

I nversión en INFRAESTRUCTURA EN EL PERÚ

CHRISTIAN VELASCO*

Varias características distinguen las inversiones en infraestructura de otros tipos de inversiones. En particular, la inversión en infraestructura enfrenta elevados niveles de inversión al inicio del proyecto e implica altos riesgos iniciales debido a los costos inesperados de construcción y a la incertidumbre de la demanda futura, entre otros.



* Especialista del Departamento de Análisis del Mercado de Capitales y Regulación Financiera del BCRP
christian.velasco@bcrp.gob.pe

Las inversiones en infraestructura tienen un rol relevante tanto a nivel económico, por su impacto directo sobre los indicadores macroeconómicos, como social por su capacidad para disminuir las desigualdades y la pobreza. De esta manera, una mayor y mejor infraestructura, por lo general, genera mayor calidad de vida en los sectores más pobres al mejorar, por ejemplo, la interconectividad entre las comunidades rurales y los principales mercados de las zonas urbanas.

Varias características distinguen las inversiones en infraestructura de otros tipos de inversiones. En particular, las inversiones en infraestructura enfrentan elevados niveles de inversión al inicio del proyecto e implican altos riesgos iniciales debido a la aparición de costos inesperados de construcción y a la incertidumbre de la demanda futura, entre otros. Asimismo, el perfil de los ingresos (de largo plazo) y la imposibilidad de reconvertir los activos a usos alternativos son factores relevantes a considerar cuando se está invirtiendo en infraestructura.

En los últimos años, se ha observado en el Perú un crecimiento importante de la inversión que realiza el sector privado en infraestructura. En particular, los fondos privados de pensiones han sido uno de los principales inversionistas en este sector, asociado en parte a la flexibilización de la regulación de la inversión de los fondos de pensiones que ha implementado la Superintendencia

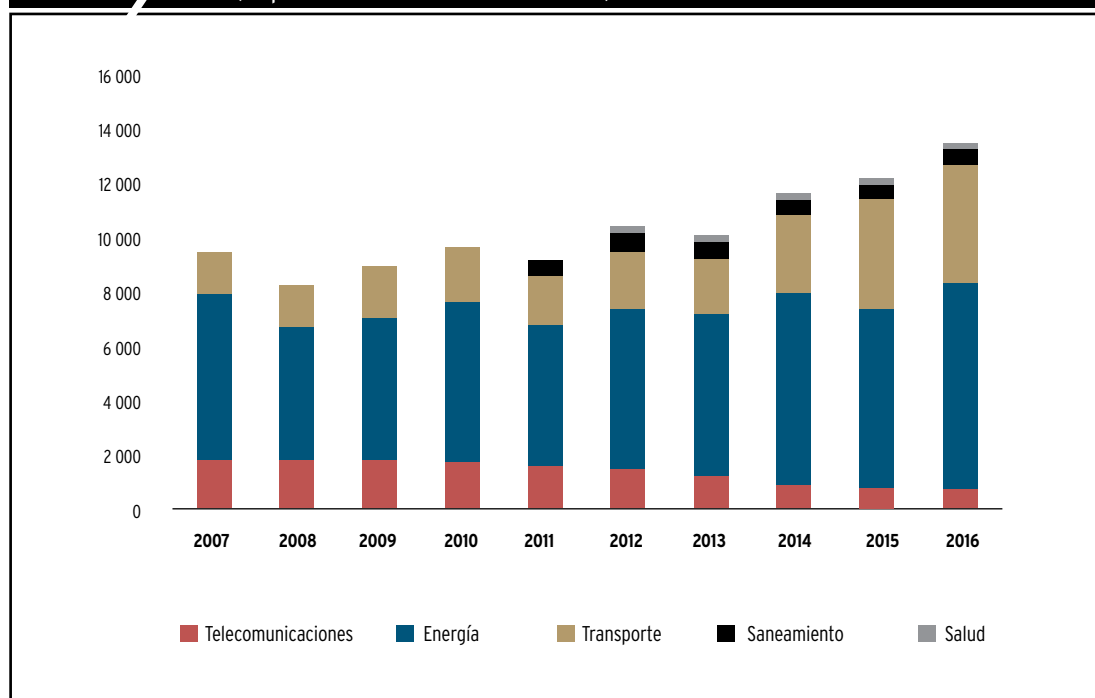
de Banca, Seguros y AFP (SBS).

La cartera administrada por las administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) que se encuentra invertida en infraestructura ha crecido en los últimos años, alcanzando una inversión total de más de S/ 13 mil millones en el año 2016 (crecimiento de 47% en los últimos 5 años), de los cuales aproximadamente S/ 2 500 millones se han invertido en fondos de inversión especializados en infraestructura que son administrados por AC Capitales SAFI, Larraín Vial SAFI y Sigma SAFI; y, más de S/ 1 000 millones a través del fideicomiso de infraestructura administrado por el Banco de Crédito del Perú.

Tal como se aprecia en el Gráfico 1, la inversión en infraestructura realizada por las AFP ha tenido un mayor crecimiento en los sectores de Transporte (132%) y Energía (49%). Además, a partir del año 2012, estos fondos han comenzado a invertir también en el sector Salud.

En el Perú, las AFP cuentan con una limitada capacidad para identificar y gestionar los riesgos asociados a este tipo de inversiones, por lo que prefieren invertir cuando los proyectos se encuentran en una etapa de maduración más avanzada y, en especial, cuando éstos ya cuentan con capacidad para emitir instrumentos de deuda que están debidamente calificados por una calificadora de riesgos. Asimismo, a pesar de que las AFP invierten indirectamente en infraestructura a través de su participación en

GRAFICO 1 ■ Inversión en infraestructura de los fondos de pensiones en el Perú por sector (Expresado en millones de soles)



FUENTE: SBS.

fondos de inversión, el monto que estos gestores actualmente administran no es suficiente para la inversión requerida en el sector. Además, una importante proporción de esas inversiones son destinadas a financiar deuda en proyectos de infraestructura, por lo que el capital de riesgo (participación accionaria en los fondos de inversión) requerido para las primeras etapas de desarrollo aún es limitado.

Por su lado, las empresas de seguros también mantienen en su cartera de inversiones activos de infraestructura, principalmente enfocados en los sectores Energía y Telecomunicaciones (S/ 264 millones y S/ 47 millones, respectivamente, a diciembre de 2016).

En el Perú así como en la mayoría de países de América Latina, donde los mercados de capitales no están suficientemente desarrollados y las posibilidades de tomar cobertura cambiaria rara vez están disponibles o son demasiado costosas, el financiamiento proveniente de fuentes externas es difícil de obtener para proyectos de infraestructura. Ello debido a que el financiamiento externo crea un descalce entre los ingresos obtenidos por la prestación de infraestructura (en moneda local) y el pago de las obligaciones contraídas (en moneda extranjera). Este descalce cambiario históricamente ha demostrado ser una fuente de inestabilidad y causante de constantes renegociaciones contractuales en el largo plazo. Por ello, la reducción de la brecha de infraestructura será posible en la medida que se pueda canalizar el ahorro doméstico hacia este tipo de activos.

Por otro lado, el acceso al financiamiento en las etapas iniciales de los proyectos de infraestructura es limitada debido a que este tipo de proyectos se caracterizan por ser de largo plazo y las instituciones financieras (bancos) no tienen un horizonte de inversión tan largo. De esta manera, muchas veces los préstamos se realizan a un plazo más corto que el requerido, con la expectativa de que se puedan refinanciar con otros instrumentos tales como bonos cuando el proyecto se encuentre operativo. Por lo mismo, la incertidumbre acerca de las condiciones de mercado para que el proyecto acceda a un refinanciamiento futuro es alta. Asimismo, los riesgos propios del proyecto en la etapa de construcción así como el riesgo de mercado del mismo (demanda del servicio) pueden afectar las posibilidades de que el proyecto acceda a una refinanciación futura.

Además, en países que tienen instituciones débiles y procesos de contratación poco transparentes, los acreedores e inversionistas institucionales deben tomar en especial consideración los riesgos de corrupción, que pueden conllevar a la revocación del contrato con el Estado o generar interrupciones en la etapa de construcción u

“ En el Perú así como en la mayoría de países de América Latina, donde los mercados de capitales no están suficientemente desarrollados y las posibilidades de tomar cobertura cambiaria rara vez están disponibles o son demasiado costosas, el financiamiento proveniente de fuentes externas es difícil de obtener para proyectos de infraestructura. ”

operación. La dificultad para los acreedores e inversionistas institucionales de identificar este tipo de acciones por parte de las constructoras, inclusive si estas últimas mantienen mecanismos de control interno es particularmente alta al iniciar el proyecto. Ello debido a la complejidad de los contratos de Asociación Público Privada (APP) y a la dificultad de identificar si dichos contratos contienen beneficios indebidos hacia la constructora. De esta manera, para que estos países mantengan el interés de inversión en infraestructura por parte del sector privado deben implementar medidas que protejan a los inversionistas institucionales y acreedores ante este tipo de eventos, en cuanto fortalecen sus instituciones y mecanismos de contratación.

Una alternativa al sistema de APP es que los gobiernos financien directamente los proyectos de infraestructura como inversión pública. Las APP han funcionado bien en América Latina para los puertos y aeropuertos y, particularmente, para las autopistas urbanas con tráfico pesado en Chile. Sin embargo, en el Perú, con la excepción de los proyectos de infraestructura implementados en zonas urbanas, será difícil implementar APP autosostenibles en las zonas con mayor déficit de infraestructura como las zonas rurales, debido a que difícilmente los usuarios podrán asumir los costos de la inversión en el largo plazo. De esta manera, las APP deben verse como un complemento a la inversión en infraestructura pero no como un sustituto, en especial, para la inversión pública en carreteras, ferrocarriles y metros.