

Durante toda la mañana hemos discutido una serie de temas, en los que creo que la gran mayoría estamos totalmente de acuerdo. Me hubiera gustado tener presentes a personas del Congreso, a personas del Banco Central de Reservas, del Ministerio de Economía, porque creo que los temas que estamos discutiendo hoy son realmente de importancia para el desarrollo del país, son importantes para el desarrollo de las futuras pensiones de todos los trabajadores del Perú. Por eso es que entre nosotros mismos nos estamos autoconvenciendo, pero creo que ya estamos convencidos y me gustaría que hubieran estado otras personas.

Estoy totalmente de acuerdo con la presentación del señor Alberto Musalem en cuanto a que el desarrollo del mercado de capitales se ve claramente influenciado por el crecimiento de los fondos de pensiones. En el caso peruano, creo que ya las cifras han mostrado que estamos hablando de cerca de 25.000 millones de soles, cerca de 7.500 millones de dólares. Obviamente, ha sido un crecimiento que ha ayudado a que el mercado de capitales se desarrolle en forma conjunta y en forma paralela. Y también vemos en las proyecciones que ha mostrado Pablo Moreyra el crecimiento futuro, luego del cual, de aquí a diez años, ya no estaremos hablando de

---

<sup>1</sup> Ingeniero Biomédico de la Universidad de Boston y Máster en Ingeniería Industrial de la Universidad de Northeastern. Cursó estudios especializados en Finanzas, en la Escuela de Administración de Negocios para Graduados (ESAN), de Lima - Perú.

Actualmente es Gerente General de Profuturo AFP. Se desempeña como Presidente de la Asociación Nacional de Anunciantes (ANDA) y del Patronato de Valores. También es Director del Comité Ejecutivo de Perú 2021 y del Instituto Peruano de Administración de Empresas (IPAE). Asimismo es Miembro del Comité Asesor del Centro de Contabilidad y Gestión Sostenibles de la Universidad del Pacífico, del Consejo Consultivo de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y del Consejo Consultivo de la Universidad Científica del Sur.

7.500 millones sino de 20.000 millones, y de aquí a 15 años de 40.000 millones de dólares. Por lo tanto, es un monto importante que va a cambiar claramente lo que es el desarrollo del mercado de capitales del Perú.

Actualmente, ya se evidencia que estamos hablando del 60% del ahorro nacional y de casi el 40% de la capitalización bursátil, del 30% de la liquidez total, del 12% del PBI. Estamos hablando de cifras importantes, estamos hablando de que, al día de hoy, lo que hay de ahorro en la parte de pensiones es mayor que el ahorro privado que hay en los bancos y que, definitivamente, esto ha ayudado a desarrollar el mercado.

Sin embargo, creo que todavía hay mucho trabajo por hacer. Todavía la información de las empresas no es tan transparente como nos gustaría. Definitivamente, el sistema financiero no está basado en el mercado de valores y, por lo tanto, se ha desarrollado más el mercado de bonos que el mercado de acciones. Hemos visto cómo el tema de los bonos de rendimiento financiero, los bonos corporativos, etc., se han venido desarrollando en forma activa, pero todavía existe en Perú un alto grado de informalidad y por lo tanto no hay un tema de ahorro institucionalizado, y hay un tema en que todavía el sistema financiero tiene una participación menor que lo que ocurre en otros países de la región.

Ahora, de las cosas que han mencionado a nivel de factores que retardan el desarrollo del mercado de capitales, creo que en la mayoría de los casos Perú se ha comportado bastante bien y por lo tanto esos factores no existen. En cuanto al tema de la participación del Estado, el Estado no ha venido participando activamente al comienzo del sistema y eso hizo que la empresa privada pudiera desarrollarse y actualmente hay tal exceso de liquidez que realmente el Estado puede emitir y el sector privado puede emitir, pero todavía falta una mayor oferta y por lo tanto no está obstruyendo y bloqueando el desarrollo del mercado de capitales.

Sin embargo, se hicieron algunos comentarios que creo son importantes de anotar, como el tema que mencionó Hernán Garrido respecto de cuál es el límite que debería tenerse en papeles del Estado. En la actualidad, hemos llegado a más de un 20% del fondo en papeles del Estado y eso no suena mal cuando lo comparamos con la región, como dijo Pablo; sin embargo, si recordamos que en el año 1997 teníamos 20 millones de soles invertidos en papeles del

Estado y en la actualidad tenemos más de 5.210 millones invertidos en el Estado en solo siete años, significa que hay una proporción que en algún momento habrá que limitar, porque también tenemos experiencias como la de Argentina, donde efectivamente se llegaron a límites del ochenta y tanto por ciento y cuando hubo el *default* se perdió un tercio del fondo. Obviamente, eso perjudicó seriamente el desarrollo no solo del mercado de capitales, sino el desarrollo del mismo sistema de pensiones y creo que son experiencias que hay que aprender y saber limitar.

En el tema de la excesiva participación del Estado en la economía como productor de bienes y servicios, creo que en Perú no ha pasado eso. Ha estado el tema de las privatizaciones y eso ha hecho que gran parte de la década anterior se lleve la parte privada.

Creo que la parte macroeconómica en los últimos años se ha manejado bastante estable en Perú. Es cierto que al comienzo no había una curva de rendimiento, pero en los últimos años, a través del Ministerio de Economía y a través del programa de Creadores de Mercado, se está creando una curva. Es cierto que todavía faltan algunos puntos por cubrir, pero definitivamente está en el camino correcto.

En el tema de subsidios al crédito bancario. Creo que en Perú no hay un sistema de subsidios al crédito bancario.

Tratamiento impositivo distorsionado. En el caso del Perú, las exenciones sí existen, pero son tanto para el tema de ganancia de capital como para el tema de las ganancias originadas por los bonos corporativos y, por lo tanto, no existe distorsión.

En el tema de subestándares regulatorios a nivel de gobierno corporativo, contables, auditorías, etc. Ahí sí hay algunas cosas que mejorar, pero creo que se ha avanzado en el tema de buen gobierno corporativo. Cuando empezaron las AFP no había ni siquiera clasificadores de riesgo; hoy en día, los clasificadores de riesgo obligan, precisamente, a que las empresas que por lo menos están en el mercado de capitales tengan que poner una serie de información mucho más transparente que antes, pero creo que todavía no se entiende el buen gobierno corporativo en su totalidad y, por lo tanto, hay muchas empresas que lo piensan solo por el hecho de que están cumpliendo con la ley y que eso es suficiente para decir que tienen un buen gobierno corporativo.

Al respecto de esto último, hemos tenido experiencias no muy agradables con algunas compañías y, sin embargo, por el exceso de iliquidez, por la falta de poder tener papeles líquidos, realmente tampoco hemos podido castigar a los emisores que se comportan como un buen o un mal gobierno corporativo.

La otra parte que sí creo que hay que mejorar, y creo que la Superintendencia está en camino de hacerlo, es el tema de metodologías de valorización de distintos participantes en el mercado de capitales. Actualmente todo está bajo la Superintendencia de Banca y Seguros y, sin embargo, existen diferentes formas de valorizar los instrumentos dependiendo de si los tienen los bancos, las compañías de seguros o las AFP, y eso hace que el tema de mercado secundario no sea tan activo, porque mientras algunos papeles a algunos los benefician, a otros los perjudican.

Por otro lado, con el tema de ser proactivos, las AFP sí tienen que ser proactivas, y es lo que hemos venido haciendo. De alguna manera fuimos los impulsores de Procapitales, que es una institución que justamente está tratando de desarrollar mercado de capitales. El presidente anterior fue el gerente de inversiones de una AFP; hemos participado en temas como el de Preinversión; hemos participado en Provalores que, de nuevo, es una agrupación que existe con la CONASEV y con la bolsa, para tratar de desarrollar mercados.

Por lo tanto, ha habido iniciativas, pero creo que estas no deben limitar el objetivo primordial, que es el de lograr las mejores pensiones.

Es importante trabajar en ambos caminos, es importante preocuparse por maximizar la rentabilidad minimizando el riesgo y lograr mejores pensiones, y en paralelo desarrollar el mercado de capitales, pero no debe ser el mercado de capitales lo que va primero y realmente eso es lo que ha venido ocurriendo últimamente cuando los argumentos técnicos se han terminado para el tema de límites en el exterior. Creo que, al día de hoy, es un consenso la ampliación de límites al exterior, es una necesidad y es una necesidad de hoy.

Creo que hay consenso en el tema de que los multifondos son el camino correcto para generar más competencia, más sentido de pertenencia, y creo que también hay consenso al día de hoy en

cuanto a que ampliar los límites al exterior no se contradice con el desarrollo del mercado de capitales. Y en el caso chileno han visto justamente cómo se ha podido ampliar.

Creo que hay una cosa equivocada con el tema de límites al exterior, que es el hecho de decir que no queremos llevarnos la plata afuera y, al día de hoy, lo que se lee en los periódicos desde el punto de vista de los técnicos es eso. Ya se les acabaron los argumentos técnicos y ahora están diciendo que cómo es posible que la plata de los peruanos se vaya a financiar empresas en el exterior. Creo que eso está ocurriendo hoy de todas maneras y no son esos argumentos los que se deben dar para poder ampliar los límites al exterior. Lo que se quiere es que sea un tema justo y lo que se ha demostrado también es que hay claros indicios de que estamos en un esquema en el que estamos pagando tasas que no deberíamos y claramente se está perjudicando la pensión de los futuros trabajadores del Perú. Se han mencionado casos de empresas locales que emiten localmente con una clasificación de riesgo menor a una empresa que es la empresa madre y que, obviamente, tiene una clasificación de riesgo menor y, sin embargo, hay dos puntos de diferencia en las emisiones hechas en Chile o hechas en el Perú, solamente por el hecho de que tenemos estos límites.

Cuando habló Augusto y mencionó que un punto de rentabilidad puede significar 25% o 27% más de pensión, bueno, dos puntos de rentabilidad pueden significar un 50% o 60% más de pensión y, por lo tanto, eso es lo que hay que tener en claro.

Cuando Pablo habló del esquema de inversiones de algunas empresas que habían emitido acá, un caso concreto es el de una cementera que emitió acá a tasas de 3,8% y esa misma duración, para una empresa mexicana, en el mismo período, emitió a tasas de 8,7%. Es decir, estamos hablando de 5 puntos de diferencia de rentabilidad y con menor riesgo que la local, y la local usó la plata para comprarse una empresa en el exterior, entonces tampoco estamos hablando de desarrollar el mercado.

Por supuesto que no estamos en contra del desarrollo del país, pero creo que hay insuficientes fondos para que el país pueda seguir creciendo. El país está creciendo a ritmos de 4% o 5%, los fondos están creciendo a ritmos del 20% y lo que no debemos hacer en ningún momento es perjudicar a los futuros jubilados. Pero el día de hoy –si hacemos los cálculos de lo que ya han perdido–, proba-

blemente ya han perdido como unos 250 millones. Estamos hablando de un 9% menos de pensión solo por el hecho de que en este período se han limitado los límites al exterior de una forma no técnica, de una forma donde no se está viendo el bienestar de los peruanos sino solamente algunos índices internos que no constituyen el objetivo primordial del sistema.