante el año 2004, sobre la base de sus principales indicadores. Entre las principales observaciones que se desprenden del análisis se encuentran las siguientes.

- Si bien el crecimiento del PBI para el 2004 sigue de cerca la tendencia media de los últimos dos años, durante los primeros diez meses del año el crecimiento se mostró más estable que en el período correspondiente del año previo. Ello podría sugerir un afianzamiento de la expansión económica y una proyección más estable de crecimiento para los próximos años.

- El Perú superará durante el 2004 en crecimiento a economías como la de Colombia (4%) y la Unión Europea (2.2%), y mostrará una expansión similar a la experimentada por los Estados Unidos (4.3%), Japón (4.4%) y el continente Africano (4.5%). En este sentido, es importante considerar, como referencia relevante, que el promedio de países emergentes y en desarrollo, entre los que se cuenta Perú, crecerá 6.6% en el 2004 y 5.9% durante el 2005 de acuerdo con las proyecciones del FMI.

- Si bien el incremento del nivel de precios se ha mantenido en niveles controlados durante el año 2004, cabe señalar que este período ha sido testigo de tasas de inflación más altas que los tres años precedentes. Esta ligera tendencia al aumento de la inflación contrasta con la reducción de esta tasa entre los años 2003 y 2004 que mostraron otros países latinoamericanos, tales como Argentina, Chile y Colombia.

- El mercado cambiario experimentó, durante el segundo semestre del año, una fuerte tendencia hacia la apreciación del sol frente al dólar. El Banco Central de Reserva buscó defender la estabilidad del tipo de cambio mediante fuertes operaciones de compra de moneda extranjera, con poco éxito.

- Durante el año 2004 las tasas activas de interés (es decir, las tasas para préstamos) en moneda nacional experimentaron un incremento moderado, que continúa la tendencia alcista de estas tasas exhibida desde inicios del año 2003.

- Se ha continuado expandiendo de la brecha entre el costo del dinero para los prestatarios y la remuneración de los depósitos para los ahorristas. Este "spread", que constituye una de las principales fuentes de utilidad para el sector bancario, pasó de 7.5% en abril de 2003 a 9.5% en noviembre de 2004. Si bien parte importante de esta subida se verificó durante el año 2003, el reajuste continuó durante el último año. El *spread* en moneda extranjera se comprimió ligeramente durante el 2004.

- La estructura de vencimientos de las tasas de interés muestra una trayectoria convencional, ascendente hacia los plazos más largos, lo que puede explicarse por dos efectos: (a) la preferencia por liquidez de corto plazo y (b) las expectativas de pérdida de valor de la moneda en el futuro. En este sentido, se aprecia que las expectativas de los agentes sobre la pérdida de valor de la moneda en el futuro se han mantenido relativamente estables durante los últimos doce meses.

- Hacia finales del año 2004, el diferencial EMBI+ para el Perú es del orden de 270 puntos base[1]. Este nivel es resultado de una reducción progresiva del riesgo país que viene observándose desde el mes de setiembre del año 2002.

- El índice de riesgo Latinoamericano ha mostrado una evolución esencialmente proporcional al riesgo país del Perú desde el año 2002. Ello se puede explicar por el hecho de que el riesgo Perú es, en una parte significativa, resultado del riesgo regional apreciado por los inversionistas internacionales.

- En la actualidad poco menos del 82% de la magnitud de los movimientos diarios del riesgo país del Perú pueden asociarse con variaciones del riesgo a nivel regional. En adición a ello, durante los últimos cuatro años el nivel de "sincronización" del riesgo Perú y el riesgo regional se ha venido incrementando, pasando de un 57% en 2001 a un 71% en 2002 y un 72% en 2003.

- Si bien las direcciones de los cambios del riesgo país del Perú y la región se encuentran cada vez más ajustadas, no ocurre lo mismo con sus magnitudes. En particular, destaca el hecho de que el riesgo regional se redujo a un ritmo más acelerado que el riesgo país del Perú durante el año 2004. Así, mientras que este último pasó de 3.2% a 2.7% (0.5%), el primero se redujo de 5.7% a 4.5% (1.2%) entre noviembre de 2003 y el mismo mes de 2004.

- Al iniciarse el año 2001, el nivel de dolarización del sistema financiero ascendía a 60%. A noviembre del año 2004, este indicador ha retrocedido hasta alcanzar aproximadamente un 43%. El año 2004 ha continuado la tendencia decreciente observada en años previos, habiendo recogido una reducción de 5% en este coeficiente. Mientras tanto, y si bien la liquidez en moneda nacional se ha venido haciendo más abundante, la tasa de interés en soles se ha elevado, lo que podría sugerir que hay espacio para reajustes durante los próximos meses.

- La rentabilidad de mercado accionario durante el año 2004 fue muy positiva para la bolsa peruana (cuyo índice general mostró un incremento de 57% hasta fines del mes de noviembre), aunque no tan alta como la del año pasado. Esta moderación en las ganancias también se apreció en países como Argentina, Brasil, Chile y los Estados Unidos. Una excepción llamativa fue la bolsa Colombiana, que en los primeros once meses del año arrojó una ganancia de más de 100%.

- La bolsa peruana ha incrementado marginalmente su nivel de riesgo (incertidumbre) respecto a los tres años anteriores, manteniendo en este aspecto un nivel cercano al de Chile durante este período.

- Destaca la fuerte contracción del costo del crédito en moneda nacional para microempresas (que cayó 570 puntos base en los últimos dos años) e hipotecario (que cayó 460 puntos base en el mismo período). En moneda extranjera, también se ha apreciado una reducción del costo del crédito para la microempresa, ocurrido a lo largo el segundo semestre del año 2004, luego del alza sostenida iniciada doce meses antes.

- El ajuste de las tasas para microcréditos no ha operado del mismo modo en soles y dólares americanos. En el primer caso, la tasa ha venido decreciendo de un nivel alto en 2003. En el segundo caso, la tasa se ha venido ajustando al alza de niveles bajos en 2003.

[1] Denotados "pbs". Un punto base equivale a 0.01%

- A pesar del comportamiento relativamente estático de las colocaciones, el sector bancario ha mostrado un incremento sostenido de sus utilidades netas totales, tendencia que se ha mantenido sin interrupciones desde el año 2000.

- El nivel de rentabilidad del sistema bancario se ha incrementado levemente. El retorno de los activos (ROA, utilidad respecto a activos totales) se encuentra cerca de. 1.2%, mientras que el retorno del patrimonio (ROE, utilidad respecto a patrimonio total) bordea el 11%. Tal como se muestra en el Cuadro 27. Estas cifras son las mayores de los últimos años por un margen considerable.

- El grueso de los ingresos netos del sector bancario (cerca del 70%) proviene de operaciones tradicionales de colocación, posiblemente debido al mantenimiento de altos diferenciales de tasas.

- La tendencia de reducción de los costos administrativos bancarios se ha mantenido o acelerado durante el año 2004, llegando a un nivel de 58% (como referencia, en el año 2000 los gastos administrativos absorbían el 75% del margen operacional). En Chile, sin embargo, el nivel corriente de gastos administrativos representa alrededor de 6% menor carga que en Perú.

- La tasa de colocaciones vencidas (es decir, el ratio de incumplimiento del sistema) se ha reducido a la mitad entre 2001 y 2004, pasando de 12.45% a 5% en este período de cuatro años.

- La proporción de la cartera de créditos compuesta por este tipo de operaciones se ha expandido alrededor de un 65% desde enero de 2001. Si bien ha ocurrido lo opuesto con la cartera de operaciones de tarjeta de crédito, durante el 2004 esta proporción ha tendido a estabilizarse.

- Las comisiones que cobran las AFPs en el Perú a sus afiliados son las más altas de América latina. La comisión anual promedio que cada afiliado hace a su AFP es de US$ 134, muy lejos de los US$ 106 de Chile y US$ 97 de El Salvador[2].

- El porcentaje de traslados de una AFP a otra es de los más bajos de América Latina.

- Las AFPs peruanas son las que mayor Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) tienen en la región. Estos datos deberían alentar la competencia, pues demuestran que existe el margen necesario para poder rebajar las comisiones de administración y rentabilidades suficientemente altas como para que entren nuevas Administradoras al mercado.

- Las AFPs tienen una participación importante como propietarias de las principales empresas del Perú. Esta participación es en cierto modo "obligatoria", debido a la limitada cantidad de títulos de renta variable que ofrece el mercado de valores. Dicha situación desvirtúa el objetivo de las AFPs, que es el de inversión institucional y no el de dirección de empresas.

- Si bien el número de participantes en el mercado de fondos mutuos ha crecido sostenidamente, el patrimonio de este sector se ha reducido 10% durante el 2004, debido principalmente al efecto negativo de la depreciación del dólar frente al sol.

[2] Los ingresos por comisiones son netos del seguro de invalidez y fallecimiento. Se considera el promedio anual de aportantes de jul-03 a jun-04. Boletín estadístico AIOS.

- El mercado asegurador peruano se caracteriza por tener un alto nivel de concentración: las dos compañías con mayor participación suscriben el 62.0% de las primas totales y, las cinco más importantes, el 86.4%.

- El nivel de activos de las Instituciones Microfinancieras se incrementó en 27.7% entre junio de 2003 y junio de 2004, siendo las Cajas Municipales (CM) y EDPYMEs las que registraron elevadas tasas de crecimiento (29.7% y 29.3%), significativamente superiores a la registrada por las Cajas Rurales (17.9%). Las CM representaron el 73.7% del activo total de las IMFNB seguidas por las CRAC, que a junio de 2004 alcanzaron una participación del 15.2%.

- En cuanto a las fuentes de financiamiento, los depósitos de las Instituciones Microfinancieras han registrado un comportamiento dinámico en el último año, mostrando un crecimiento anual de 23.8%. Los depósitos de las CM fueron los de mayor aumento, S/. 318 millones en el último año, registrando un crecimiento de 23.4%. De esta manera, los depósitos totales de las Instituciones Microfinancieras alcanzaron S/. 2004 millones a junio de 2004, siendo la participación de las CM y las CRAC de 83.8% y 16.2%, respectivamente.

- El objetivo del inversionista institucional no debe limitarse a buscar una máxima rentabilidad de las inversiones (lo que podría llevarlo a asumir un riesgo excesivo) ni a minimizar el riesgo (lo que podría colocarlo en una posición de muy baja rentabilidad). El objetivo debe incorporar ambas medidas, buscando maximizar el "retorno ajustado por riesgo", que podríamos denominar "ratio de eficiencia financiera" de las inversiones. En términos sencillos, la búsqueda del máximo retorno ajustado por riesgo puede entenderse como equivalente a perseguir aquellas inversiones que permiten alcanzar la mayor remuneración esperada por cada unidad de riesgo asumido. De este modo, se garantiza que los afiliados al fondo de pensiones están recibiendo la máxima rentabilidad por cada punto adicional de riesgo que enfrentan.

- Numéricamente, según un estudio detallado realizado al respecto (2002), la presencia de restricciones de inversión reduce el ratio de retorno a riesgo del sistema en aproximadamente un 30%.

- Si bien en el año 2002 la proporción financieramente óptima de activos en el exterior era de aproximadamente 9%, se hace necesario actualizar este análisis utilizando la información más reciente para conocer la composición óptima del portafolio dentro de la coyuntura reciente.

1. Introducción

El presente documento, desarrollado por encargo del Consorcio de Investigación Económica y Social, busca sintetizar las principales ocurrencias en el Sistema Financiero durante el año 2004.

Con este propósito, se abordaron seis campos de análisis que permiten detallar lo acontecido en dicho periodo:

1. Una visión general del entorno económico.

2. Mercado de Valores, donde se analizan los volúmenes de negociación bursátil tanto en renta fija como en renta variable, diversos indicadores de rentabilidad y riesgo comparados con la región, así como el crecimiento de la capitalización bursátil.

3. Bancos y Financieras: aquí se presenta un estudio de la evolución de las tasas de interés en soles y dólares según el tipo de operación. Por otro lado, se analizan los agregados del sector bancario como son los activos y patrimonio, evolución de depósitos y colocaciones, y la utilidad del sector. Por último, se analizan las cifras de los indicadores financieros considerando los ratios de rentabilidad (sobre activos y patrimonio), evolución margen de operación, análisis de los gastos administrativos del sector, evolución de las colocaciones versus cartera atrasada y la tendencia en el mercado hipotecario.

4. Administradoras de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros. Se analiza la estructura de carteras de las Administradoras en el Perú y en Latinoamérica, la participación accionarial de las Administradoras en las principales empresas del Perú, la evolución de la rentabilidad. Se hará un repaso de las diferentes medidas que el ente Supervisor ha aplicado para que a partir del año haya una mayor competencia en el sector. También se hablará sobre el avance de los multifondos y la gestión de riesgos financieros en estas instituciones.

5. Fondos Mutuos y de Inversión. Aquí se realiza un examen comparativo de la evolución de los fondos mutuos y la tendencia en el crecimiento del sector (afiliados y patrimonio) Sobre las compañías de seguros se efectuará un breve análisis de las concentraciones que se han producido en las empresas del sector.

6. Instituciones de Microfinanzas. Se repasa el crecimiento que han tenido estas las instituciones de microfinanzas en cuanto a evolución de los activos, patrimonio, depósitos y colocaciones. También se comentan las últimas regulaciones del sector, sobre las inversiones de sus excedentes y también sobre los nuevos productos que pueden ofrecer.

Por último se han analizado algunos puntos de los que se seguirá hablando el próximo año, tales como los límites de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones y el nuevo acuerdo del Banco de Pagos Internacionales conocido como Basilea II.

Este informe se completó durante el mes de noviembre de 2004. Las estadísticas recogidas a continuación se refieren a las cifras más actualizadas disponibles a la fecha de redacción del presente documento.

2. Un Balance del Sistema Financiero Peruano para el año 2004

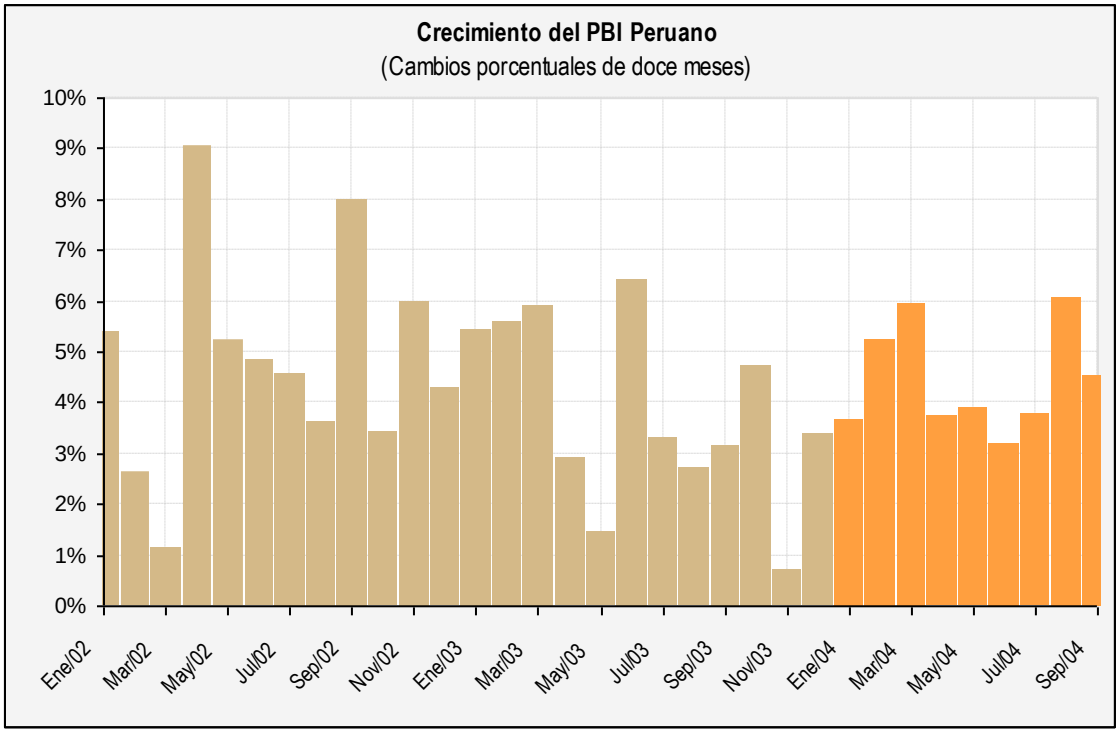
En este capítulo se desarrolla un apretado balance de los principales indicadores financieros asociados al Sistema Financiero peruano, destacando su comportamiento durante el año 2004. La presentación se inicia con una revisión de las variables del entorno macroeconómico. Más adelante se abordan, en secuencia, el mercado de Valores y los subsectores de Bancos y Financieras, Administradoras de Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos y de Inversión e Instituciones de Microfinanzas.

2.1. Visión general del entorno económico

2.1.1. Crecimiento de la economía

Las cifras de crecimiento económico observadas y proyectadas sugieren que el año 2004 se cerrará con un incremento cercano al 4.5% en el Producto Bruto Interno, resultado que sigue de cerca la tendencia media de los últimos dos años. Cabe resaltar, sin embargo, que durante los primeros diez meses del año el crecimiento se mostró menos volátil que en el período correspondiente del año previo, lo que podría sugerir un afianzamiento de la expansión económica y una proyección más estable de crecimiento para los próximos años.

CUADRO 1



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

En un contexto más amplio, y siguiendo las cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI) exhibidas en el Cuadro 2, el crecimiento del Producto Bruto Interno peruano para el año 2004 (4.5%) se encuentra por debajo de las tasas esperadas en países como Argentina (7%), Chile (4.9%) y Ecuador (5.4%). El Perú superará durante el 2004 en crecimiento a economías como la de Colombia (4%) y la Unión Europea (2.2%), y mostrará una expansión similar a la experimentada por los Estados Unidos (4.3%), Japón (4.4%) y el continente Africano (4.5%)

En este sentido, es importante considerar, como referencia relevante, que el promedio de países emergentes y en desarrollo, entre los que se cuenta Perú, crecerá 6.6% en el 2004 y 5.9% durante el 2005 de acuerdo con las proyecciones del FMI. Por su parte, China mantendrá la considerable tasa de expansión anual que viene registrado durante los últimos años que oscila entre 7.5 y 9 puntos porcentuales por año.

CUADRO 2
CRECIMIENTO COMPARADO DEL PBI REAL

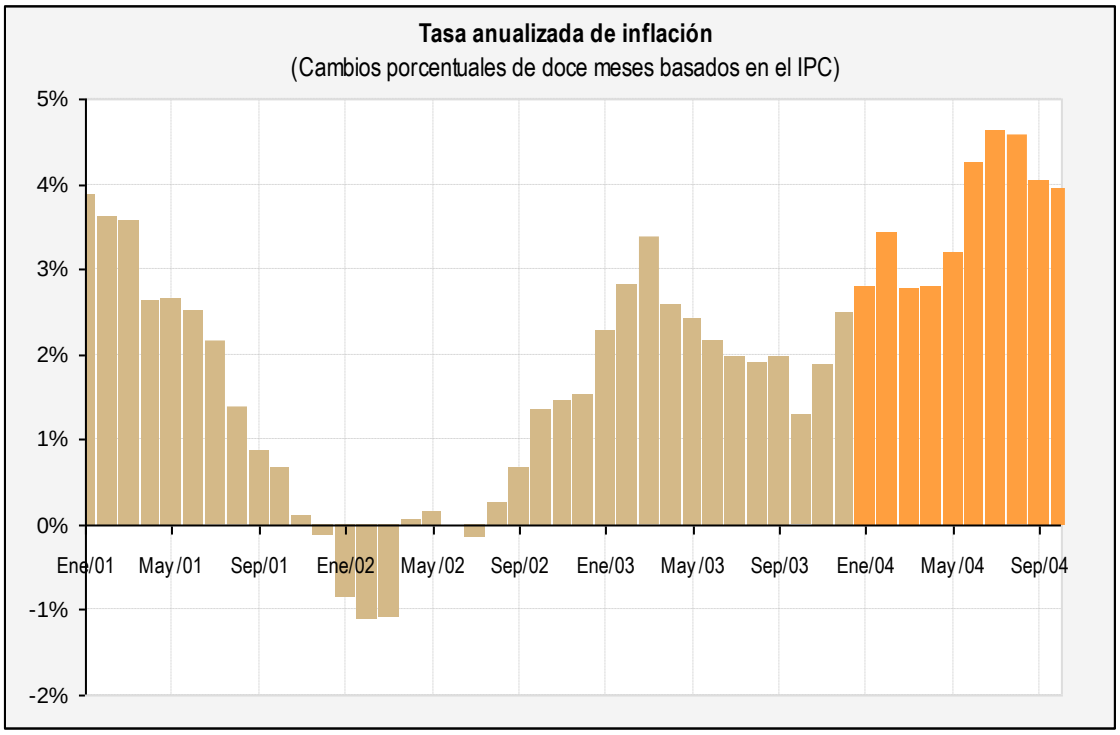
País / Grupo	2001	2002	2003	2004 (Proy.)	2005 (Proy.)
Perú	**0.3%**	**4.9%**	**4.1%**	**4.5%**	**4.5%**
Argentina	-4.4%	-10.9%	8.8%	7.0%	4.0%
Chile	3.4%	2.2%	3.3%	4.9%	4.7%
Colombia	1.4%	1.6%	3.7%	4.0%	4.0%
Ecuador	5.1%	3.3%	2.6%	5.4%	4.0%
Países emergentes y en desarrollo	4.0%	4.8%	6.1%	6.6%	5.9%
Estados Unidos	0.8%	1.9%	3.0%	4.3%	3.5%
Unión Europea	1.6%	0.8%	0.5%	2.2%	2.2%
China	7.5%	8.3%	9.1%	9.0%	7.5%
Japón	0.4%	-0.3%	2.5%	4.4%	2.3%
África	4.0%	3.5%	4.3%	4.5%	5.4%

Fuente: Fondo Monetario Internacional
Elaboración: propia.

2.1.2. Inflación y tipo de cambio

Si bien el incremento del nivel de precios se ha mantenido en niveles controlados durante el año 2004, cabe señalar que este período ha sido testigo de tasas de inflación más altas que los tres años precedentes, tal como se puede apreciar en el Cuadro 3.

CUADRO 3



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

Esta ligera tendencia al aumento de la inflación contrasta con la reducción de esta tasa entre los años 2003 y 2004 que mostraron otros países latinoamericanos, tales como Argentina, Chile y Colombia.

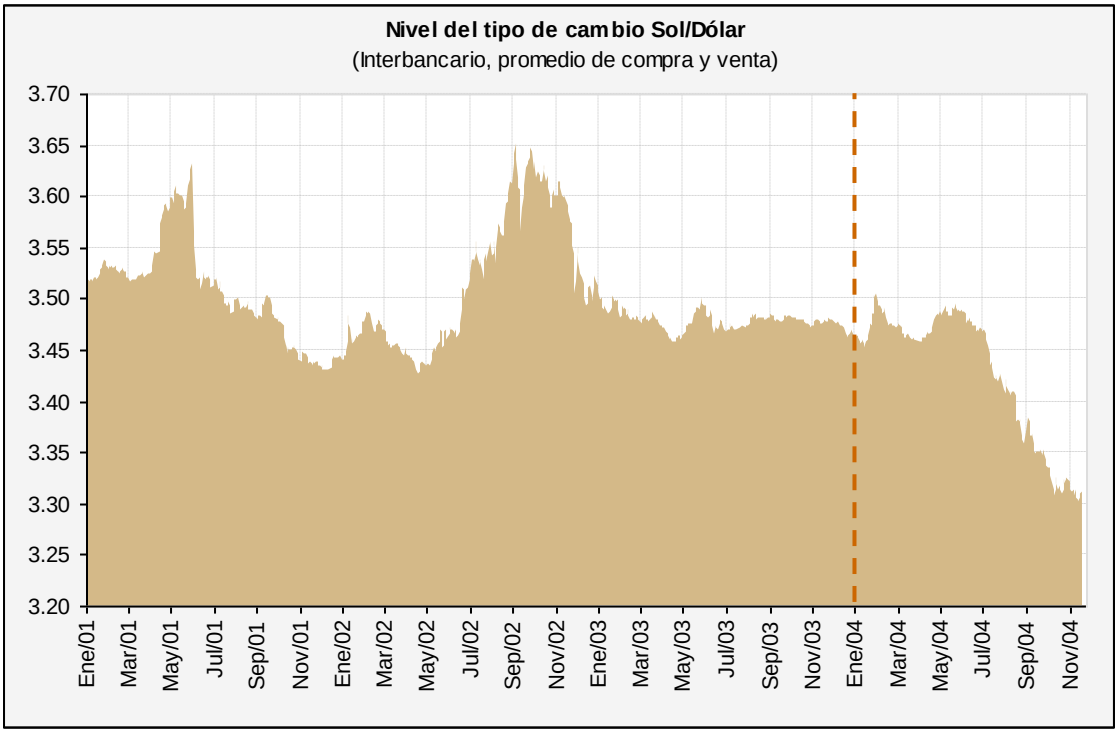
CUADRO 4
INFLACIÓN COMPARADA

País / Grupo	2001	2002	2003	2004 (Proy.)	2005 (Proy.)
Perú	**-0.1%**	**1.5%**	**2.5%**	**3.5%**	**2.5%**
Argentina	-1.1%	25.9%	13.4%	4.8%	7.1%
Chile	3.6%	2.5%	2.8%	1.1%	2.9%
Colombia	8.0%	6.3%	7.1%	6.0%	5.0%
Ecuador	37.7%	12.6%	7.9%	3.2%	2.7%
Países emergentes y en desarrollo	6.8%	6.0%	6.1%	6.0%	5.5%
Estados Unidos	2.8%	1.6%	2.3%	3.0%	3.0%
Unión Europea	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%
China	0.7%	-0.8%	1.2%	4.0%	3.0%
Japón	-0.8%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
África	15.0%	12.1%	12.9%	9.9%	9.6%

Fuente: Fondo Monetario Internacional
Elaboración: propia.

En cuanto al mercado cambiario, se experimentó una fuerte tendencia hacia la apreciación del sol frente al dólar durante el segundo semestre del año 2004. Así, y tal como puede verse en el Cuadro 5, el tipo de cambio interbancario pasó de un nivel de 3.46 soles por dólar día 2 de enero a 3.30 soles por dólar el día 15 de noviembre (una apreciación del 4.6%).

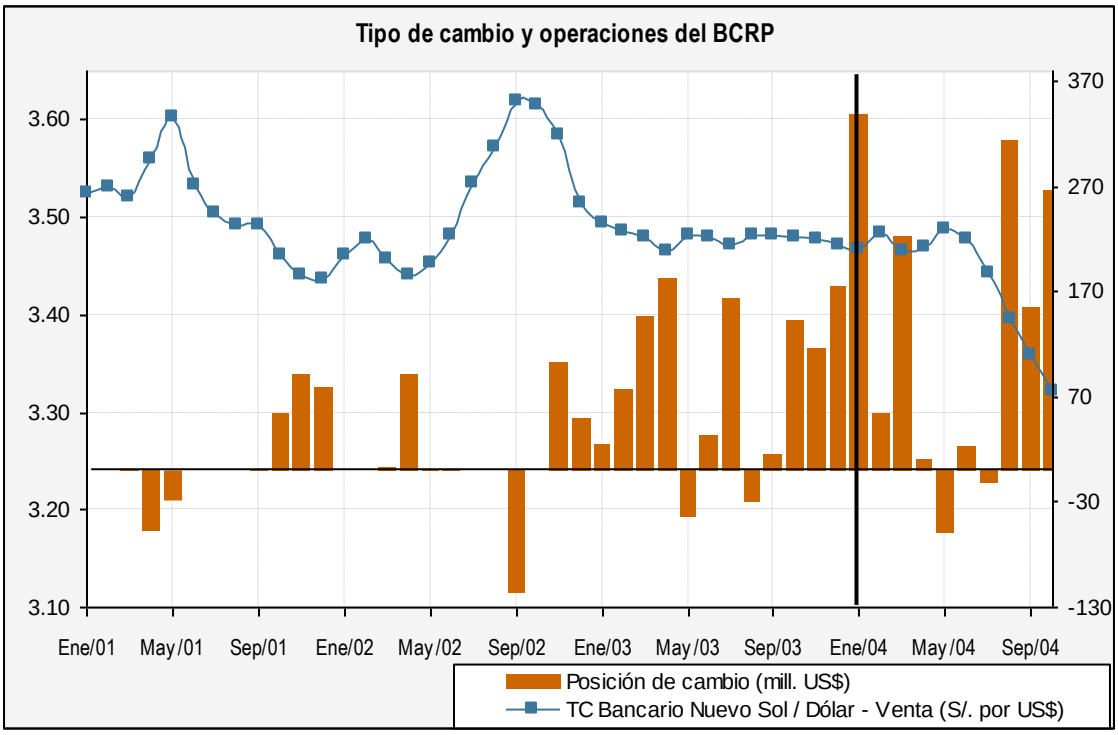
CUADRO 5



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

El Banco Central de Reserva buscó defender la estabilidad del tipo de cambio mediante fuertes operaciones de compra de moneda extranjera. El Cuadro 6 muestra el dramático incremento de este tipo de operaciones durante los años 2003 y 2004, así como el limitado éxito de estas políticas durante el presente año.

CUADRO 6

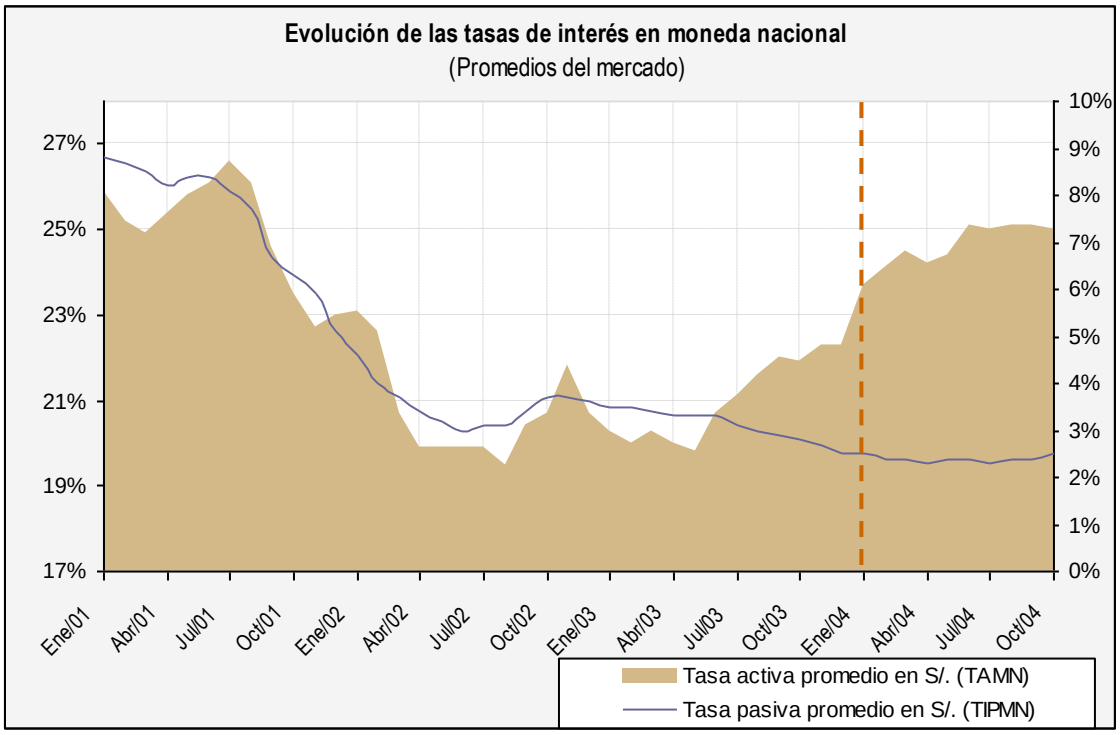


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

2.1.3. Tasas de interés

Durante el año 2004 las tasas activas de interés (es decir, las tasas para préstamos) en moneda nacional experimentaron un incremento moderado, siguiendo la tendencia alcista que estas tasas exhiben desde inicios del año 2003. Tal como se puede ver en el Cuadro 7, dicho comportamiento se aunó a un desplazamiento casi paralelo de la tasa pasiva (de depósitos) en moneda nacional

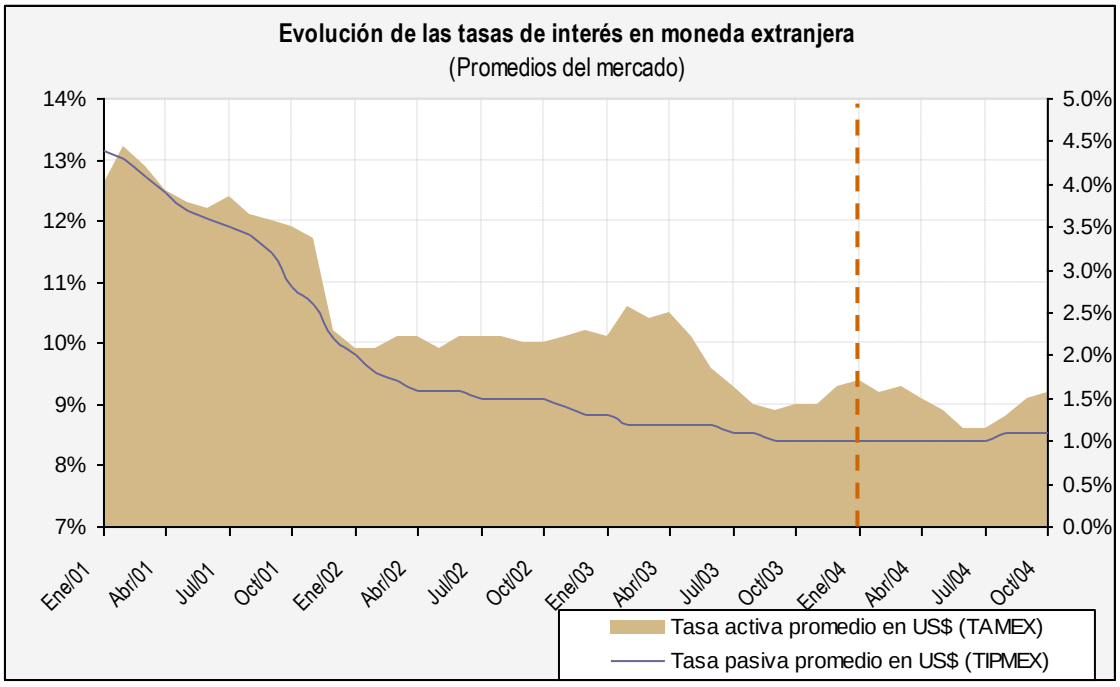
CUADRO 7



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

Por su parte, las tasas en moneda extranjera se mantuvieron relativamente estables respecto al inicio del año, tras atravesar algunas oscilaciones de corto plazo.

CUADRO 8

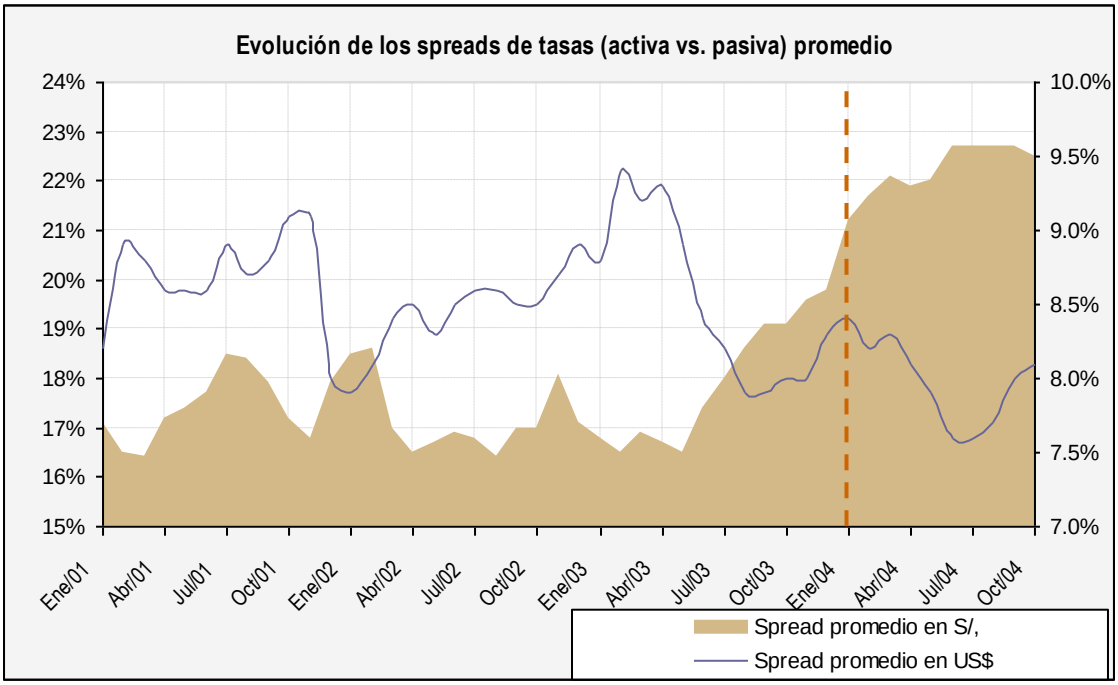


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

La consecuencia más destacable de los movimientos de tasas anteriormente presentados es el ensanchamiento de la brecha entre el costo del dinero para los prestatarios y la remuneración de los depósitos para los ahorristas. Este "*spread*", que constituye una de las principales fuentes de utilidad para el sector bancario, pasó de 7.5% en abril de 2003 a 9.5% en noviembre de 2004. Si bien parte importante de esta subida se verificó durante el año 2003, el reajuste continuó durante el último año.

Tal como puede verse en el Cuadro 9 a continuación, el *spread* en moneda extranjera se comprimió ligeramente durante el 2004.

CUADRO 9

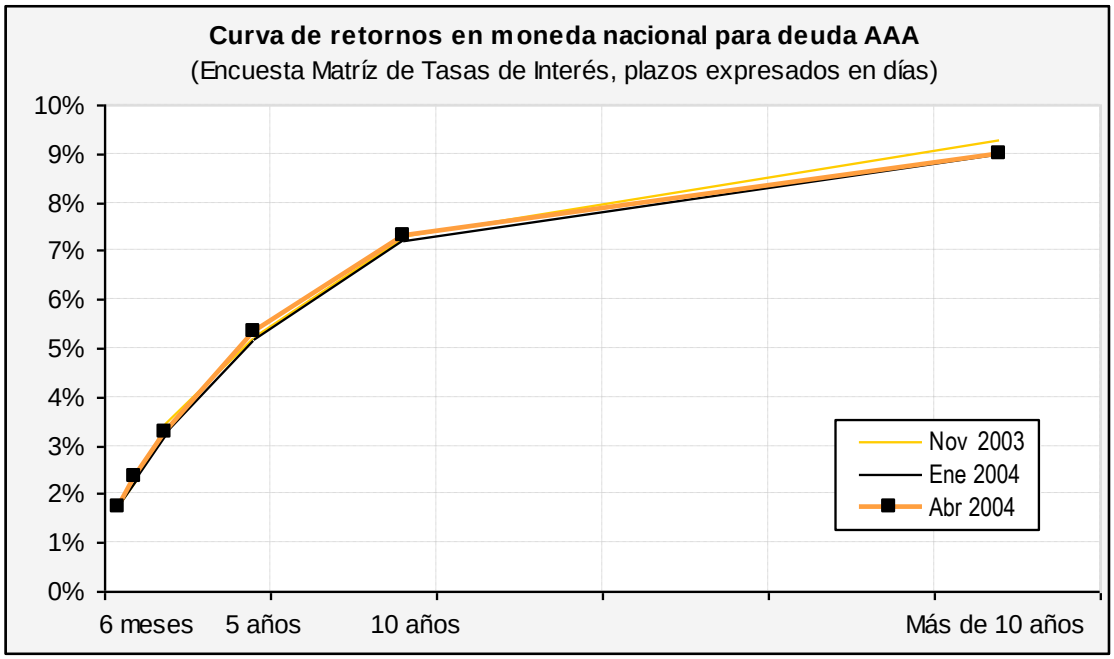


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

Proyectándose hacia el futuro, los agentes del mercado definen una estructura de tasas de interés a distintos plazos, que se suele denominar "curva de retornos". En ella puede verse cuál es la tasa compensatoria por inversiones de plazo fijo con distintos horizontes de maduración.

El Cuadro 10 a continuación presenta la forma general de dicha curva de tasas para tres períodos distintos durante el año 2003 y 2004.

CUADRO 10



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

Tal como puede verse, la curva muestra una trayectoria ascendente hacia los plazos más largos, lo que puede explicarse por dos efectos: (a) la preferencia por liquidez de corto plazo y (b) las expectativas de pérdida de valor de la moneda en el futuro. En este sentido, se aprecia que las expectativas de los agentes sobre la pérdida de valor de la moneda (inflación) en el futuro se han mantenido relativamente estables durante los últimos doce meses.

2.1.4. Riesgo país

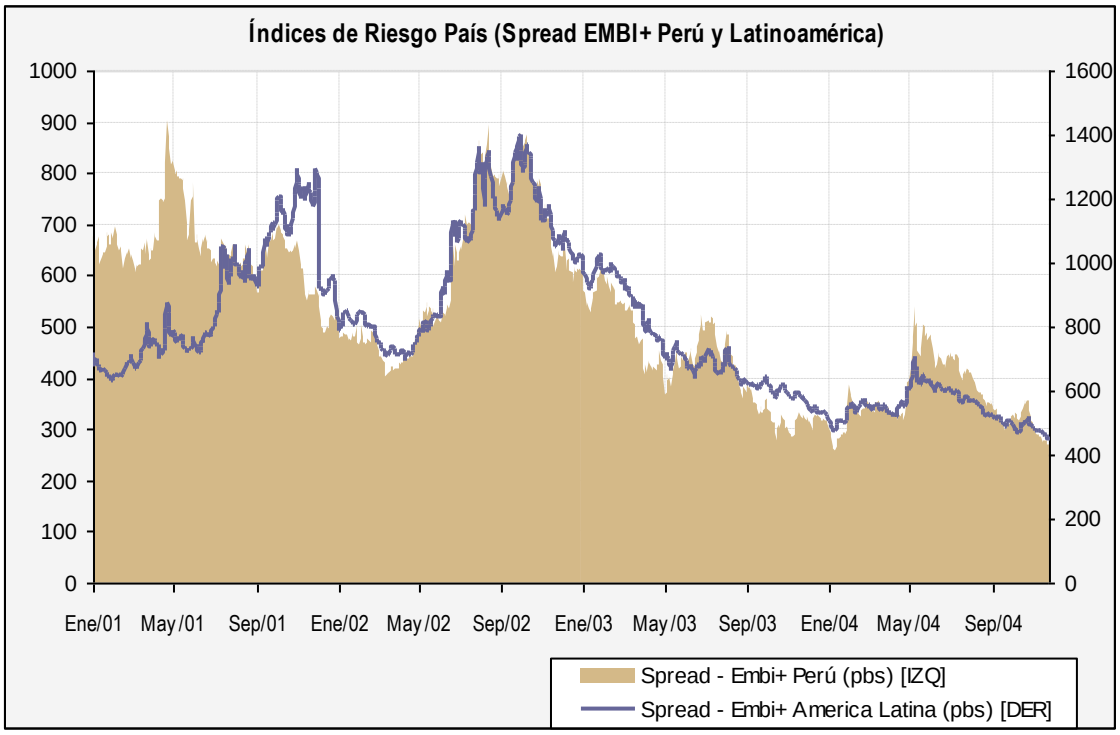
Desde una perspectiva amplia, el riesgo país del Perú es un indicador del "premio" o retorno adicional que exigen los inversionistas por dirigir sus recursos en el Perú, en contraste con una economía desarrollada. De modo más específico, el riesgo país captura la diferencia entre el rendimiento de los bonos emitidos por el Estado peruano y los bonos comparables emitidos por el Tesoro Norteamericano (considerados internacionalmente inversiones sin riesgo de incumplimiento).

En la práctica, el índice de riesgo país más utilizado es el diferencial EMBI+ (*Emerging Markets Bonds Index Plus*) de JPMorgan. Tal indicador se basa en el promedio de rendimientos de los distintos bonos emitidos por el Perú. Cuando el precio de los bonos peruanos en el mercado internacional se reduce (es decir, se hacen relativamente menos atractivos para los inversionistas), su rendimiento aumenta. Así, cuando el diferencial EMBI se incrementa es porque ha habido una presión a la baja en las cotizaciones de la deuda peruana.

Hacia finales del año 2004, el diferencial EMBI+ para el Perú es del orden de 270 puntos base[3]. Tal como puede verse en el Cuadro 11, este nivel es resultado de una reducción progresiva del riesgo país que viene observándose desde el mes de setiembre del año 2002.

[3] Denotados "pbs". Un punto base equivale a 0.01%

CUADRO 11



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

El riesgo país puede calcularse del mismo modo para otros países de la región, ya sea individualmente o en conjunto. Este último enfoque da lugar al llamado índice de riesgo regional EMBI+ América Latina. Al respecto, y según se puede ver en área sombreada del gráfico anterior, el índice de riesgo Latinoamericano ha mostrado una evolución esencialmente proporcional al riesgo país del Perú desde el año 2002. Ello se puede explicar por el hecho de que el riesgo Perú es, en una parte significativa, resultado del riesgo regional apreciado por los inversionistas internacionales.

En vista de lo anterior, es natural preguntarse lo siguiente: ¿qué porción de los cambios en el riesgo país puede asociarse con un efecto regional y qué parte con cambios verdaderamente justificados por la situación económica y política interna del país? El Cuadro 12 ofrece evidencia para responder a esta pregunta.

CUADRO 12
COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ENTRE LOS CAMBIOS DIARIOS DEL SPREAD EMBI+ PERÚ Y LOS SPREADS DE SEIS PAÍSES LATINOAMERICANOS

País / Grupo	2001	2002	2003	2004
Argentina	21.7%	10.8%	25.1%	9.9%
Brasil	52.9%	60.8%	56.2%	69.0%
Colombia	29.9%	53.5%	63.6%	78.8%
Ecuador	43.8%	54.9%	55.0%	45.1%
México	40.0%	55.6%	60.2%	62.8%
Venezuela	45.2%	32.0%	26.3%	52.6%
TODOS	**56.6%**	**71.4%**	**72.3%**	**81.8%**

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia.

El cuadro anterior muestra la correlación (asociación) estadística entre el riesgo país del Perú y el riesgo de otros países de Latinoamérica de manera independiente y en conjunto, para diversos años. Los valores de la tabla podrían oscilar entre cero (lo que implicaría que no existe asociación entre los dos riesgos) y 100% (lo que reflejaría que el riesgo Perú replica exactamente los movimientos del segundo índice). Un coeficiente de correlación más alto refleja entonces que el riesgo país del Perú contiene gran cantidad de influencia "importada".

Se concluye que en la actualidad poco menos del 82% de la magnitud de los movimientos diarios del riesgo país del Perú pueden asociarse con variaciones del riesgo a nivel regional. En adición a ello, durante los últimos cuatro años el nivel de "sincronización" del riesgo Perú y el riesgo regional se ha venido incrementando, pasando de un 57% en 2001 a un 71% en 2002 y un 72% en 2003.

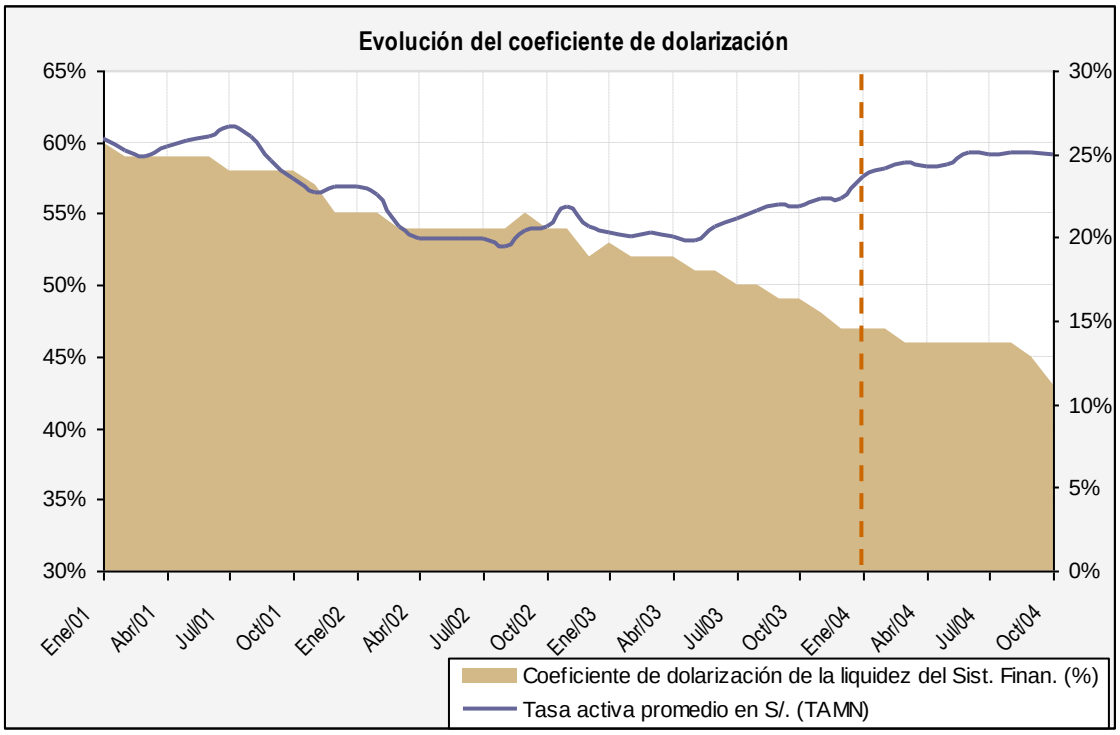
Si bien las direcciones de los cambios del riesgo país del Perú y la región se encuentran cada vez más ajustadas, no ocurre lo mismo con sus magnitudes. En particular, destaca el hecho de que el riesgo regional se redujo a un ritmo más acelerado que el riesgo país del Perú durante el año 2004. Así, mientras que este último pasó de 3.2% a 2.7% (0.5%), el primero se redujo de 5.7% a 4.5% (1.2%) entre noviembre de 2003 y el mismo mes de 2004.

2.1.5. Dolarización

El "coeficiente de dolarización" mide la proporción de liquidez del sistema financiero denominada en dólares americanos. Este indicador aproxima el grado en que la economía realiza sus operaciones en moneda extranjera, situación que podría reducir la capacidad del Banco Central para ejercer control sobre el ciclo económico y promover la estabilidad del nivel general de precios.

Al iniciarse el año 2001, el nivel de dolarización del sistema financiero ascendía a 60%. A noviembre del año 2004, este indicador ha retrocedido hasta alcanzar aproximadamente un 43%. Tal como puede verse en el Cuadro 13, el año 2004 ha continuado la tendencia decreciente observada en años previos, habiendo recogido una reducción de 5% en este coeficiente. Mientras tanto, y si bien la liquidez en moneda nacional se ha venido haciendo más abundante, la tasa de interés en soles se ha elevado, lo que podría sugerir que hay espacio para reajustes durante los próximos meses.

CUADRO 13

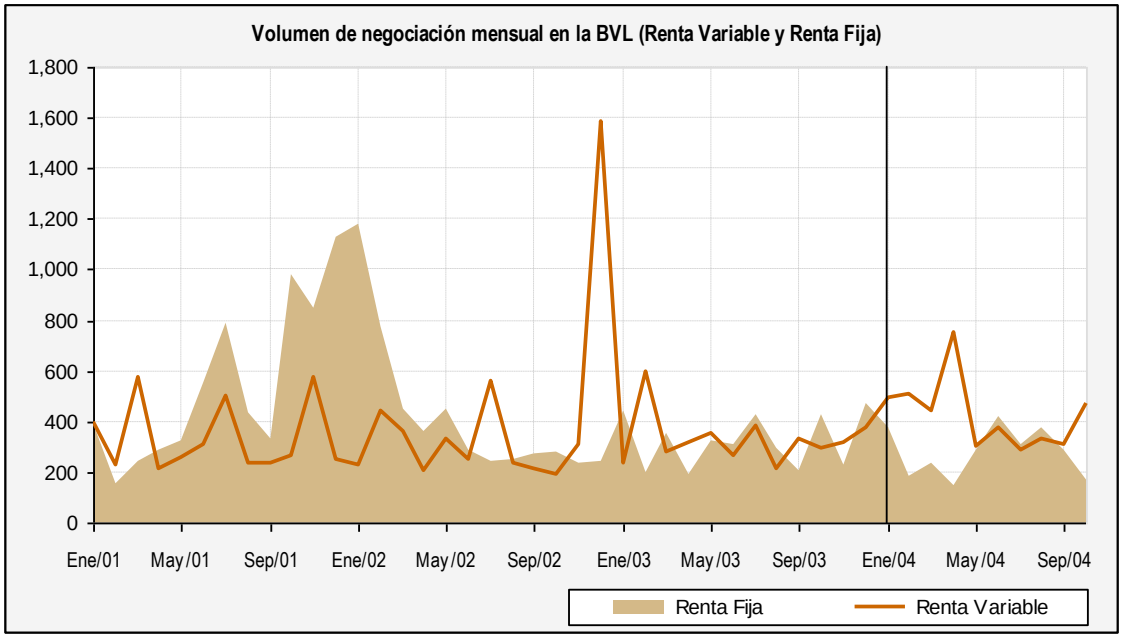


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

2.2. Mercado de valores

Durante el año 2004 se apreció un ligero incremento del volumen de operaciones de renta variable respecto a los años anteriores. El volumen de negociación de instrumentos de renta fija no mostró movimientos significativos, encontrándose aún muy por debajo de las cifras registradas para los años 2001-2002.

CUADRO 14



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

La rentabilidad de mercado accionario durante el año 2004 fue muy positiva para la bolsa peruana (cuyo índice general mostró un incremento de 57% hasta fines del mes de noviembre), aunque no tan alta como la del año pasado. Esta moderación en las ganancias también se apreció en países como Argentina, Brasil, Chile y los Estados Unidos. Una excepción llamativa fue la bolsa Colombiana, que en los primeros once meses del año arrojó una ganancia de más de 100%.

El Cuadro 15 mostrado a continuación sintetiza los principales indicadores para un conjunto selecto de índices nacionales, entre los que se cuentan el IGBVL (Perú), MERVAL (Argentina), IBOVESPA (Brasil), IGPA (Chile), IGBC (Colombia) y S&P500 (Estados Unidos).

CUADRO 15
INDICADORES BUSÁTILES COMPARADOS

Indicador	País	2001	2002	2003	2004 *
Rentabilidad anual acumulada	**Perú**	-0.91%	15.63%	77.71%	56.77%
	Argentina	-29.45%	-48.88%	140.42%	8.64%
	Brasil	-26.47%	-45.78%	142.61%	17.85%
	Chile	-3.61%	-14.29%	76.63%	23.34%
	Colombia	28.70%	22.63%	46.55%	103.81%
	Estados Unidos	-9.53%	-24.60%	26.76%	6.21%
Rentabilidad diaria promedio	**Perú**	0.000%	0.076%	0.262%	0.235%
	Argentina	-0.105%	-0.212%	0.421%	0.069%
	Brasil	-0.106%	-0.249%	0.423%	0.111%
	Chile	-0.013%	-0.072%	0.261%	0.112%
	Colombia	0.134%	0.111%	0.178%	0.379%
	Estados Unidos	-0.037%	-0.122%	0.113%	0.033%
Volatilidad diaria promedio	**Perú**	0.99%	0.88%	0.78%	1.18%
	Argentina	3.62%	4.59%	2.23%	2.31%
	Brasil	2.98%	3.35%	2.15%	2.34%
	Chile	1.03%	1.01%	0.92%	1.05%
	Colombia	1.46%	1.41%	1.09%	1.86%
	Estados Unidos	1.51%	1.95%	1.12%	0.76%
Volumen total negociado en RV (miles de millones de US$)	**Perú**	0.85	1.19	0.92	1.03
	Argentina	4.96	2.92	4.04	4.99
	Brasil	54.22	41.40	55.04	76.85
	Chile	4.23	3.51	6.65	10.70
	Colombia	0.38	0.32	0.44	1.31

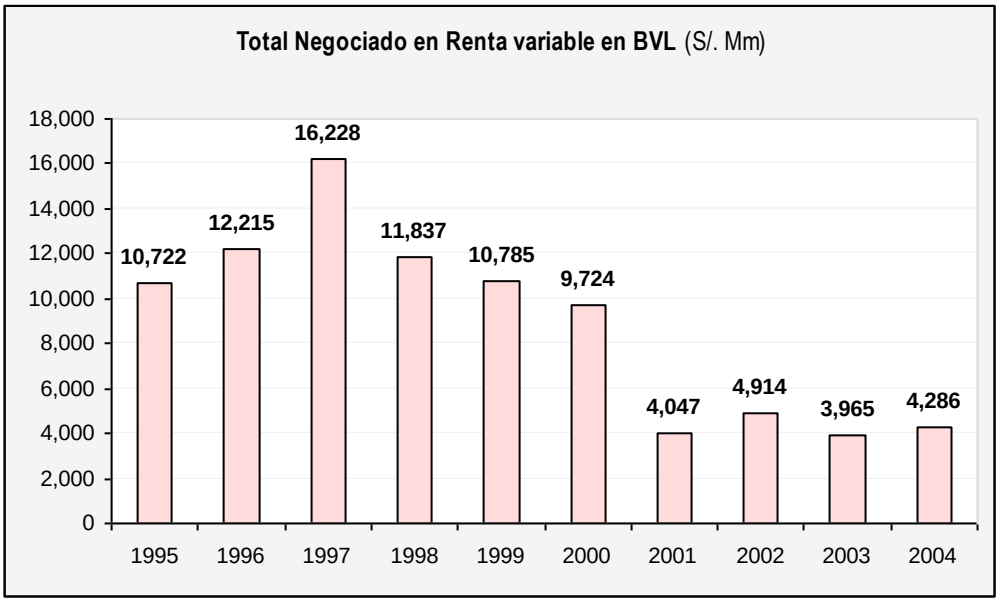
Fuente: Economática
Elaboración: propia.
Nota: año 2004 hasta el día 29 de noviembre.

Resulta relevante mencionar que la bolsa peruana ha incrementado marginalmente su nivel de riesgo (incertidumbre) respecto a los tres años anteriores, manteniendo en este aspecto un nivel cercano al de Chile todo este período.

El volumen de negociación merece un tratamiento separado pues, como puede apreciarse en el gráfico siguiente, experimentó una caída progresiva desde el año 1997. Un escaso volumen de negociación implica la escasez de transacciones sobre instrumentos, lo que determina que los títulos sean menos líquidos en el mercado.

Un mercado con baja negociación obliga a los inversionistas a tomar precauciones especiales al considerar una inversión, pues la eventual falta de compradores para sus carteras de valores podría hacer difícil la venta de sus posiciones. Esta falta de liquidez puede traducirse, finalmente, en un incremento de las primas de retorno exigidas para los títulos en circulación.

CUADRO 16

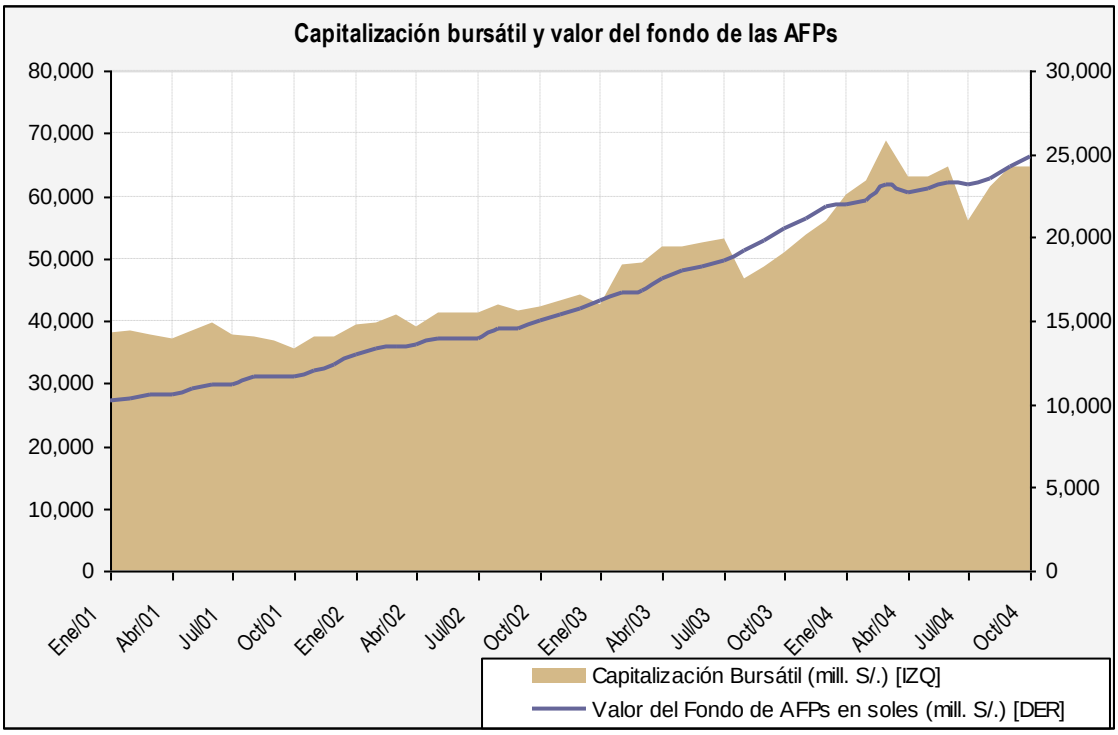


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

La reducción en el volumen negociado en la Bolsa de Valores de Lima (y, en particular, en el mercado de acciones) responde a dos causas. La primera es una disminución de la oferta de nuevos títulos en el mercado. La segunda es el efecto de la participación cada vez más extensa de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) como inversionistas institucionales.

El gráfico siguiente ayuda a visualizar de qué modo el crecimiento del fondo de las administradoras de pensiones ha venido igualando o superando el crecimiento de la capitalización bursátil de la BVL (el valor de la Bolsa de Valores de Lima). Las AFPs han adoptado posiciones importantes en títulos valores de alta liquidez; sin embargo, y en vista de que sus inversiones tienen un plazo de exigibilidad relativamente largo y se encuentran fuertemente restringidas para recomponer sus carteras, no se ven en la necesidad de vender regularmente los títulos en los que invierten.

CUADRO 17



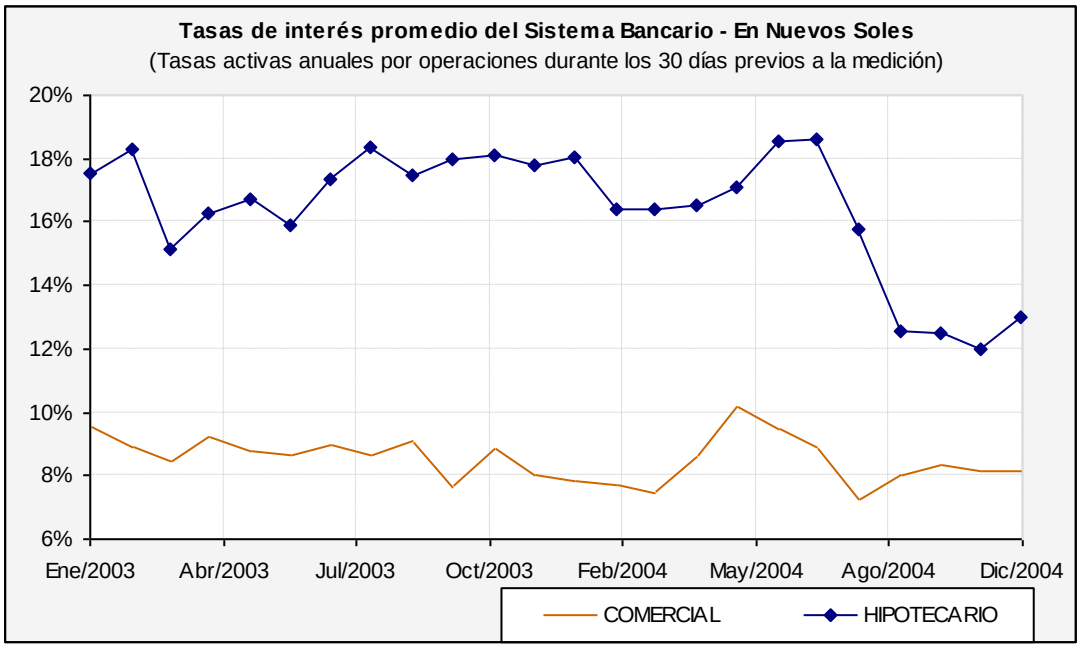
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú
Elaboración: propia

2.3. Bancos y Financieras

2.3.1. Tasas de interés según tipo de operación – En moneda nacional

La evolución de las principales tasas de interés en moneda nacional durante el año 2004 fue acompañada de una reducción en las tasas activas para operaciones hipotecarias, de consumo y microempresariales, tal como puede apreciarse en los gráficos siguientes.

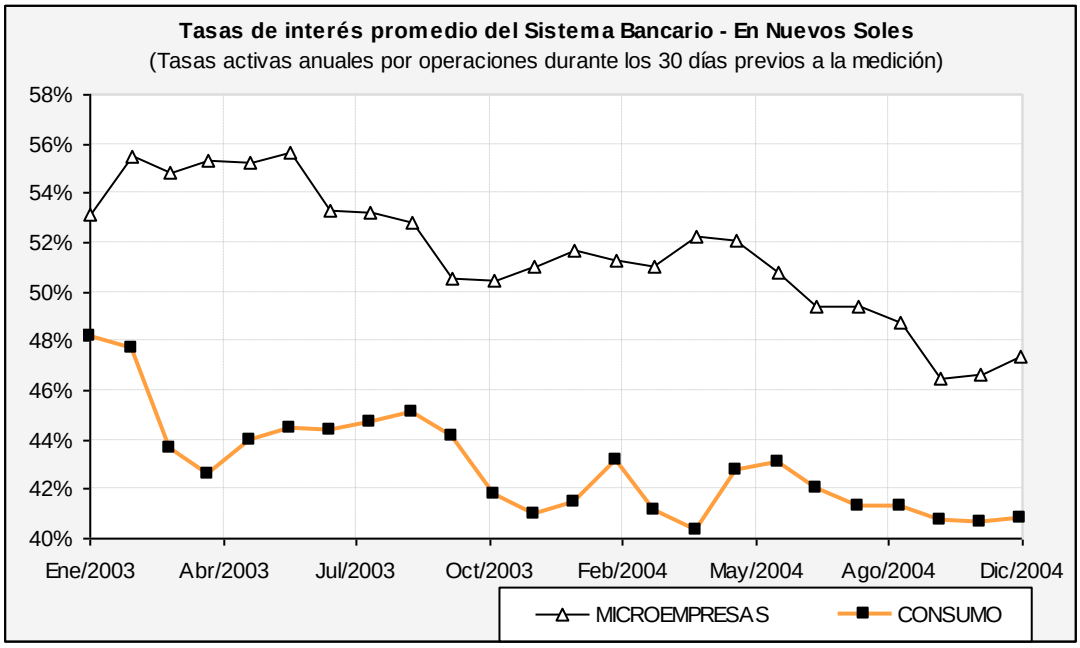
CUADRO 18



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

La tasa de interés para operaciones de crédito comercial, a diferencia de las anteriores, no sufrió variaciones significativas.

CUADRO 19



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

Entre todos estos cambios, destaca la fuerte contracción del costo del crédito para microempresas (que cayó 570 puntos base en los últimos dos años) e hipotecario (que cayó 460 puntos base en el mismo período).

CUADRO 20
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS ACTIVAS – EN MONEDA NACIONAL

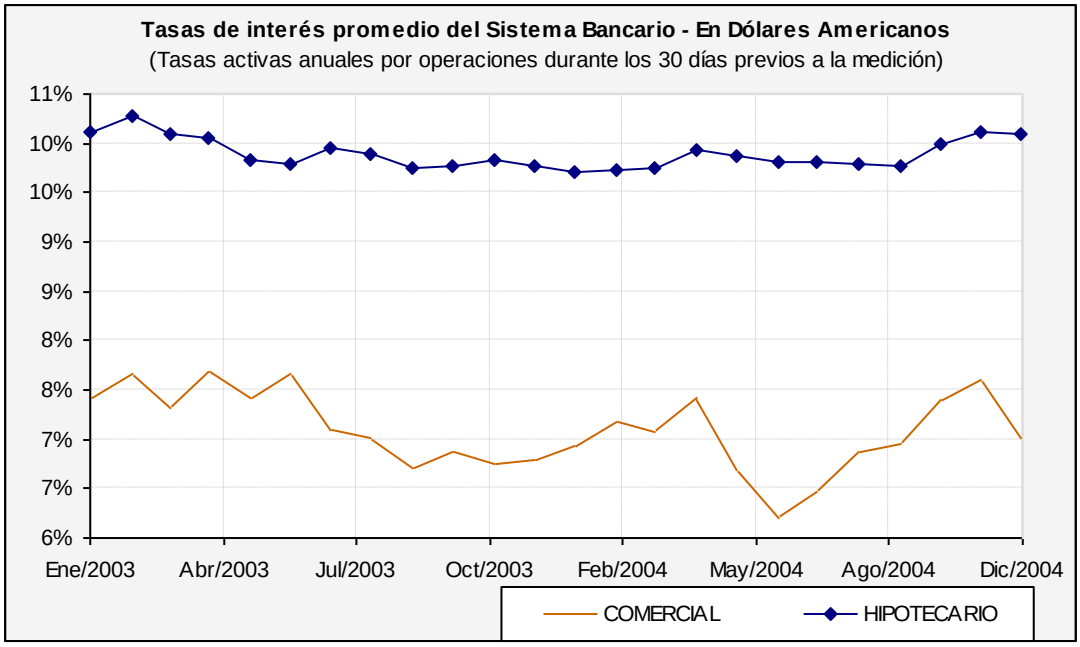
Tipo de crédito	DIC 2002	DIC 2003	JUN 2004	DIC 2004
Comercial	9.5%	8.0%	9.5%	8.2%
Microempresas	53.1%	51.0%	50.8%	47.4%
Consumo	48.2%	41.0%	43.1%	40.8%
Hipotecario	17.6%	17.8%	18.6%	13.0%

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia.

2.3.2. Tasas de interés según tipo de operación – En Dólares Americanos

El mercado de operaciones crediticias en moneda extranjera no viene siguiendo la misma dinámica general que su contraparte en moneda nacional. Como puede verse en los cuadros siguientes, no se ha apreciado una disminución del costo del crédito para operaciones hipotecarias, comerciales o de consumo.

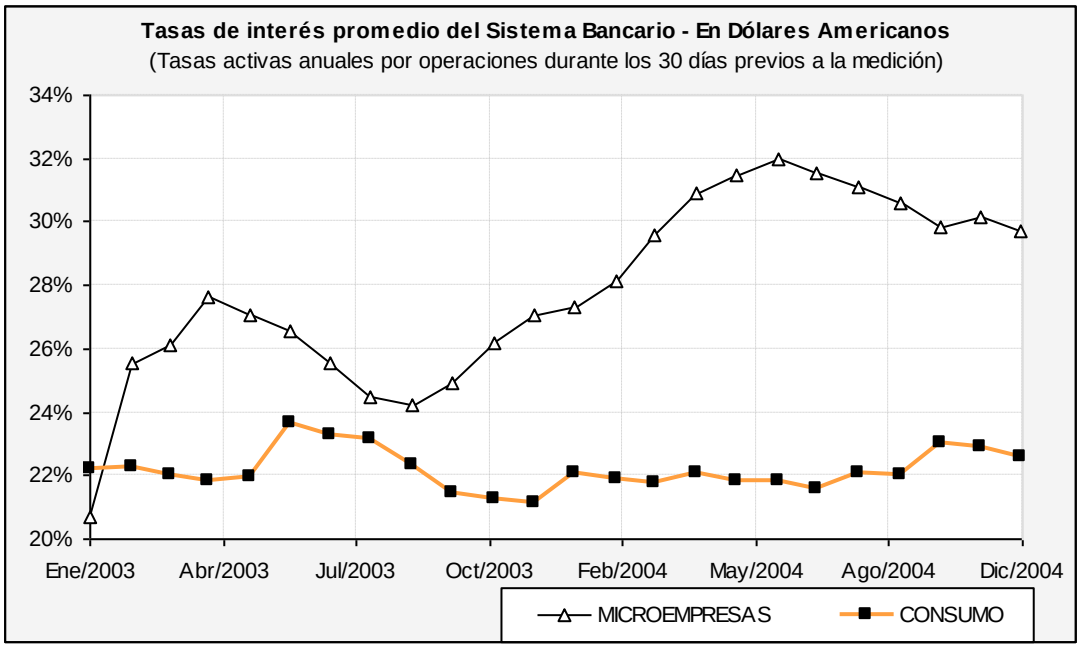
CUADRO 21



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

No obstante, sí se ha apreciado una reducción del costo del crédito para la microempresa durante el segundo semestre del año 2004, luego del alza sostenida iniciada doce meses antes.

CUADRO 22



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

El ajuste de las tasas para microcréditos, tal como se puede comprobar en el siguiente cuadro, no ha operado del mismo modo en soles y dólares americanos. En el primer caso, la tasa ha venido decreciendo de un nivel alto en 2003. En el segundo caso, la tasa se ha venido ajustando al alza de niveles bajos en 2003.

CUADRO 23
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS ACTIVAS – EN MONEDA EXTRANJERA

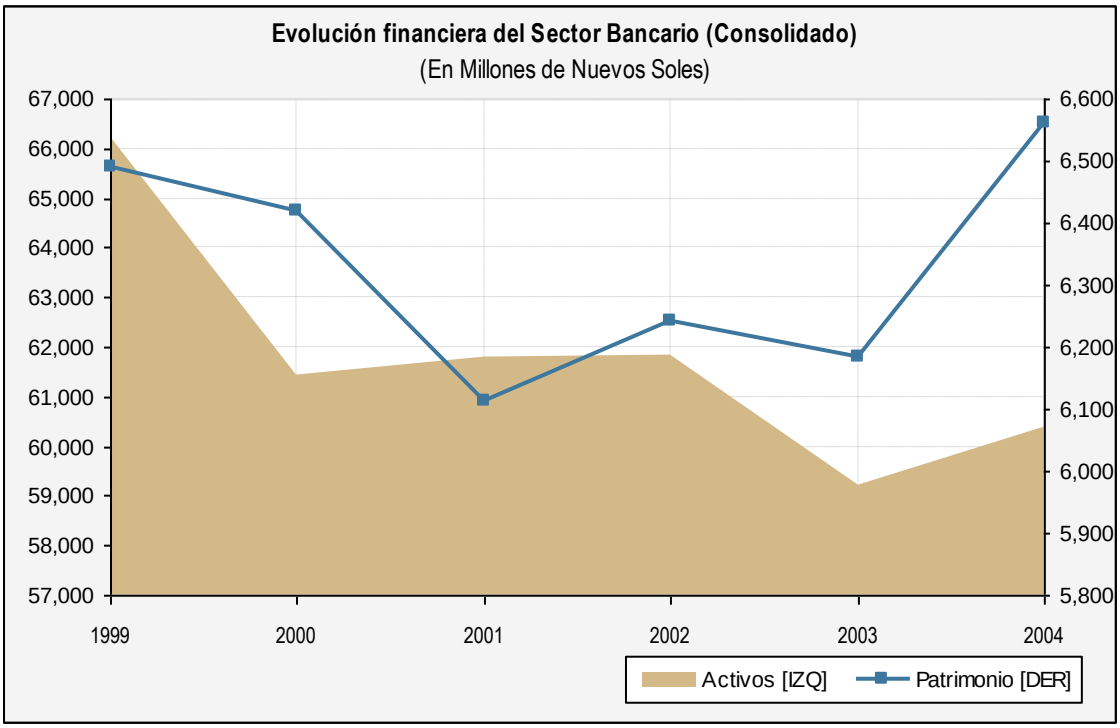
Tipo de crédito	DIC 2002	DIC 2003	JUN 2004	DIC 2004
Comercial	7.4%	6.8%	6.2%	7.0%
Microempresas	20.7%	27.1%	32.0%	29.7%
Consumo	22.2%	21.1%	21.8%	22.6%
Hipotecario	10.1%	9.8%	9.8%	10.1%

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia.

2.3.3. Valores agregados del sector bancario

Como puede verse en el Cuadro 24 a continuación, el comportamiento de los indicadores agregados del sector bancario durante los últimos cinco años ha mostrado un giro marcado. Por una parte, una tendencia de reducción de los activos totales que se ha revertido moderadamente durante el año 2004. Y por otra parte, la recuperación del patrimonio total a partir del año 2001.

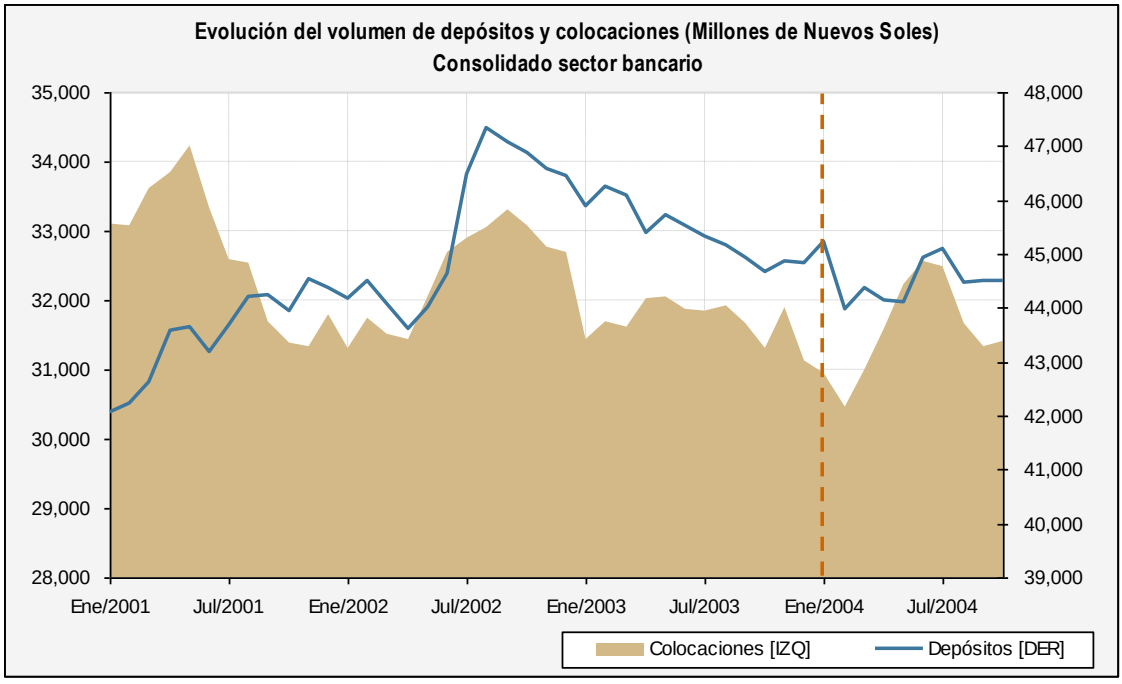
CUADRO 24



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

Por su parte, las colocaciones han mostrado una ligera recuperación respecto al período correspondiente del año pasado, aunque sin recuperar los valores exhibidos en años previos. En contraste, los depósitos apenas han revertido la trayectoria descendente que iniciaron en julio de 2002.

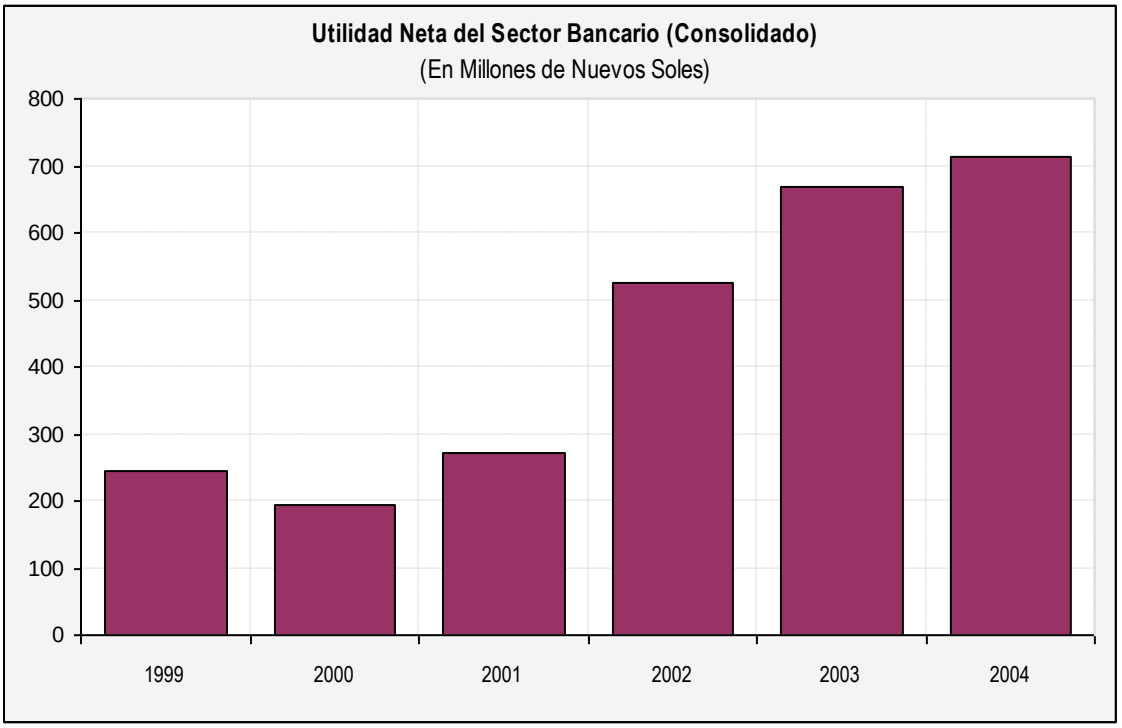
CUADRO 25



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

A pesar del comportamiento relativamente estático de las colocaciones, el sector ha mostrado un incremento sostenido de sus utilidades netas totales, tendencia que se ha mantenido sin interrupciones desde el año 2000.

CUADRO 26

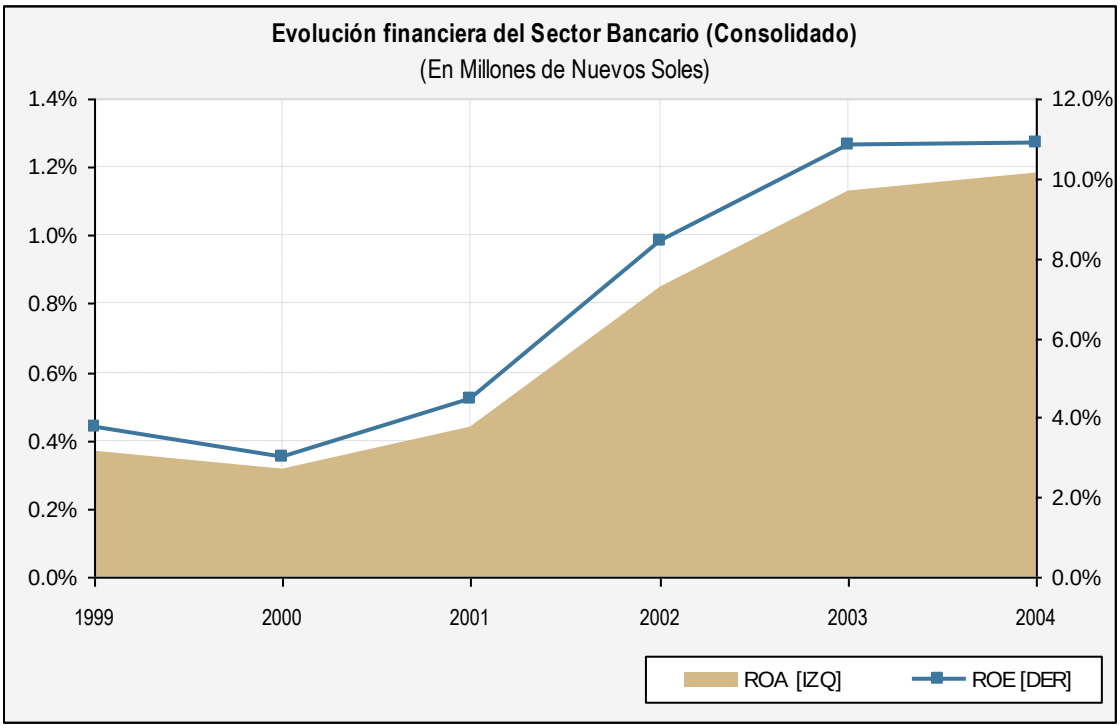


Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

2.3.4. Indicadores financieros del sector bancario

Los principales indicadores financieros del sector bancario muestran una evolución positiva. El nivel de rentabilidad del sistema se ha incrementado levemente. El retorno de los activos (ROA, utilidad respecto a activos totales) se encuentra cerca de. 1.2%, mientras que el retorno del patrimonio (ROE, utilidad respecto a patrimonio total) bordea el 11%. Tal como se muestra en el Cuadro 27. Estas cifras son las mayores de los últimos años por un margen considerable.

CUADRO 27

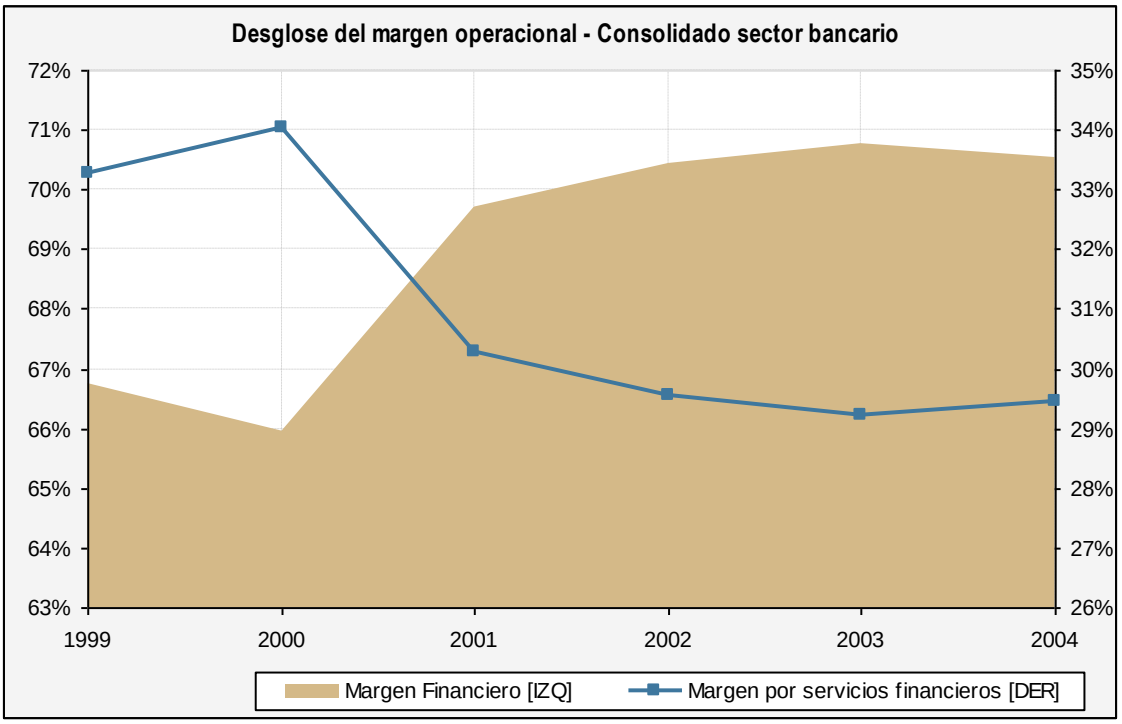


Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

La rentabilidad anteriormente mostrada procede de dos fuentes: operaciones activas-pasivas (básicamente el negocio bancario tradicional toma de depósitos y colocación de créditos) y prestación de servicios financieros.

El gráfico siguiente muestra el desglose del margen operacional según estas dos fuentes. Como puede verse, el grueso de los ingresos netos del sistema (cerca del 70%) proviene de operaciones tradicionales de colocación, posiblemente debido al mantenimiento de altos diferenciales de tasas.

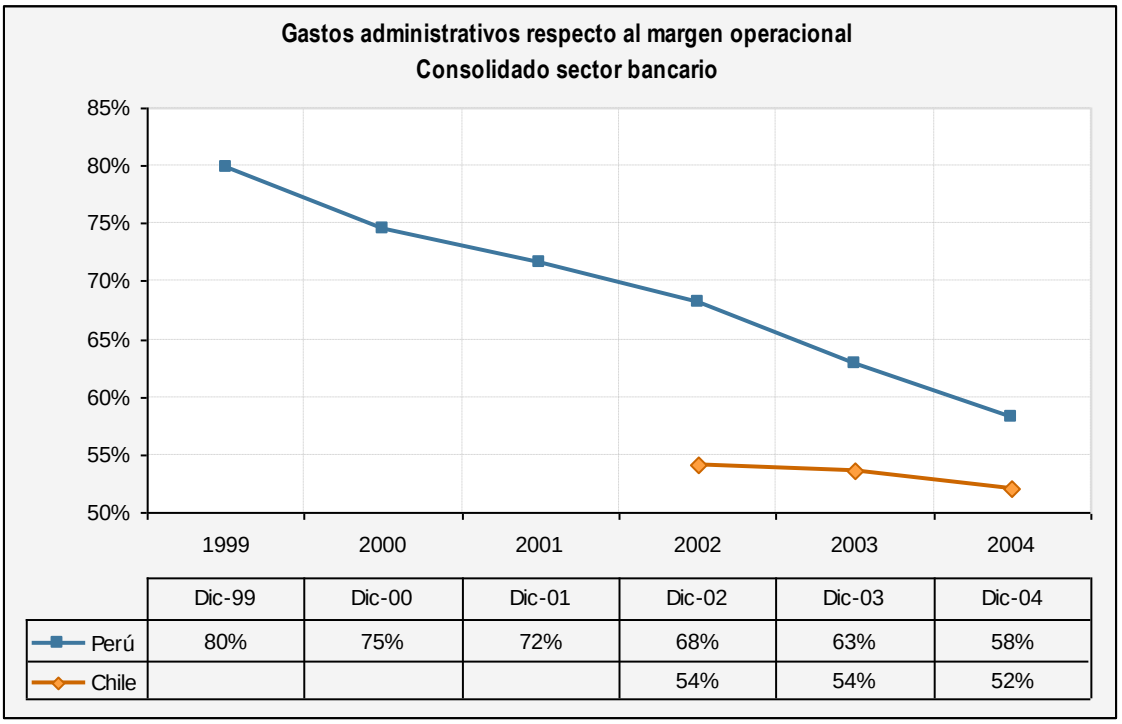
CUADRO 28



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

Resulta relevante notar que el incremento de la rentabilidad del sistema se justifica también en un incremento de la eficiencia administrativa de las instituciones que lo componen. Ello puede verse a través del indicador de gastos administrativos respecto al margen operacional. Siguiendo el gráfico siguiente, la tendencia de reducción de los costos administrativos se ha mantenido o acelerado durante el año 2004, llegando a un nivel de 58% (como referencia, en el año 2000 los gastos administrativos absorbían el 75% del margen operacional).

CUADRO 29



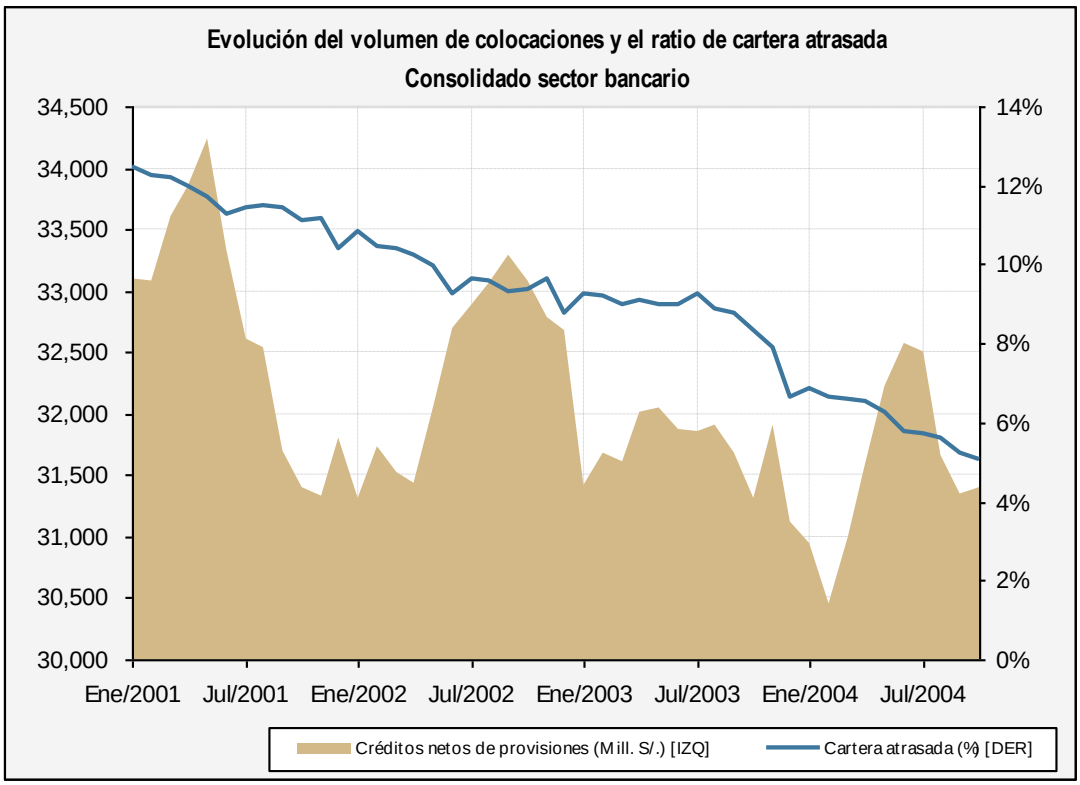
	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04
Perú	80%	75%	72%	68%	63%	58%
Chile				54%	54%	52%

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, SBIF (Chile)
Elaboración: propia

Si bien estas cifras resultan muy promisorias, es importante notar que aún hay espacio para continuar mejorando la eficiencia del sector bancario en el Perú. En Chile, por ejemplo, el nivel corriente de gastos administrativos representa alrededor de 6% menor carga que en Perú.

Otro indicador que se muestra muy positivo en el sector bancario es la tasa de colocaciones vencidas (es decir, el ratio de incumplimiento del sistema). En términos gruesos, este indicador se ha reducido a la mitad entre 2001 y 2004, pasando de 12.45% a 5% en este período de cuatro años, tal como puede verse en el Cuadro 30.

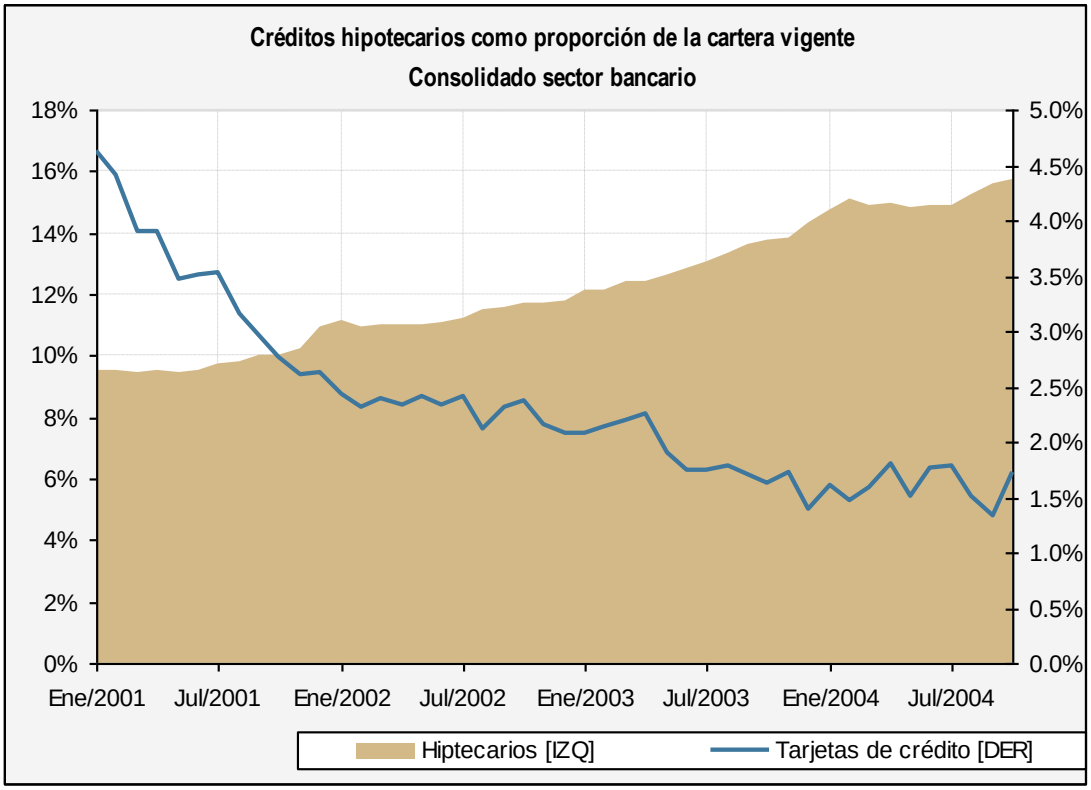
CUADRO 30



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

Finalmente, vale la pena resaltar el saludable crecimiento del volumen de operaciones hipotecarias en el mercado. La proporción de la cartera de créditos compuesta por este tipo de operaciones se ha expandido alrededor de un 65% desde enero de 2001. Si bien ha ocurrido lo opuesto con la cartera de operaciones de tarjeta de crédito, durante el 2004 esta proporción ha tendido a estabilizarse.

CUADRO 31



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: propia

2.4. Administradoras de Fondos de Pensiones

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) manejan en América Latina alrededor de 100,000 millones de dólares en inversiones, siendo Chile y México los dos países con los fondos de mayor volumen. Perú se encuentra en cuarto lugar después de Argentina.

El Cuadro 32 muestra la composición de la cartera de las AFPs de la región, indicando el porcentaje de participación por clase de activo.

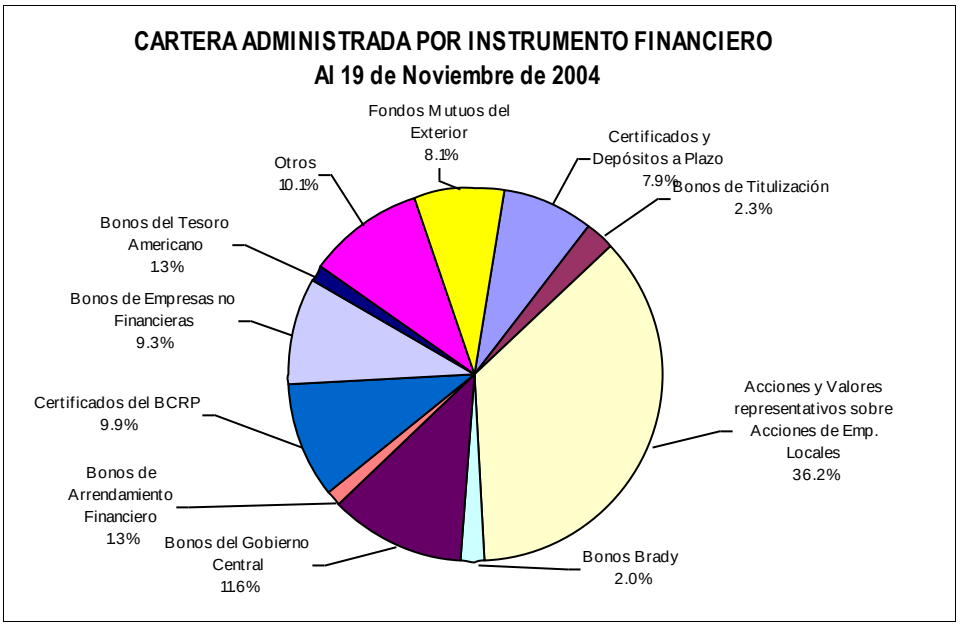
CUADRO 32
COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PRIVADOS DE PENSIONES POR TIPO DE INVERSIÓN
(MILLONES DE US$)

País	TOTAL (millones de U$S)	Deuda guber-namental	Institu-ciones financieras	Institu-ciones no financieras	Acciones	Fondos mu tuos y de inversión	Emisores extran-jeros	Otros
		(porcentaje respecto al fondo total)						
Argentina	16.222	68,1	4,5	2,1	10,4	2,9	9,4	2,5
Bolivia	1.617	64,9	6,5	18,2	7,9		1,6	0,9
Chile	48.992	21,2	28,3	7,1	13,3	2,5	27,5	0,1
Costa Rica	378	74,1	10,8	9,4		1,5		4,2
El Salvador	1.819	84,2	10,2	5,3	0,3			
México	37.930	85,6	4,3	10,1				
Perú	6.699	21,2	16,2	11,0	36,9	1,6	9,5	3,5
R. Dominicana *	245	24,4	66,5	2,4	6,5			0,2
Uruguay	1.323	55,5	37,7	5,4				1,4
Total	**115.224**	**51,2**	**15,9**	**7,7**	**9,4**	**1,6**	**13,6**	**0,7**

Fuente: Boletín Estadístico AIOS (Junio 2004), Superintendencia de Banca y Seguros

El siguiente gráfico muestra la composición de las carteras de las AFPs en el Perú. Es notoria la alta participación en instrumentos de renta variable. Dado el perfil de los afiliados (que forman los pasivos de una AFP, los cuales son de larga duración y baja exposición al riesgo), las carteras deberían ser de largo plazo y con una proporción menor en instrumentos de renta variable. La escasez de instrumentos financieros convierten las carteras de las AFPs en carteras con perfil riesgoso.

CUADRO 33



Fuente: SBS
Elaboración: SBS

Las AFPs tienen una participación importante como propietarias de las principales empresas del Perú. Esta participación es en cierto modo "obligatoria", debido a la limitada cantidad de títulos de renta variable que ofrece el mercado de valores. Dicha situación desvirtúa el objetivo de las AFPs, que es el de inversión institucional y no el de dirección de empresas.

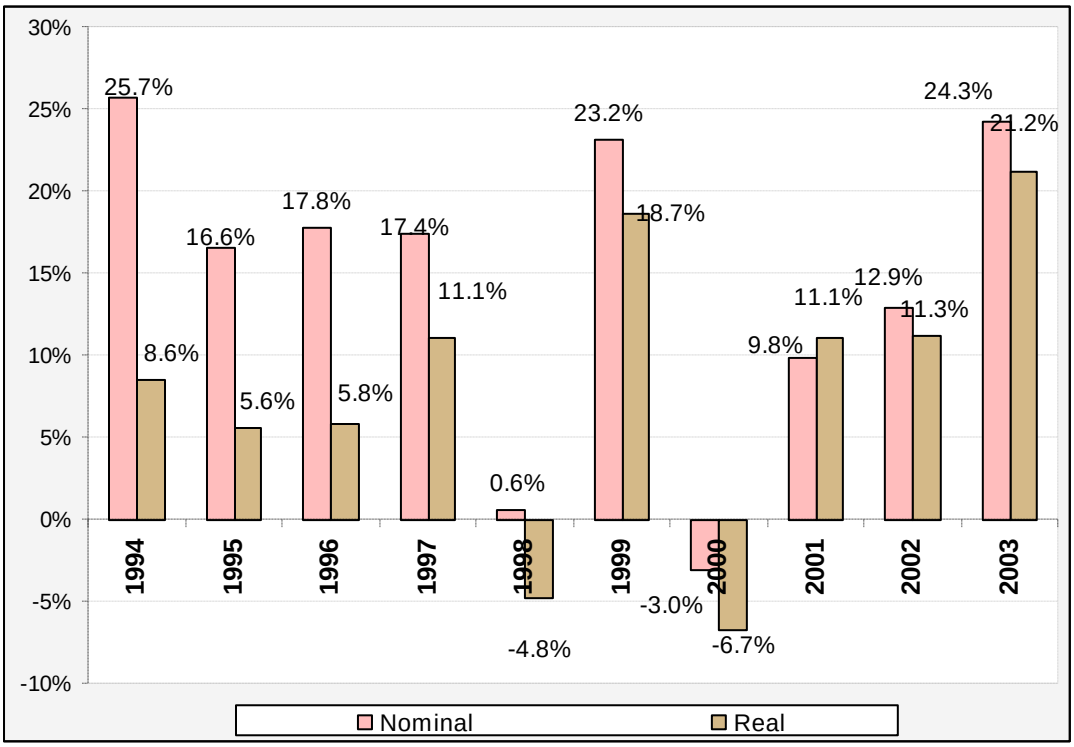
CUADRO 34
PARTICIPACIÓN DE LAS AFPS EN LAS PRINCIPALES EMPRESAS DEL PERÚ

Empresa	Proporción en poder de las AFPs
Credicorp	42.00%
Edelnor	35.09%
Edegel	32.90%
Relapasa	30.80%
Cementos Lima	29.84%
Milpo	27.30%
Cementos Pacasmayo	24.61%
Enersur	21.05%
Alicorp	20.97%
Southern Perú (Acc.B)	38.00%
Luz del Sur	18.39%
Buenaventura	11.90%
Total Miles US$	$2,151,262.95

Fuente: Economática
Elaboración: propia.

El Cuadro 35 muestra la evaluación de la rentabilidad nominal y real de las AFPs en el Perú. La escasa diversificación internacional y la fuerte proporción invertida en acciones locales hacen que las rentabilidades muestren una alta variación de un año a otro. El exceso de liquidez y la imposibilidad de aumentar las inversiones en el exterior hacen que las AFPs tengan mayor dispersión en sus rentabilidades anuales llegando a tener rentabilidades negativas en 1998 y 2000.

CUADRO 35
RENTABILIDAD NOMINAL Y REAL DE LAS AFPS DEL PERÚ



Fuente**:** SBS
Elaboración**:** propia.

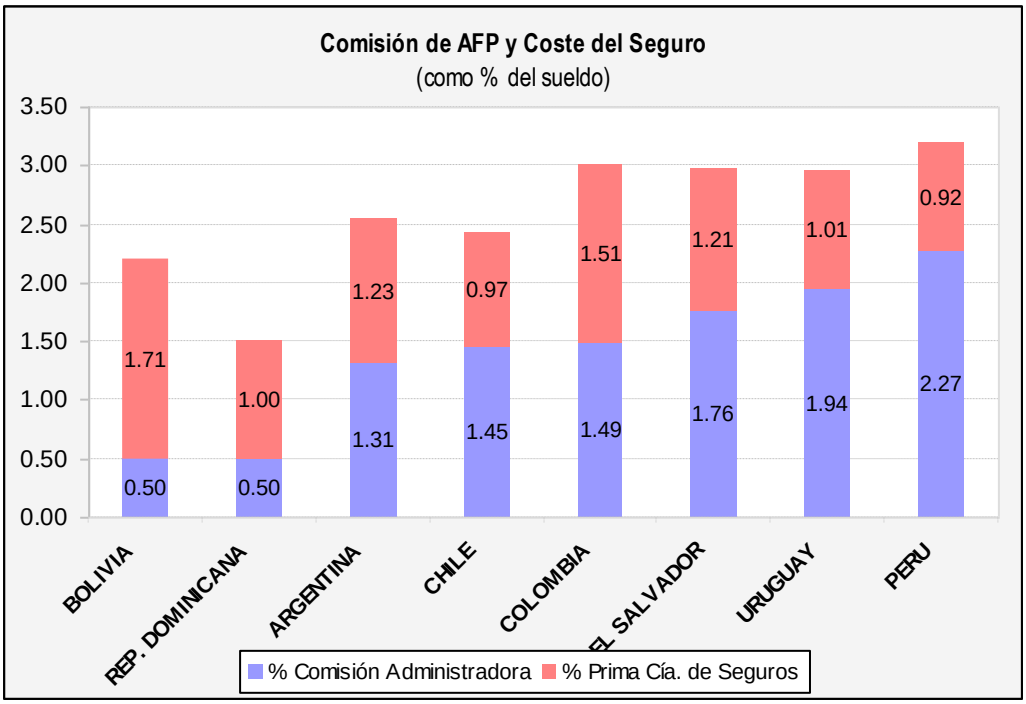
2.4.1. Fomento de la competencia

En la actualidad, las comisiones que cobran las AFPs en el Perú a sus afiliados son las más altas de América latina. La comisión anual promedio que cada afiliado hace a su AFP es de US$ 134, muy lejos de los US$ 106 de Chile y US$ 97 de El Salvador[4].

El Cuadro 36 a continuación muestra la comisión cobrada por la AFP y la prima de seguro. La suma de ambas cifras convierten a las AFPs peruanas en las más costosas, principalmente por la comisión cobrada a los afiliados, ya que la prima de seguro es la más baja de Latinoamérica. Además, en agosto la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) estableció la información que deberán proporcionar las AFPs para el concurso de selección de la administración de los riesgos de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio en el Sistema Privado de Pensiones (SPP). Especificó, además, los indicadores y ponderaciones para la selección de empresa de seguros que administrará los mencionados riesgos. Estas normas hacen más transparente la forma de contratación de los citados seguros repercutiendo en la prima a cobrar a los afiliados.

[4] Los ingresos por comisiones son netos del seguro de invalidez y fallecimiento. Se considera el promedio anual de aportantes de jul-03 a jun-04. Boletín estadístico AIOS.

CUADRO 36



Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones
Elaboración: Propia
Nota: Al 31 de diciembre de 2003

A finales de septiembre, fueron publicadas una serie de resoluciones que motivan la competencia entre las AFPs[5]. Estas medidas se traducirían en mayores beneficios para los afiliados disminuyendo las comisiones que son las más altas de América Latina.

La primera resolución flexibiliza y moderniza el procedimiento de traspasos lo que se provocará una disminución del tiempo de traspaso de una AFP a otra[6]. La segunda resolución mejora las condiciones para que las AFPs ofrezcan reducciones en las comisiones en función a los planes de permanencia. Con ello se busca que cada AFP ofrezca libremente descuentos en las comisiones en función del periodo que el afiliado se comprometa a seguir en la AFP, el cual deberá ser como mínimo de un año. Las solicitudes de traspaso podrán hacerse inclusive de forma remota por Internet (Circular AFP-49-2004) y también se permitirá las operaciones en que conlleven la transferencia de saldos de la cuenta individual de capitalización de los afiliados dentro del SPP, a través de Internet en los sitios *web* de las AFP (Circular AFP-48-2004).

Con estas resoluciones que entran en vigencia a partir de enero, el afiliado podrá trasladarse a la AFP de su preferencia en un plazo bastante corto. En la actualidad, el porcentaje de traslados de una AFP a otra es de los más bajos de América Latina.

CUADRO 37
TRASPASO DE AFILIADOS DE UNA AFP A OTRA
(% DE AFILIADOS)

[5] Resolución SBS Nº 1582-2004, Resolución SBS Nº 1583-2004, Circular AFP-48-2004 y Circular AFP-49-2004 publicadas en El Peruano el 20 septiembre del 2004.
[6] La posibilidad de realizar traspasos se encuentra vigente desde noviembre de 1995. Para ejercer el traspaso, el afiliado debía dirigirse a la AFP de origen y cumplir una serie de requisitos, lo que trajo como consecuencia demoras al proceso.

País	Jul'03 - Jun'04	Jul'02 - Jun'03
Argentina	5,9	3,5
Bolivia	0,5	0,0
Chile	3,3	3,9
Costa Rica	6,7	2,0
El Salvador	4,0	3,8
México	2,1	0,8
Perú	0,3	0,2
R. Dominicana		
Uruguay	0,1	0,2
Total	**2,9**	**1,7**

Fuente: Boletín Estadístico AIOS (Junio 2004), Superintendencia de Banca y Seguros

Las AFPs peruanas son las que mayor Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) tienen en la región, como lo muestran las cifras en los dos últimos años. Estos datos deberían alentar la competencia, pues demuestran que existe el margen necesario para poder rebajar las comisiones de administración y rentabilidades suficientemente altas como para que entren nuevas Administradoras al mercado.

Cuadro 38
RESULTADO DE LAS ADMINISTRADORAS
UTILIDAD ANUAL / PATRIMONIO NETO (%)

País	Jul'03 - Jun'04	Jul'02 - Jun'03
Argentina	-11,7	-4,4
Bolivia	49,7	31,0
Chile	21,9	21,2
Costa Rica	-21,6	7,1
El Salvador	36,1	28,6
México	29,0	41,3
Perú	73,8	77,1
R. Dominicana	-19,1	
Uruguay	37,1	71,6
Total	**21,8**	**28,0**

Fuente: Boletín Estadístico AIOS (Junio 2004), Superintendencia de Banca y Seguros

2.4.2. Multifondos

Mediante la Ley N°27988 publicada el 4/6/2003, las AFPs pueden ofrecer a partir de Julio de este año los multifondos. La norma permite la creación de tres tipos de fondos para los aportes obligatorios, dependiendo de la perspectiva que tenga un afiliado (Fondo de Mantenimiento de Capital, Fondo Mixto y Fondo de Crecimiento de Capital):

- El primer fondo es el de mantenimiento de capital, diseñado para afiliados mayores de 60 años, próximos a jubilarse o que perciben una pensión por la modalidad de retiro programado o renta temporal.

- El segundo fondo es el balanceado o mixto, como el que actualmente se tiene, que cuenta con un nivel de riesgo moderado; está dirigido básicamente a afiliados en edades intermedias, aproximadamente entre 45 y 60 años de edad.

- El tercer fondo es el de crecimiento, es un fondo más agresivo que tiene como finalidad buscar retornos a largo plazo por encima del promedio; está diseñado para afiliados jóvenes cuyo horizonte de retiro es muy lejano, y que pueden asumir riesgos de mayores fluctuaciones en la rentabilidad.

Con el fin de que las AFP puedan diversificar las inversiones y construir un portafolio de inversión más eficiente de acuerdo con el tipo de fondo, se ha flexibilizado el proceso de inversiones. La ley ha establecido cuatro categorías de instrumentos de inversión: renta variable (por ejemplo acciones que se cotizan en la bolsa), instrumentos de renta fija mayores a un año (por ejemplo los bonos de las empresas corporativas), instrumentos derivados para cobertura (como los *forward* o compras de dólares a futuro) y los instrumentos de corto plazo o activos en efectivo (como los depósitos bancarios). En este esquema ya no existen límites por instrumentos, sino límites máximos por cada una de las cuatro clases de activos antes mencionados.

Ahora, los afiliados podrán decidir el peso del riesgo en las inversiones de sus fondos de pensiones, con lo que tendrá la oportunidad de acceder a una rentabilidad mayor o menor en función a sus expectativas.

2.4.3. Gestión de riesgos

La SBS publicó el 20 de enero la Resolución N° 88-2004 con la finalidad de implementar durante el año 2004 el Sistema Integral de Administración de Riesgos de Inversión a que se encuentran expuestos los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Esta norma tiene como principal objetivo la introducción obligatoria de la gestión profesional de los riesgos al interior de las AFP; a través de la creación de un área especializada (Unidad de Riesgos), constituyéndose en un requerimiento similar al que hoy en día existe para otras instituciones financieras[7].

Entre los riesgos a ser supervisados por la nueva unidad de riesgos de las AFP se encuentran los riesgos de mercado, el riesgo crediticio, el riesgo de operación y el riesgo de liquidez.

2.4.4. Nuevas AFPs

El holding peruano de servicios financieros Credicorp anunció planes de abrir una nueva administradora de fondos de pensiones, por lo que presentó una solicitud formal a la SBS. Inversiones Crédito del Perú, filial de Credicorp, será el principal accionista de la nueva AFP junto con otros accionistas peruanos.

Credicorp espera recibir la autorización de la SBS, en unos meses y comenzaría a operar a mediados del 2005. La nueva AFP sería la quinta administradora de fondos de pensiones de

[7] Desde 1998, los bancos tienen obligación de cuantificar los riesgos de mercado a los que están expuestos.

Perú. Anteriormente, Credicorp vendió su participación en el negocio de las AFP a Santander, lo que resultó en la fusión de ambas AFP en la administradora de fondos de pensiones Unión Vida.

El Grupo Interbank estaría por realizar un anuncio muy parecido con el interés de incursionar en el mercado de AFPs[8].

2.5. Fondos Mutuos, de Inversión y Compañías de Seguros

2.5.1. Fondos Mutuos y de Inversión

Cabe recordar que un Fondo Mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública, el mismo que debe ser administrado por una Sociedad Administradora de Fondos Mutuos de Inversión en Valores.

Desde un punto de vista estricto, los Fondos Mutuos se clasifican en fondos de renta variable (que invierten en acciones) y de renta fija (invierten en instrumentos como CDBCRP, depósitos a plazo, bonos corporativos), que a su vez pueden clasificarse en fondos de corto plazo y de mediano o largo plazo. Asimismo, pueden cotizar tanto en moneda nacional o moneda extranjera (dependiendo de la moneda en la que invierten).

La rentabilidad de las inversiones en Fondos Mutuos dependerá de la evolución de su "Valor Cuota", que se calcula diariamente en función al cambio que el patrimonio del fondo experimente. Hay que destacar que los Fondos Mutuos no generan "intereses", sino que los beneficios sólo se aprecian en el "Valor Cuota". Al contrario de instrumentos como depósitos a plazo, la rentabilidad obtenida en fondos mutuos es incierta y puede inclusive perderse dinero.

Los fondos mutuos permiten que pequeños inversionistas accedan a los beneficios de la diversificación[9]. Esto contribuye a reducir los riesgos ante fluctuaciones en un solo instrumento. Además, los fondos son bastante líquidos, pudiendo efectuarse "rescates" de las inversiones en los fondos sin necesidad de tener que realizar ventas de títulos valores en el mercado.

Por otro lado, invertir en fondos mutuos tiene una serie de desventajas paralelas. En primer lugar, los fondos invierten en un número reducido de activos por lo que los beneficios de la diversificación que obtienen son fácilmente replicables para grandes inversionistas. Además, fondos centrados en un cierto tipo de activos son susceptibles a riesgos causados por fluctuaciones en las tasas de interés o en el riesgo país. Una diversificación más completa que incluya activos tanto de renta variable como de renta fija podría aminorar estos riesgos[10].

Otro inconveniente de invertir en Fondos Mutuos es que implica un alto "costo", debido a las comisiones cobradas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión en Valores (SAF). Este costo redunda a su vez en una reducción en la rentabilidad obtenida. Debido a que este costo es proporcional al tamaño de la inversión, en muchas ocasiones resulta poco atractivo para grandes inversionistas participar en este tipo de fondos.

Es posible verificar también el desempeño estable pero de bajo rendimiento que registran los fondos mutuos. Durante el año 2004, la rentabilidad acumulada en muchos de ellos ha sido

[8] Directorio de Credicorp aprobó constituir AFP El Comercio (Perú) - 25 Nov 2004

[9] Se entiende por diversificación a la distribución de la inversión en distintos instrumentos o activos de forma tal que se limiten las pérdidas causadas por shocks adversos en alguna empresa o sector económico.

[10] Esto se debe a que el comportamiento de los activos de renta variable suele mostrar una sensibilidad distinta que los de renta fija ante choques económicos.

negativa, debido al alza de tipos de interés en la economía (tanto en soles como en dólares) que se vincula con la gran proporción de instrumentos de renta fija en las carteras que los fondos administran y en algunos casos a la depreciación del dólar.

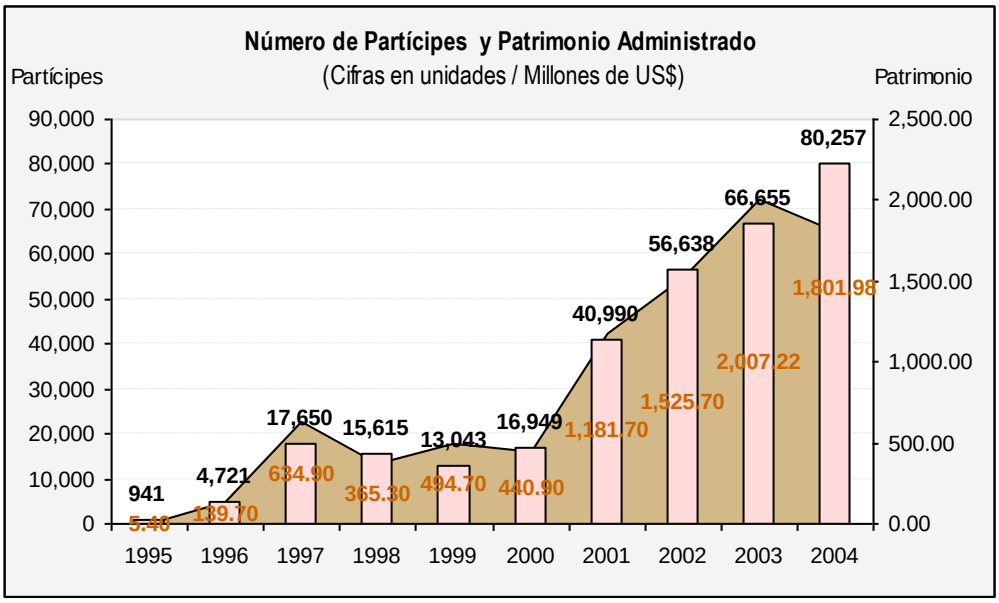
CUADRO 39
COMPARACIÓN DE FONDOS MUTUOS – AÑO 2004

Moneda	Fondo	Rentabilidad 12 meses	Patrimonio (Mill US$)
Soles	Promoinvest Fondo Selectivo	45.95%	3.87
	Súper Renta L.P.	0.09%	18.05
	Credifondo Balanceado	1.51%	72.44
	Interfondo Mixto	0.70%	4.05
	Interfondo Global	-4.36%	9.16
	Credifondo Internacional Balanceado	-2.75%	14.44
Dólares	Credifondo RF Dólares	-2.05%	2,317.74
	Súper Renta Dólares	-2.22%	802.46
	Interfondo RF	-1.74%	583.18
	Fondo Renta Premium	-1.87%	395.92
	Credifondo Corto Plazo US$	-2.24%	422.89
	Cred Mega Renta US$	0.00%	0.00
	Cred Hiper Renta US$	0.00%	0.00
	Súper Renta US$ Monetario	-2.52%	76.44
	Credifondo Corto Plazo S/.	2.50%	261.06
	Súper Renta Vip US$	-1.85%	303.23
	Súper Renta Soles	0.80%	202.72
	Fondo Renta Cash S/.	2.25%	73.33
	Fondo Renta Cash US$	-2.13%	40.54
	Interfondo Cash US$	-2.10%	71.67
	Interfondo Soles	2.69%	84.54
	Cred Overnight US$	0.00%	0.00
	Cred Overnight Soles	0.00%	0.00
	Interfondo Plus $	-1.00%	155.33
	Cred Hiper Renta S/.	0.00%	0.00
	Progreso US$	-1.98%	0.91
	Aval RF US$	0.00%	0.00
	Promoinvest RF Dólares	-8.19%	0.23
	Fondo Renta Select	-1.40%	32.33

Fuente: CONASEV
Elaboración: propia.

Sin embargo, el crecimiento del número de inversores en los fondos de inversión colectiva sigue una tendencia estable. A septiembre de 2004 el crecimiento en el número de partícipes ha sido de 20.4% en términos anuales, siguiendo la tendencia de años anteriores.

CUADRO 40



Fuente: CONASEV
Elaboración: Propia

Aunque la tendencia del número de partícipes es de aumentar progresivamente, no ha ocurrido lo mismo con el aumento del patrimonio. De hecho, ha habido una reducción de 10.22% hasta octubre de este año, cuyo principal causante es la depreciación del dólar frente al sol.

2.5.2. Compañías de Seguros

Durante el primer semestre del 2004, Rímac Internacional adquirió la mayoría de acciones de Royal & SunAlliance Vida y Royal & SunAlliance-Seguros Fénix. Posteriormente se produjo una fusión con dichas compañías, lo que motivó que el número de compañías de seguros en el sistema se reduzca y la concentración del mercado se sitúe en las dos compañías más grandes se incremente.

Cabe mencionar que el mercado asegurador peruano se caracteriza por tener un alto nivel de concentración: las dos compañías con mayor participación suscriben el 62.0% de las primas totales y, las cinco más importantes, el 86.4%. Otro acontecimiento de importancia en el 2004 (febrero) fue la adquisición de la compañía peruana Sul América por parte del grupo venezolano Equator. El 14 de septiembre del 2004, la SBS autorizó el cambio de denominación social de Sul América Compañía de Seguros S.A. a Latina Seguros y Reaseguros S. A. (Latina Seguros).

CUADRO 41
PARTICIPACIÓN DE MERCADO POR PRIMAS TOTALES
SEGUROS GENERALES Y DE VIDA

Compañía	Jun-04	Jun-03
Rímac Internacional	32.17%	25.62%
Pacífico Peruano Suiza	29.83%	28.80%
Interseguro	9.03%	12.89%
InVita	8.51%	6.48%
La Positiva	6.35%	6.17%
Mapfre Perú	6.81%	5.65%

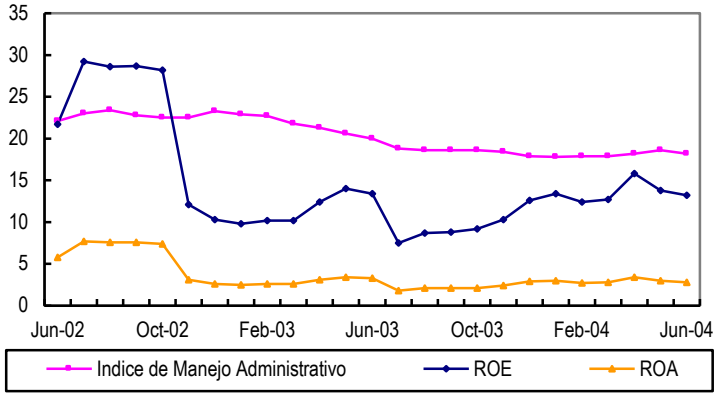
Generali Perú	3.31%	4.53%
Sul América	2.89%	2.88%
Altas Cumbres	0.72%	0.56%
Secrex	0.37%	0.29%
Royal & SunAlliance		6.14%
Total	**100.00%**	**100.00%**

Fuente: SBS
Elaboración: Propia

El siguiente cuadro muestra la rentabilidad sobre patrimonio (ROE), rentabilidad sobre activos (ROA) y el Índice de Manejo Administrativo[11] de las empresas de seguros en el Perú. Puede contrastarse una estabilidad en los tres indicadores que coincide con la escasa influencia de eventos en el sector, con un Índice de Manejo Administrativo que se sostiene aproximadamente en 19%

CUADRO 42

ROE, ROA e Índice de Manejo Administrativo
(En porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

2.6. Instituciones de Microfinanzas

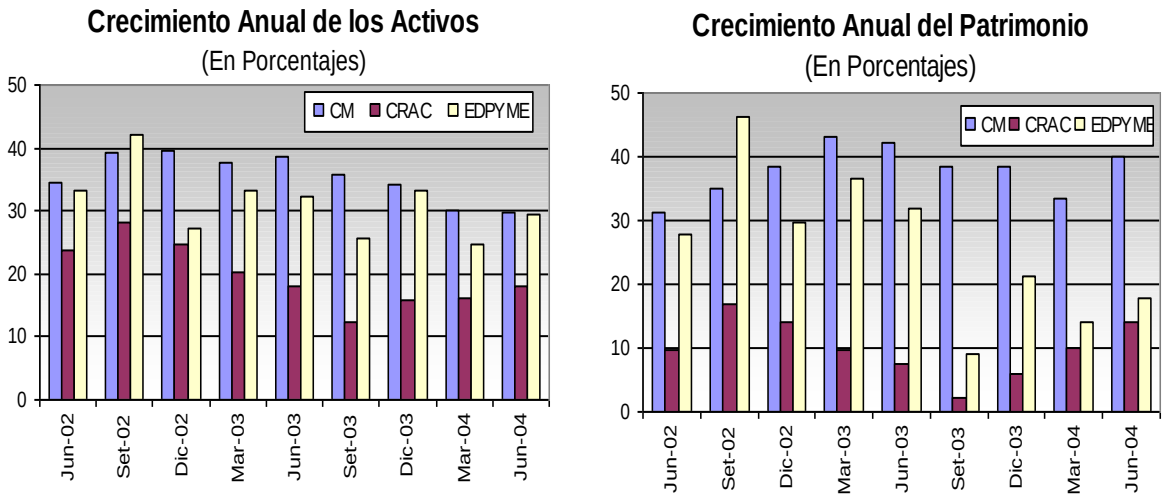
2.6.1. Introducción

Al 30 de junio de 2004 se encontraban operando 40 Instituciones Microfinancieras No Bancarias: 14 Cajas Municipales, (13 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito y la Caja Municipal de Crédito Popular de Lima), 12 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC) y 14 Entidades de Desarrollo a la Pequeña y Micro Empresa (EDPYME). A dicha fecha, estas instituciones registraron activos por S/. 3,494 millones y un patrimonio de S/. 640 millones.

El nivel de activos de las Instituciones Microfinancieras se incrementó en 27.7% entre junio de 2003 y junio de 2004, siendo las Cajas Municipales (CM) y EDPYMEs las que registraron elevadas tasas de crecimiento (29.7% y 29.3%), significativamente superiores a la registrada por las Cajas Rurales (17.9%). Las CM representaron el 73.7% del activo total de las IMFNB seguidas por las CRAC, que a junio de 2004 alcanzaron una participación del 15.2%.

[11] Índice de Manejo Administrativo (Gastos de Administración/Primas Retenidas): Proporción de primas retenidas destinada a cubrir gastos de gestión interna.

CUADRO 43

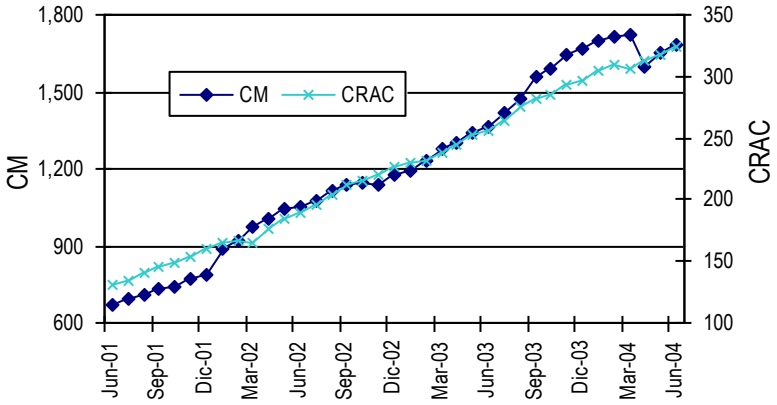


Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

En cuanto a las fuentes de financiamiento, los depósitos de las Instituciones Microfinancieras han registrado un comportamiento dinámico en el último año, mostrando un crecimiento anual de 23.8%. Los depósitos de las CM fueron los de mayor aumento, S/. 318 millones en el último año, registrando un crecimiento de 23.4%. De esta manera, los depósitos totales de las Instituciones Microfinancieras alcanzaron S/. 2004 millones a junio de 2004, siendo la participación de las CM y las CRAC de 83.8% y 16.2%, respectivamente.

CUADRO 44

EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS
(En millones de nuevos soles)



Fuente**:** Superintendencia de Banca y Seguros

Dentro de las instituciones financieras, sin considerar a la banca tradicional, las CMACs, en conjunto, se han caracterizado por ser los que más colocaciones de créditos en microfinanzas con buenos niveles de calidad de cartera y rentabilidad. Tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro, el 51.0% de las colocaciones brutas corresponde a las CMACs seguidas del Banco de Trabajo con un 19.8% (a junio de 2004).

CUADRO 45

	Colocaciones Brutas		Créditos		Crédito
	Miles de Soles	%	Número	%	Promedio (S)
CMAC´s	1,906,732	51.00%	578,864	45.90%	3,294
CRAC´s	373,439	10.00%	76,748	6.10%	4,866
EDPYMES	327,760	8.80%	92,872	7.40%	3,529
Mibanco	391,794	10.50%	117,192	9.30%	3,343
Banco de Trabajo	739,927	19.80%	394,102	31.30%	1,878
Colocaciones Brutas	**3,739,652**	**100.00%**	**1,259,778**	**100%**	**2969**

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros
Elaboración: Propia

2.6.2. Inversiones en las Cajas Municipales

El 8 de junio del 2004 fue publicada la Resolución SBS N° 879-2004, emitida por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), acerca de las Inversiones temporales de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC). Dicha resolución especifica los instrumentos que pueden adquirir estas instituciones, según se resume a continuación:

a) Certificados de depósito, emitidos por una empresa del sistema financiero del país; así como instrumentos hipotecarios, *warrants* y letras de cambio provenientes de transacciones comerciales, emitidos por entidades establecidas en el país.

b) Instrumentos representativos de deuda privada e instrumentos representativos de capital para la cartera negociable, emitidos por empresas establecidas en el país, que sean materia de algún mecanismo centralizado de negociación conforme a la ley de la materia.

c) Certificados de participación en los fondos mutuos y fondos de inversión administrados por sociedades establecidas en el país, supervisadas y reguladas por el organismo competente.

d) Títulos representativos de la deuda pública peruana, interna y externa, así como obligaciones del Banco Central de Reserva del Perú.

Además, dicha resolución indica que las CMAC deberán contar con una política de inversiones establecida de acuerdo con el grado de exposición de la entidad y tenerla a disposición del ente regulador cuando éste lo solicite.

2.6.3. Nuevos productos para las Instituciones de Microfinanzas

Las Cajas Rurales, Edpymes y Cajas Municipales podrán incrementar los servicios financieros que ofrecen a sus clientes gracias al proyecto de ley que se aprobó el 21 de octubre de 2004 en el Congreso propuesto por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS).

Las nuevas operaciones a las que podrán acceder en un primer momento dichas entidades son la emisión de tarjetas de débito, *factoring* (venta de facturas con un descuento), financiamiento de comercio exterior y asesorías. Posteriormente, en la medida que cumplan con los requisitos exigidos por la SBS, podrán brindar préstamos sindicados (otorgados por un grupo de entidades para operaciones de mayor envergadura), emitir bonos, tarjetas de crédito, instrumentos hipotecarios, titulizaciones, cheques de gerencia, sobregiros, comprar y vender títulos de deuda, entre otros.

Se espera que la norma genere incentivos para que las empresas, con el fin de beneficiarse de la medida, inicien procesos de consolidación vía fusiones, adquisiciones o aumentos de capital, y que de esta forma se contribuya a la formación de instituciones financieras más grandes y sólidas.

Asimismo, la competencia que se generará entre dichas entidades financieras tendrá efectos positivos en el sector productivo, especialmente en las microempresas, pequeñas y medianas empresas, debido a que podrán acceder a productos más sofisticados que los préstamos directos.

3. Algunos temas en la agenda

3.1. Límites de inversión

Uno de los principales puntos de discusión en el mercado de inversiones institucionales ha sido la potencialmente necesaria ampliación de los límites de inversión en el exterior para Administradoras de Fondos de Pensiones. Al respecto, la SBS pidió al BCR la ampliación del límite de las inversiones en el exterior en marzo de 2004 pero desde entonces se ha dilatado la respuesta del ente emisor.

En el Seminario Internacional de AFPs que tuvo lugar el 4 de noviembre de 2004 en Lima, expertos internacionales respaldaron la propuesta de ampliar los límites de inversión de las AFPs en el exterior, al considerar que es la mejor alternativa para los afiliados, pudiéndose obtener mayores rentabilidades y menor riesgo (gracias al incremento del efecto diversificación). Esta ampliación es necesaria, porque la falta de instrumentos en el mercado local y las necesidades de inversión por parte de las AFP están generando una presión alcista en los precios de los instrumentos locales, los cuales generan por tanto una menor rentabilidad.

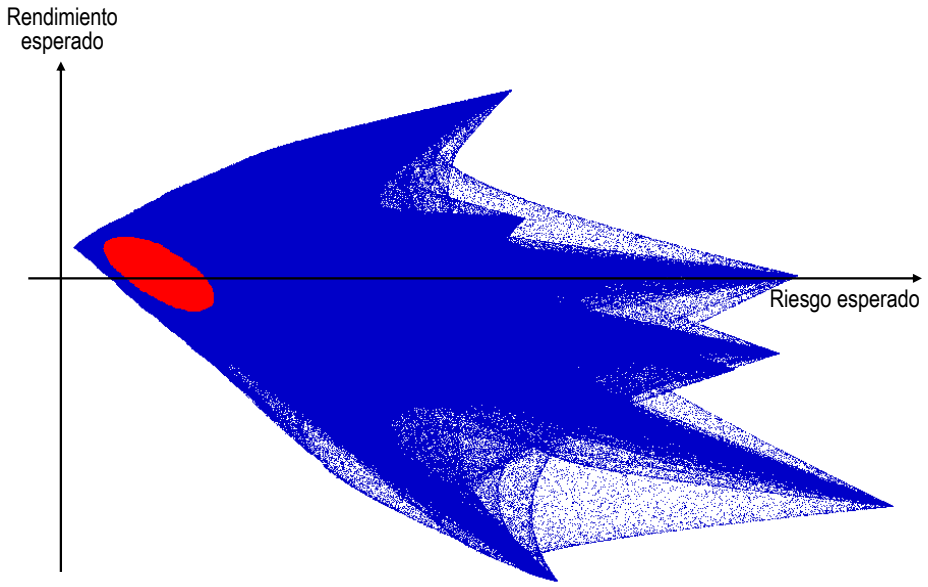
El objetivo del inversionista institucional no debe limitarse a buscar una máxima rentabilidad de las inversiones (lo que podría llevarlo a asumir un riesgo excesivo) ni a minimizar el riesgo (lo que podría colocarlo en una posición de muy baja rentabilidad). El objetivo debe incorporar ambas medidas, buscando maximizar el "retorno ajustado por riesgo", que podríamos denominar "ratio de eficiencia financiera" de las inversiones.

En términos sencillos, la búsqueda del máximo retorno ajustado por riesgo puede entenderse como equivalente a perseguir aquellas inversiones que permiten alcanzar la mayor remuneración esperada por cada unidad de riesgo asumido. De este modo, se garantiza que los afiliados al fondo de pensiones están recibiendo la máxima rentabilidad por cada punto adicional de riesgo que enfrentan.

El examen de las alternativas de política respecto a la autorización de ampliación de los límites de inversión debe pasar por un análisis técnico riguroso. Una de las herramientas adecuadas para este fin es precisamente la comparación del ratio de rendimiento a riesgo cuando se imponen diversos límites hipotéticos.

En 2002 se realizó un estudio para determinar el efecto de las restricciones de inversión sobre la eficiencia financiera del Sistema Privado de Pensiones (SPP). El gráfico siguiente muestra de qué modo operan las restricciones, reduciendo el área de inversiones permitidas en el plano de "retorno-riesgo" que enfrentan las AFPs.

CUADRO 46
ÁREA DE POSIBILIDADES DE INVERSIÓN DEL SPP PERUANO
Y ZONA FACTIBLE CON RESTRICCIONES



Fuente: Rivas-Llosa y Camargo (2002), Eficiencia financiera de los límites de inversión para las AFP: una aplicación al caso peruano.

El área de forma caprichosa corresponde a todas las combinaciones de retorno y riesgo a las que podrían acceder las AFPs si no se impusieran restricciones de inversión (tal como ocurre en otros países del mundo, por ejemplo Suiza y Holanda). Como puede verse, los límites de inversión reducen el área accesible por las AFPs a la zona elíptica hacia la izquierda, eliminando las carteras de mayor retorno y menor riesgo.

Numéricamente, la presencia de restricciones de inversión reduce el ratio de retorno a riesgo del sistema en aproximadamente un 30%, tal como puede verse en el cuadro siguiente.

CUADRO 47
OPTIMIZACIÓN CON Y SIN RESTRICCIONES: COMPARACIÓN DE RESULTADOS

Escenario	Valores asociados al portafolio óptimo		
	Retorno / Riesgo	Proporción invertida en	
		Activos del exterior (total)	Bonos del tesoro americano
Caso base: todas las restricciones actuales	0.323	4.00%	4.00%
La restricción de inversión en el exterior elevada a 10%	0.323	4.00%	4.00%
Todas las restricciones actuales relajadas un 30% 1/	0.370	5.20%	5.20%
Benchmark ideal: escenario sin restricciones	0.463	9.23%	9.23%

1/ Una relajación de 30% sobre un límite máximo de 10%, por ejemplo, lo incrementa al 13%.
Fuente: Rivas-Llosa y Camargo (2002), Eficiencia financiera de los límites de inversión para las AFP: una aplicación al caso peruano.

Si bien en el año 2002 la proporción ideal de activos en el exterior era de aproximadamente 9%, se hace necesario actualizar este análisis utilizando la información más reciente para conocer la composición óptima del portafolio dentro de la coyuntura reciente.

3.2. Basilea II

En 1988, el Comité de Basilea[12] implementó el "Acuerdo de Capital de Basilea". El acuerdo tuvo como objetivo proporcionar a los bancos activos en el ámbito internacional en los países del Grupo de los Diez (G-10) un "campo de juego nivelado" respecto a la cantidad de capital que se debería mantener, y proporcionar garantías a las autoridades reguladoras con respecto a las normas de capital utilizadas por bancos activos a escala internacional. El acuerdo fue implementado en más de 100 países para instituciones financieras grandes y pequeñas. Desde el 2000, el Comité de Basilea ha consultado con la industria sobre una modificación al Acuerdo de Basilea que permitiera una metodología más sensible a riesgos con respecto a la adecuación de capital. El Comité de Basilea piensa finalizar la consulta sobre el Nuevo Acuerdo de Capital durante el cuarto trimestre de 2004, y el acuerdo estará listo para la implementación por autoridades reguladoras nacionales antes del 31 de diciembre de 2006.

Basilea II se percibe como una oportunidad por cuanto va a suponer:

- Un impulso a la gestión avanzada de Riesgos, al usar herramientas que tratan de identificar los riesgos antes de que ocurran, utilizando sistemas integrados de gestión de riesgos de crédito, mercado y operacional, cuantificando los riesgos día a día.
- Convergencia entre capital económico y capital regulatorio. El acuerdo busca adecuar el capital a los riesgos reales incurridos en la actividad bancaria, relacionando el capital económico con la solvencia y *rating* de la institución. Hay una relación directa entre capital y riesgo.
- Mayor estabilidad a medio plazo del Sistema Financiero Internacional, que repercutirá en una mejor asignación de recursos, transparencia e información de mercado.

Las herramientas generalmente empleadas por la regulación financiera para prevenir el riesgo de insolvencia de las instituciones bancarias son las provisiones, la suficiencia patrimonial y la concentración de riesgos.

Las provisiones sobre los riesgos que incurren las Instituciones Financieras no son considerados a la hora de entregar un crédito sino después de que se da el incumplimiento. Por consiguiente, la contabilidad bancaria no considera dichos riesgos hasta que se produce el evento.

Por otro lado, puede darse el caso de que por incumplimiento de los préstamos, o desfases de la valoración de los activos ante subidas de tipo de interés, el valor patrimonial del banco no coincida con el valor patrimonial de mercado. Por esta razón, pueden llegar a existir instituciones con patrimonios negativos que todavía siguen operando. La inexistencia de mercados de valores desarrollados y eficientes dificultan la valoración de mercado del patrimonio del banco y de otros activos.

Por último, ante el incipiente desarrollo de la gestión de riesgos hay una transferencia de riesgos al sector real, con todo lo que ello conlleva. Puede apreciarse la transferencia del riesgo de tipo de interés y riesgo de tipo de cambio en las clases de productos que ofrecen las instituciones financieras (préstamos principalmente en soles y a tasas variables). Todo el esfuerzo realizado

[12] El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea es un comité establecido por el Banco Internacional de Pagos, y conformado por representantes de las autoridades de supervisión bancaria nacionales. Es un órgano internacional que formula políticas respecto a las mejores prácticas de la regulación financiera.

en el desarrollo de metodologías y sistemas de gestión de riesgos ayudarán a mitigarlos de forma más eficiente sin la necesidad de transferirlos al sector real.

Es cierto, que ha habido un seguimiento de la entidad reguladora en el Perú (SBS) a las directivas sobre regulación del comité, pero los nuevos principios y lineamientos no son obligatorios para países en vías de desarrollo, pero alejarse de ellos puede incidir en la posibilidad de recibir inversión directa en el sistema financiero[13].

4. Conclusiones

Las principales observaciones y conclusiones que se desprenden del estudio de los indicadores del Sistema Financiero durante el año 2004 se sintetizan a continuación.

- Si bien el crecimiento del PBI para el 2004 sigue de cerca la tendencia media de los últimos dos años, durante los primeros diez meses del año el crecimiento se mostró más estable que en el período correspondiente del año previo. Ello podría sugerir un afianzamiento de la expansión económica y una proyección más estable de crecimiento para los próximos años.

- El Perú superará durante el 2004 en crecimiento a economías como la de Colombia (4%) y la Unión Europea (2.2%), y mostrará una expansión similar a la experimentada por los Estados Unidos (4.3%), Japón (4.4%) y el continente Africano (4.5%). En este sentido, es importante considerar, como referencia relevante, que el promedio de países emergentes y en desarrollo, entre los que se cuenta Perú, crecerá 6.6% en el 2004 y 5.9% durante el 2005 de acuerdo con las proyecciones del FMI.

- Si bien el incremento del nivel de precios se ha mantenido en niveles controlados durante el año 2004, cabe señalar que este período ha sido testigo de tasas de inflación más altas que los tres años precedentes. Esta ligera tendencia al aumento de la inflación contrasta con la reducción de esta tasa entre los años 2003 y 2004 que mostraron otros países latinoamericanos, tales como Argentina, Chile y Colombia.

- El mercado cambiario experimentó, durante el segundo semestre del año, una fuerte tendencia hacia la apreciación del sol frente al dólar. El Banco Central de Reserva buscó defender la estabilidad del tipo de cambio mediante fuertes operaciones de compra de moneda extranjera, con poco éxito.

- Durante el año 2004 las tasas activas de interés (es decir, las tasas para préstamos) en moneda nacional experimentaron un incremento moderado, que continúa la tendencia alcista de estas tasas exhibida desde inicios del año 2003.

- Se ha continuado expandiendo de la brecha entre el costo del dinero para los prestatarios y la remuneración de los depósitos para los ahorristas. Este "spread", que constituye una de las principales fuentes de utilidad para el sector bancario, pasó de 7.5% en abril de 2003 a 9.5% en noviembre de 2004. Si bien parte importante de esta subida se verificó durante el año 2003, el reajuste continuó durante el último año. El *spread* en moneda extranjera se comprimió ligeramente durante el 2004.

- La estructura de vencimientos de las tasas de interés muestra una trayectoria convencional, ascendente hacia los plazos más largos, lo que puede explicarse por dos

[13] ¿Es factible adoptar Basilea II en los países andinos? Martín Naranjo, Oscar Basso y Emilio Osambela - CIUP, Economía y Sociedad 53, CIES, Octubre 2004

efectos: (a) la preferencia por liquidez de corto plazo y (b) las expectativas de pérdida de valor de la moneda en el futuro. En este sentido, se aprecia que las expectativas de los agentes sobre la pérdida de valor de la moneda en el futuro se han mantenido relativamente estables durante los últimos doce meses.

- Hacia finales del año 2004, el diferencial EMBI+ para el Perú es del orden de 270 puntos base[14]. Este nivel es resultado de una reducción progresiva del riesgo país que viene observándose desde el mes de setiembre del año 2002.

- El índice de riesgo Latinoamericano ha mostrado una evolución esencialmente proporcional al riesgo país del Perú desde el año 2002. Ello se puede explicar por el hecho de que el riesgo Perú es, en una parte significativa, resultado del riesgo regional apreciado por los inversionistas internacionales.

- En la actualidad poco menos del 82% de la magnitud de los movimientos diarios del riesgo país del Perú pueden asociarse con variaciones del riesgo a nivel regional. En adición a ello, durante los últimos cuatro años el nivel de "sincronización" del riesgo Perú y el riesgo regional se ha venido incrementando, pasando de un 57% en 2001 a un 71% en 2002 y un 72% en 2003.

- Si bien las direcciones de los cambios del riesgo país del Perú y la región se encuentran cada vez más ajustadas, no ocurre lo mismo con sus magnitudes. En particular, destaca el hecho de que el riesgo regional se redujo a un ritmo más acelerado que el riesgo país del Perú durante el año 2004. Así, mientras que este último pasó de 3.2% a 2.7% (0.5%), el primero se redujo de 5.7% a 4.5% (1.2%) entre noviembre de 2003 y el mismo mes de 2004.

- Al iniciarse el año 2001, el nivel de dolarización del sistema financiero ascendía a 60%. A noviembre del año 2004, este indicador ha retrocedido hasta alcanzar aproximadamente un 43%. El año 2004 ha continuado la tendencia decreciente observada en años previos, habiendo recogido una reducción de 5% en este coeficiente. Mientras tanto, y si bien la liquidez en moneda nacional se ha venido haciendo más abundante, la tasa de interés en soles se ha elevado, lo que podría sugerir que hay espacio para reajustes durante los próximos meses.

- La rentabilidad de mercado accionario durante el año 2004 fue muy positiva para la bolsa peruana (cuyo índice general mostró un incremento de 57% hasta fines del mes de noviembre), aunque no tan alta como la del año pasado. Esta moderación en las ganancias también se apreció en países como Argentina, Brasil, Chile y los Estados Unidos. Una excepción llamativa fue la bolsa Colombiana, que en los primeros once meses del año arrojó una ganancia de más de 100%.

- La bolsa peruana ha incrementado marginalmente su nivel de riesgo (incertidumbre) respecto a los tres años anteriores, manteniendo en este aspecto un nivel cercano al de Chile durante este período.

- Destaca la fuerte contracción del costo del crédito en moneda nacional para microempresas (que cayó 570 puntos base en los últimos dos años) e hipotecario (que cayó 460 puntos base en el mismo período). En moneda extranjera, también se ha apreciado una reducción del costo del crédito para la microempresa, ocurrido a lo largo el segundo semestre del año 2004, luego del alza sostenida iniciada doce meses antes.

[14] Denotados "pbs". Un punto base equivale a 0.01%

- El ajuste de las tasas para microcréditos no ha operado del mismo modo en soles y dólares americanos. En el primer caso, la tasa ha venido decreciendo de un nivel alto en 2003. En el segundo caso, la tasa se ha venido ajustando al alza de niveles bajos en 2003.

- A pesar del comportamiento relativamente estático de las colocaciones, el sector bancario ha mostrado un incremento sostenido de sus utilidades netas totales, tendencia que se ha mantenido sin interrupciones desde el año 2000.

- El nivel de rentabilidad del sistema bancario se ha incrementado levemente. El retorno de los activos (ROA, utilidad respecto a activos totales) se encuentra cerca de. 1.2%, mientras que el retorno del patrimonio (ROE, utilidad respecto a patrimonio total) bordea el 11%. Tal como se muestra en el Cuadro 27. Estas cifras son las mayores de los últimos años por un margen considerable.

- El grueso de los ingresos netos del sector bancario (cerca del 70%) proviene de operaciones tradicionales de colocación, posiblemente debido al mantenimiento de altos diferenciales de tasas.

- La tendencia de reducción de los costos administrativos bancarios se ha mantenido o acelerado durante el año 2004, llegando a un nivel de 58% (como referencia, en el año 2000 los gastos administrativos absorbían el 75% del margen operacional). En Chile, sin embargo, el nivel corriente de gastos administrativos representa alrededor de 6% menor carga que en Perú.

- La tasa de colocaciones vencidas (es decir, el ratio de incumplimiento del sistema) se ha reducido a la mitad entre 2001 y 2004, pasando de 12.45% a 5% en este período de cuatro años.

- La proporción de la cartera de créditos compuesta por este tipo de operaciones se ha expandido alrededor de un 65% desde enero de 2001. Si bien ha ocurrido lo opuesto con la cartera de operaciones de tarjeta de crédito, durante el 2004 esta proporción ha tendido a estabilizarse.

- Las comisiones que cobran las AFPs en el Perú a sus afiliados son las más altas de América latina. La comisión anual promedio que cada afiliado hace a su AFP es de US$ 134, muy lejos de los US$ 106 de Chile y US$ 97 de El Salvador[15].

- El porcentaje de traslados de una AFP a otra es de los más bajos de América Latina.

- Las AFPs peruanas son las que mayor Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) tienen en la región. Estos datos deberían alentar la competencia, pues demuestran que existe el margen necesario para poder rebajar las comisiones de administración y rentabilidades suficientemente altas como para que entren nuevas Administradoras al mercado.

- Las AFPs tienen una participación importante como propietarias de las principales empresas del Perú. Esta participación es en cierto modo "obligatoria", debido a la limitada cantidad de títulos de renta variable que ofrece el mercado de valores. Dicha situación desvirtúa el objetivo de las AFPs, que es el de inversión institucional y no el de dirección de empresas.

[15] Los ingresos por comisiones son netos del seguro de invalidez y fallecimiento. Se considera el promedio anual de aportantes de jul-03 a jun-04. Boletín estadístico AIOS.

- Si bien el número de participantes en el mercado de fondos mutuos ha crecido sostenidamente, el patrimonio de este sector se ha reducido 10% durante el 2004, debido principalmente al efecto negativo de la depreciación del dólar frente al sol.

- El mercado asegurador peruano se caracteriza por tener un alto nivel de concentración: las dos compañías con mayor participación suscriben el 62.0% de las primas totales y, las cinco más importantes, el 86.4%.

- El nivel de activos de las Instituciones Microfinancieras se incrementó en 27.7% entre junio de 2003 y junio de 2004, siendo las Cajas Municipales (CM) y EDPYMEs las que registraron elevadas tasas de crecimiento (29.7% y 29.3%), significativamente superiores a la registrada por las Cajas Rurales (17.9%). Las CM representaron el 73.7% del activo total de las IMFNB seguidas por las CRAC, que a junio de 2004 alcanzaron una participación del 15.2%.

- En cuanto a las fuentes de financiamiento, los depósitos de las Instituciones Microfinancieras han registrado un comportamiento dinámico en el último año, mostrando un crecimiento anual de 23.8%. Los depósitos de las CM fueron los de mayor aumento, S/. 318 millones en el último año, registrando un crecimiento de 23.4%. De esta manera, los depósitos totales de las Instituciones Microfinancieras alcanzaron S/. 2004 millones a junio de 2004, siendo la participación de las CM y las CRAC de 83.8% y 16.2%, respectivamente.

- El objetivo del inversionista institucional no debe limitarse a buscar una máxima rentabilidad de las inversiones (lo que podría llevarlo a asumir un riesgo excesivo) ni a minimizar el riesgo (lo que podría colocarlo en una posición de muy baja rentabilidad). El objetivo debe incorporar ambas medidas, buscando maximizar el "retorno ajustado por riesgo", que podríamos denominar "ratio de eficiencia financiera" de las inversiones. En términos sencillos, la búsqueda del máximo retorno ajustado por riesgo puede entenderse como equivalente a perseguir aquellas inversiones que permiten alcanzar la mayor remuneración esperada por cada unidad de riesgo asumido. De este modo, se garantiza que los afiliados al fondo de pensiones están recibiendo la máxima rentabilidad por cada punto adicional de riesgo que enfrentan.

- Numéricamente, según un estudio detallado realizado al respecto (2002), la presencia de restricciones de inversión reduce el ratio de retorno a riesgo del sistema en aproximadamente un 30%.

- Si bien en el año 2002 la proporción financieramente óptima de activos en el exterior era de aproximadamente 9%, se hace necesario actualizar este análisis utilizando la información más reciente para conocer la composición óptima del portafolio dentro de la coyuntura reciente.