

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA

**FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y
CIENCIAS SOCIALES**



**INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA E IMPACTO EN LA ESTRUCTURA
DE INVERSIONES DE LAS AFP'S: 1995-1998**

INFORME DE INGENIERIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE :

INGENIERO ECONOMISTA

CARLOS ALBERTO HEREDIA MANSILLA

LIMA - PERU

" 1999 "

*A mis padres, ejemplo de vigor y perseverancia.
A mis hermanos, por su cariño y unión.*

II . INFORME DE INGENIERIA

INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA E IMPACTO EN LA ESTRUCTURA DE INVERSIONES DE LAS AFP'S: 1995-1998

PRESENTACIÓN

Aspectos Globales del Financiamiento en los Mercados Emergentes..... .5

L CAPÍTULO I:

Entorno del Mercado de Valores e Instrumentos de Renta Fija

1. - Aspectos Generales.....8

2. - Entorno del Funcionamiento del Mercado Local

- Características del Mercado **Peruano**.....14
- Funcionalidad del Mercado..... 15
- Características Adicionales.....16

3. - Instrumentos de Renta Fija del Mercado

Instrumentos del Gobierno

- CDP BCRP.....20
- Bonos Bradys.....22

Instrumentos de Empresas Privadas

▪ Bonos Privados.....	25
▪ Bonos de Arrendamiento.....	26
▪ Bonos Corporativos.....	27
▪ Bonos Subordinados.....	30
▪ Certificados de Depósitos de la Banca Privada.....	31
▪ Letras Hipotecarias.....	32

II.- CAPÍTULO II:

Evolución de los Fondos de Pensiones y Estructura de la Cartera Invertida.

1. - Diversificación de Instrumentos.....	33
2. - Portafolios por Clasificación de Riesgo.....	39
3. - Niveles de Rendimiento de Cartera.....	44

<i>Análisis FORD de las Conclusiones.....</i>	<i>50</i>
---	-----------

<i>Recomendaciones.....</i>	<i>53</i>
-----------------------------	-----------

Anexos Cuadros Estadísticos.

PRESENTACIÓN

El presente tema pretende ser una breve exposición del entorno del mercado de capitales a partir de la aparición y consolidación de grandes inversionistas institucionales que hicieron posible el desarrollo de un mercado primario de apertura a la deuda y de ampliación del capital accionario, así como también el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y sus consecuencias básicas para la economía interna.

Se escogió desarrollar el mercado de valores de deuda y el impacto en las carteras de las AFP's básicamente por el siguiente motivo: Éste representa aún un mercado poco explorado y explotado en el país pese al gran desarrollo alcanzado. Digo esto por que un mercado de capitales (y debe entenderse por esto un mercado de financiamiento a largo plazo sostenible con un mercado primario de deuda bastante desarrollado) debe sostenerse en tres pilares fundamentales: una demanda sostenida de títulos (de parte de agentes ofertantes de liquidez), un mercado ofertante de títulos (lo que implica un mercado primario desarrollado) y un mercado secundario donde se puedan transar los títulos y que le dé fluidez y liquidez necesarias a estos valores.

En el Perú solo se ha cumplido cabalmente el primero de ellos referida a la demanda sostenida de títulos, especialmente con la aparición y desarrollo de las AFP's que son de lejos los más grandes inversionistas institucionales en el país. En cuanto a lo segundo, si bien a habido avances significativos, las emisiones de deuda aun están rezagadas frente a la enorme liquidez que acumulan las AFP's aun cuando se dan cuenta que el costo financiero de su apalancamiento resultaría mucho menor.

En cuanto al tercer punto, este es prácticamente un rezago del segundo y termina afectando seriamente el proceso de negociación, liquidez, niveles de rentabilidad y percepciones de riesgo de los inversionistas ante papeles tan poco líquidos.

El impacto de este tema en las carteras de inversión de las AFP's es perjudicial porque aglutina la acentuación de las inversiones en renta variable ante la imposibilidad de conseguir instrumentos de deuda de largo plazo, con la consiguiente elevación de la volatilidad del retorno y asumiendo posiciones de riesgo innecesarios.

El tema está estructurado en dos partes: La primera es una exposición breve de todos los instrumentos (o la mayoría) de ellos referentes a renta fija, ilustrando sus definiciones y su entorno dentro del mercado local. La segunda parte establece parámetros específicos de estos instrumentos para visualizar como impactan dentro de las carteras de los fondos de inversión de acuerdo a los planteamientos centrales. Esta última parte contendrá cuadros y anexos específicos con datos hasta Diciembre de 1,998.

Por último, se completará el trabajo con conclusiones referentes al tema específico tratado y las implicancias para el mercado local.

ASPECTOS GLOBALES DEL FINANCIAMIENTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES.

En muchos países en desarrollo, la escasez de financiamiento puede ser el principal obstáculo para la expansión y diversificación del sector privado. Los sistemas bancarios a menudo son incapaces de ofrecer los recursos necesarios y en el pasado, los mercados de capital no han proporcionado ni el tipo de financiamiento necesario ni las cantidades requeridas. Pero ahora a medida que la liberalización avanza, las empresas se enfrentan a una variedad de instrumentos financieros, viéndose obligados a tomar decisiones respecto a la forma de estructurar el lado del capital y su deuda en los balances.

Los gerentes financieros saben que la reestructuración del pasivo ó del capital en el balance puede aumentar el valor de la empresa tal como lo hacen los cambios en el activo. Sin embargo esto contrasta con la realidad en gran forma debido a tres factores: La ventaja Tributaria de la deuda, la segmentación de los mercados que ocasiona que el capital tenga costos distintos en diferentes mercados y el efecto de las decisiones financieras en el riesgo de una empresa.

De forma global, estos factores ilustran dos dilemas que enfrentan las empresas cuando toman decisiones respecto a la estructura de capital: El primero es el costo y el segundo el riesgo. El primer factor en referencia al costo sugiere que el financiamiento más barato es generalmente el que se usa primero, y el segundo referente al riesgo, aduce que la gerencia no debe sobrecargar a la empresa de deudas debido a la posibilidad de quiebra.

Para la mayoría de las empresas, estos dos son los únicos dilemas que se presentan, pero en el caso de otras se pasa por alto un factor muy importante: el control. Especialmente en mercados emergentes, donde hay una fuerte tradición de propiedad familiar, el control puede ser el factor predominante en las decisiones financieras de las empresas, forzándolas a diferir las emisiones públicas de acciones que lo diluirían.

La adopción de Programas Liberales adoptadas en la mayoría de las economías de mercados emergentes (caso peruano por ejemplo) en los últimos años, está mejorando la solidez de los mercados de capital. En muchos casos y a menudo por vez primera, las empresas tienen acceso al capital en títulos de deuda a mediano y largo plazo en moneda nacional para no mencionar el capital accionario.

El Capital Accionario.- Una razón de peso para la importancia de este mercado estriba en el mayor número de empresas que cotizan en bolsa y en segundo lugar y más importante aún es el proceso de privatización.

Las empresas que necesitan capital accionario no están limitadas al mercado nacional. Si emiten acciones en los mercados extranjeros pueden llegar a un grupo mucho mayor de inversionistas, y como quiera que estos están mejor diversificados y exigen menos rendimiento por el riesgo, a menudo bajan el costo de capital. Más aún, la presión competitiva de una emisión internacional puede reducir también el costo del capital en el país de origen.

Para la emisión de acciones, los instrumentos más usados hoy por las empresas en los mercados emergentes son los Certificados de Depósitos Internacionales (GDR/ADR), que representan acreencias por las acciones mantenidas en fideicomiso por un depositario.

Estos Certificados son instrumentos financieros registrados en el país donde se negocien y pueden ser emitidos en relación con las acciones existentes o como parte de una nueva emisión hecha para obtener capital. Una vez creados continúan existiendo sólo mientras lo mantengan los inversionistas internacionales y pueden regresar al país de origen cuando declina su demanda internacional. Las empresas eligen cotizar sus acciones en el exterior por medio de Certificados de Depósitos para facilitar el acceso a las inversionistas internacionales.

La Deuda.- En economías como la nuestra, los mercados bursátiles se han agilizado y abierto enormemente y han comenzado a desempeñar una importante función en los mercados de capitales, sin embargo, la evolución de los mercados de títulos de deuda empresarial a mediano y largo plazo resulta ser un fenómeno más reciente. Una razón de ella podría ser la falta de una red de inversionistas institucionales que demanden estos nuevos productos, aunque para la creación de estos inversionistas institucionales es necesario programas de

reestructuración de la deuda y la economía interna, necesarios para replantear los costos relativos del endeudamiento y del capital así como la evolución de los tipos de interés. Precisamente, a raíz de la aparición de inversionistas institucionales como las Administradoras Privadas de Pensiones (AFP's), Fondos Mutuos etc., que aglutinan la oferta general de liquidez, es que se genera el entorno adecuado para las emisiones de valores a largo plazo y por ende de acceder a un financiamiento relativamente mas barato, a plazos más largos y en general en condiciones financieras más favorables para las empresas emisoras.

CAPÍTULO I

ENTORNO DEL MERCADO DE VALORES E INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA

1. - ANTECEDENTES GENERALES DE LA OFERTA PUBLICA DE VALORES EN EL PERÚ.

En el país, la oferta pública primaria de valores tuvo un desarrollo poco significativo, de un lado por la escasa significancia en la captura del mercado bursátil (en un contexto de reformas económicas y estructurales inexistentes) y de otro por la excesiva participación del sistema bancario como fuente de financiamiento empresarial, el carácter cerrado de éste, la asimetría tributaria existente, ausencia de inversionistas institucionales y un contexto de economía inflacionaria e inestable, motivando la orientación de los agentes económicos hacia las operaciones de corto plazo y especulativos.

El predominio del crédito bancario como medio de financiamiento se explica por la existencia en el pasado de tasas de interés activas negativas en términos reales lo que motivó su uso intensivo por ser la alternativa de menor costo financiero y esto a su vez indujo a las empresas a desarrollarse con elevados niveles de endeudamiento. Así mismo, la implementación en el pasado de políticas de control de tasas de interés y de racionamiento del crédito generó la expansión del sector informal financiero para satisfacer las necesidades de financiamiento de corto plazo de los agentes económicos, pero a tasas que superaban los límites establecidos por la autoridad monetaria.

Respecto a la asimetría tributaria, se debe indicar que la anterior legislación tributaria al establecer tratamientos diferenciados a los diferentes instrumentos financieros, no permitió que los rendimientos de los productos del mercado financiero compitan en igualdad de condiciones entre sí.

Tal era el caso de los depósitos de ahorro en cualquiera de sus modalidades así como el reajuste de capital de dichas imposiciones en el sistema financiero nacional, y los Bonos de Arrendamiento Financiero, cuyos intereses están exonerados del impuesto a la renta, mientras que los intereses provenientes de cualquier otra emisión de Bonos estaban gravados con tasas de 37% y 30% tratándose de personas naturales y jurídicas respectivamente.

Este tratamiento diferenciado desalentó el uso de la oferta pública de Bonos como medio de financiamiento al mediano y largo plazo porque el efecto tributario encarecía su costo. De no haber sido así, las empresas hubieran tenido la posibilidad de acceder a una fuente de financiamiento más barata que además hubiera contribuido a reducir, por efecto de la competencia entre las alternativas de financiamiento, las elevadas tasas de interés que rigen en la actualidad en el sistema financiero.

Sin embargo, a fin de eliminar esta distancia, se promulgó el 25/06/93 la Ley N°26201 que exoneró del impuesto a la renta los intereses e incrementos o reajustes de capital previstos en el artículo 1235 del Código Civil, que se paguen a los tenedores de Bonos nominativos emitidos a plazos mayores de un año por empresas constituidas a que se constituyan en el país como Sociedades Anónimas siempre que la emisión se efectúe al amparo del título IX de la sección tercera del Libro I de la Ley General de Sociedades y de la Ley del mercado de valores.

Los valores representativos de capital como las acciones participativas se constituyen en un instrumento muy importante en tanto que los inversionistas como principales demandantes no persiguen el control de las empresas sino la obtención de un rendimiento y la diversificación del riesgo de sus inversiones. En tal sentido la posibilidad de emitir estos valores representativos (sustituto de alternativa del Bono) con tales características permitiría que el empresario satisfaga sus necesidades de financiamiento sin temor a perder el control accionario y de otro lado, que los inversionistas institucionales dispongan de una mayor diversidad de títulos que les permita diversificar adecuadamente el riesgo de sus inversiones.

Desde 1981 hasta 1992 la oferta pública primaria de valores mobiliarios expresados en términos monetarios reales no ha alcanzado niveles significativos de participación en el mercado primario, a excepción de los años 86, 87 y 91 años en los que las ofertas públicas primarias de valores mobiliarias representaron el 14.20%, 9.67% y 19.51% de dicho mercado respectivamente, observándose en esos años una mayor concentración de emisión de acciones ('86 y '87) y Bonos de Arrendamiento Financiero ('91).

Respecto a los niveles registrados en los años 1986, 87, 1991 y 92, estos se redujeron como resultado de la aplicación de medidas promocionales (exoneraciones tributarias) que favorecieron programas de reinversión de utilidades de las empresas, vía emisión de acciones y de los beneficios Tributarios que poseen los Bonos de Arrendamiento Financiero (los intereses y el reajuste del capital están exonerados del impuesto a la renta).

En 1988 dichos Bonos constituyen las obligaciones que han sido autorizadas en mayor número y volumen para emitirse y colocarse en oferta pública. Otro ejemplo son los Bonos CARSA autorizados en Noviembre de 1991 (1ra. emisión y en 1993 la 2da., 3ra y 4ta. emisión) los cuales también gozan de las exoneraciones del pago de impuesto a la renta.

Si bien es cierto que la emisión de Bonos de Arrendamiento financiero se ha mantenido durante los años 91 y 92, su colocación sin embargo sufrió una severa detracción entre el primer y segundo trimestre de 1992 por los sucesos acontecidos del 5 de Abril, los que trajeron consigo inestabilidad económica y política, que provocó una menor actividad en las operaciones de arrendamiento financiero, que no obstante luego se vio recuperada.

En el contexto financiero actual, una de las ventajas que ofrece la oferta es reducir sus niveles de apalancamiento ó fortalecer la estructura financiera de la empresa. Todo ello dependiendo del objetivo estratégico financiero que se pretenda lograr mediante la emisión.

Situándonos dentro del periodo del estudio, durante el lapso de 1995 – 1998 el factor predominante para la expansión del mercado primario de valores de deuda lo constituyó básicamente la evolución y consolidación de las AFP's y Fondos Mutuos. Al respecto se puede observar la evolución del tamaño de los fondos administrados por las AFP's desde su creación:

Cuadro N° 1

Evolución del Tamaño de los Fondos de Pensiones (Miles US\$)

Año 1,993		
AFP	MONTO DEL FONDO	% DEL FONDO
PROFUTURO	4,799.12	16.72%
INTEGRA	9,263.85	32.28%
HORIZONTE	5,552.58	19.35%
UNION	4,816.11	16.78%
NUEVA VIDA	785.84	2.74%
SISTEMA	28,697.40	100.00%
Año 1,994		
PF	43,074.01	15.50%
IN	85,138.73	30.65%
HO	67,755.40	24.39%
UN	48,433.33	17.43%
NV	14,150.50	5.09%
SPP	277,818.63	100.00%
Año 1,995		
PF	81,106.14	15.36%
IN	160,332.45	30.36%
HO	127,265.35	24.10%
UN	94,853.1	17.96%
NV	27,413.6	5.20%

SPP	528,172.37	100.00%
Año 1,996		
PF	112,339.71	15.25%
IN	221,761.30	30.10%
HO	174,746.64	23.72%
UN	136,137.27	18.48%
NV	39,647.66	5.38%
SPP	736,816.70	100.00%
Año 1,997		
PF	237,284	16.31%
IN	434,976	29.89%
HO	342,015	23.5%
UN	298,438	20.51%
NV	142,490	9.79%
SPP	1,455,204	100.00%
Año 1,998		
PF	261,008	14.58%
IN	566,793	31.65%
HO	430,989	24.07%
UN	362,199	20.23%
NV	169,545	9.47%
SPP	1,790,533	100.00%

Fuente : Boletín mensual SAFP – Elaboración Propia.

Como se observará, la evolución casi geométrica del valor de los fondos de pensiones presionan con una fuerte oferta de liquidez que no necesariamente es canalizada en valores de deuda debido a la relativa escasez de estos títulos: así en el año 93 el total de bonos inscritos en registros públicos ascendió a cerca de 30.83 Mill¹. US\$, en el 94 se registraron 70 Mill. de soles y 79.21 Mill. US\$, y en el 95 el total de emisiones en soles registrados fue de 174.03

Mill: Referente a Millones.

millones y en dólares de 204.98 millones. Para 1,996 el total de emisiones en soles en títulos de deuda fue de 690.81 millones y en dólares de 245.29 millones. Para 1,997 las emisiones registradas en soles se acercó a 594.28 millones y en dólares de 311.30 millones. Se debe aclarar sin embargo que las cifras corresponden a montos registrados y no a montos efectivamente emitidos o colocados, por lo que la cifra pudiera ser menor, pero desde ya se observa que ambos ritmos de crecimiento (del monto del fondo y de las emisiones de deuda) no guardan una relación proporcional lo cual trae consigo 2 consecuencias básicas: un bajo nivel de retorno de las inversiones de renta fija, y en segundo termino, una mayor inversión en instrumentos de renta variable, (sobreexposición), en cuyo caso la volatilidad de rentabilidad se hace mas acentuada. Precisamente ambos puntos son materia de los respectivas capítulos por lo que su desarrollo se tratará con mas amplitud más adelante.

2. - ENTORNO DEL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO LOCAL

Las emisiones en el mercado peruano de renta fija gozan de una particularidad: coexisten 2 monedas, una la local - Nuevo Sol – y la otra el dólar norteamericano, las cuales se ven reflejadas en las diferentes emisiones de valores. De esta manera es posible encontrar emisiones con pagos de intereses y amortizaciones tanto en soles como en dólares. Adicionalmente, para la moneda local existen emisiones denominadas en VAC (Valor Adquisitivo Constante) el cual incorpora mecanismos de indexación sobre la inflación y los cuales son emisiones en soles.

La estructura de mercado define además a los participantes del mercado de valores. De esta manera, los emisores se pueden dividir según el título que emiten, por lo que se les puede agrupar en categorías generales: Gobierno, Bancos, Empresas privadas y Empresas de Arrendamiento Financiero. Por el lado de los oferentes de liquidez (inversionistas), los principales son las AFP's los fondos mutuos, compañías de seguros y en general las tesorerías de los bancos. Los agentes intermediarios están representados por las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB's) junto con los respectivos entes reguladores: CONASEV, Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), Superintendencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) y la de Fondos Mutuos (SAFMI).

a.- Características del Mercado Peruano

En lo referido al tratamiento particular de inversionistas nacionales y extranjeros no existe ninguna diferenciación. Así lo establece el DL 662 que define un tratamiento igualitario para la inversión sin importar su origen.

Respecto al régimen cambiario, el cual es un factor a considerar en las emisiones en dólares; cabe resaltar que en el Perú prima un régimen de “flotación sucia” con una activa intervención del BCR en el mercado local para evitar fluctuaciones bruscas en el corto plazo. Los mercados de negociación de futuros y opciones no están aun desarrollados pero si existe un mercado relativamente activo en *Forwards*, las cuales constituyen operaciones donde se pacta de antemano el tipo de cambio al que se intercambiarán las monedas en un plazo futuro.

Una característica peculiar en las negociaciones de valores de renta fija y que no se asemeja a los estándares internacionales es que los inversionistas suelen negociar los títulos en función a las tasas internas de retorno (TIR) y no en función al precio. Esto implica que el mercado busca más que una ganancia de capital, un rendimiento efectivo sobre su inversión, rendimiento que es expresado en una tasa la cual es fácilmente comparada frente a otros rendimientos de igual plazo y riesgo (un depósito a plazo en un banco categoría I por ejemplo).

Asimismo, existe mucha heterogeneidad en la estructura de las emisiones de los títulos en lo referente a los períodos de cálculo (es decir la base nominal que toman) los cuales en algunos casos son de 360 días y en otros 365 días. Esto acarrea distorsiones en el cálculo del rendimiento efectivo sobretudo considerando la característica anteriormente anotada.

Por último, muchas emisiones toman como referencia de tasa cupón una tasa efectiva (capitalización compuesta) la cual se comenzó a aplicar en el país e raíz de los altos niveles de inflación vividos, pero que dentro del contexto internacional no se ajustan al patrón de tasas nominales, sin embargo, debe destacarse la cada vez mayor estandarización de las emisiones en todas las características ya mencionadas, la cual las hace más factible a los ojos de los inversionistas extranjeros.

b.- Funcionalidad del Mercado

1. - Negociación Primaria

Constituida por la emisión primaria de todos aquellos títulos valores que se oferten en el mercado. En el caso de las emisiones de empresas privadas puede realizarse a través de una oferta pública o una oferta privada donde actúa como agente colocador un banco, financiera o una sociedad agente de bolsa.

La oferta pública constituye una invitación adecuadamente difundida hacia el público en general o a determinados segmentos de éstos referente a la colocación de títulos mobiliarios (según la Ley de Mercado de Valores, aquellos libremente negociables que confieren derechos crediticios, dominales o patrimoniales o de participación en el capital o las utilidades del emisor).

La oferta privada está considerada como una oferta restringida a un determinado grupo de inversionistas potenciales, no considerados dentro de la oferta pública.

2. - Negociación Secundaria

Aunque la mayor parte de las negociaciones del mercado secundario se realizan a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), es posible la negociación extrabursátil, la cual constituye una negociación *Over the Counter* (fuera de plaza). Sin embargo, se debe resaltar que en todo caso es necesaria la intervención de una institución participante o una sociedad agente de bolsa (SAB).

La negociación extrabursátil propiamente dicha, implica la negociación directa entre las partes interesadas. Dicha negociación se encuentra libre de aranceles y comisiones de la BVL, aunque sigue estando afectada a las comisiones de CONASEV. Para el caso de algunos inversionistas institucionales como las AFP's y Fondos Mutuos, están obligados por ley a realizar sus operaciones en mecanismos centralizados, por lo cual no pueden utilizar la negociación extrabursátil para sus transacciones.

Uno de los mecanismos principales de negociación secundaria lo constituye la Rueda de Bolsa, en donde se negocian valores previamente inscritos en los registros de la Bolsa. Aquí se pueden negociar operaciones en acciones, “reportes”, bonos y letras hipotecarias. Las operaciones de renta fija (*fixed Income*) son todas aquellas que no son consideradas operaciones de acciones o renta variable (*Equity*).

c.- Algunas Características Adicionales

En lo referente al tratamiento tributario, la ley establece ventajas tributarias para los valores emitidos a través de ofertas públicas y/o negociación en mecanismos centralizados de negociación (mercado secundario). De esta forma, los intereses y ganancias de capital generados por la negociación de estos valores están exonerados del impuesto a la renta hasta el 31 de Diciembre del 2,000.

En cuanto a los valores emitidos por oferta privada, podrán gozar de los beneficios mencionados si cumplen las siguientes características:

- a) La oferta esta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante el plazo de 12 meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otros inversionistas institucionales o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.
- b) Los valores materia de la oferta cuentan con un valor nominal o valor de colocación unitario mayor o igual a S/. 250 mil. En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores.

Cabe indicar que solo están excluidas de estos beneficios las transacciones realizadas por entidades bancarias o financieras por ser ésta la naturaleza de su negocio.

Respecto a la Clasificación de Riesgo, la mayoría de instrumentos de renta fija tales como CD's², Bonos, Letras Hipotecarias etc. cuentan al menos con dos clasificaciones de riesgo de agencias clasificadoras privadas. La clasificación de riesgo es opcional para títulos colocados por oferta privada y obligatoria para aquellos colocados por oferta pública. Para el

² CD: Certificado de Depósito, generalmente emitidos por el BCR o Instituciones Financieras.

caso de las AFP's para que estos puedan invertir en cualquiera de estos instrumentos, deben contar con la clasificación de riesgo de la Comisión Clasificadora de Inversiones del Sistema Privado de Pensiones (CCI).

Las clasificadoras privadas manejan un esquema basado en letras muy similar a los estándares internacionales, mientras que la CCI maneja niveles de riesgo que guardan una equivalencia definida con el esquema de letras. Al respecto, debe considerarse que la equivalencia entre ambas clasificaciones no siempre concuerdan, observándose casos en que la CCI adopta criterios más conservadores y muy severos para la clasificación, por lo que su evaluación refleja un riesgo mayor al privado.

Cuadro N° 2

Equivalencias de Clasificación de Instrumentos de Inversión

SAFP	APOYO	DCR	CLASS	EQUILIBRIUN
Instrumentos de Corto Plazo				
CP-1	A-1 (+/-)	DPp1(+/-)	CLA-1 (+/-)	EQL- (+/-)
CP-2	A-2 (+/-)	DPp2	CLA-2 (+/-)	EQL-2 (+/-)
CP-3	A-3 (+/-)	DPp3	CLA-3 (+/-)	EQL-3 (+/-)
CP-4	A-4	DPp4	CLA-4	EQL-4
I		DPp5		
E			E	E
V				S
Instrumentos de Largo Plazo				
AAA	AAA	PAAA	AAA	AAA
AA	AA (+/-)	PAA (+/-)	AA (+/-)	AA (+/-)
A	A (+/-)	PA (+/-)	A (+/-)	A (+/-)
BBB	BBB (+/-)	PBBB (+/-)	BBB (+/-)	BBB (+/-)
BB	BB (+/-)	PBB (+/-)	BB (+/-)	BB (+/-)
B	B (+/-)	PB (+/-)	B (+/-)	B (+/-)

CCC	CCC (+/-)	PCCC	CCC	CCC (+/-)
CC	CC		CCC	CC
C	C		C	C
D	D	PDD	D	D
E	E		E	E
V	S			S
Acciones Preferentes				
AAA	AAA	PAAA	AAA	AAA
AA	AA (+/-)	PAA (+/-)	AA (+/-)	AA (+/-)
A	A	PA (+/-)	A (+/-)	A (+/-)
BBB	BBB (+/-)	PBBB (+/-)	BBB (+/-)	BBB (+/-)
BB	BB (+/-)	PBB (+/-)	BB (+/-)	BB (+/-)
B	B (+/-)	PB (+/-)	B (+/-)	B (+/-)
CCC	CCC	PCCC	CCC (+/-)	CCC (+/-)
CC	CC		CC	CC
C	C		C	C
D	D	PDP	D	D
E	E		E	E
V	S			S

Fuente : Diario El Peruano – Normas Legales 28/07/98

Instrumentos de Corto Plazo.

- **Cp-1:** Instrumentos con el mayor grado de calidad y la más alta capacidad de pago. La capacidad de pago no se vería afectada por cambios en el emisor, la industria o en la economía.
- **CP-2:** Buen grado de calidad y capacidad de pago, aunque esta última es susceptible de reducirse levemente ante cambios en el emisor, la industria o la economía.

- **CP-3:** Grado regular de calidad y suficiente capacidad de pago. La capacidad es susceptible de reducirse moderadamente ante cambios en el emisor, la industria o la economía.
- **CP-4:** Menor grado de calidad y capacidad de pago, la cual es susceptible de reducirse más que moderadamente ante cambios en el emisor, la industria o la economía.
- **I:** Instrumentos que han incumplido con el pago de obligaciones.
- **E:** Instrumentos sin la información suficiente para ser clasificados.
- **V:** Situación de vigilancia debido a eventos que no permiten una clasificación.

Instrumentos de Largo plazo.

- **AAA:** Instrumentos que poseen una sobresaliente capacidad de pago del capital e intereses, que no se vería afectado por cambios en el emisor, la industria o la economía.
- **AA:** Instrumentos con muy alta capacidad de pago del principal e intereses, que se vería marginalmente afectada por cambios en el emisor, la industria o la economía.
- **A:** Instrumentos con alta capacidad de pago, la que podría reducirse levemente por cambios en el emisor, la industria o la economía.
- **BBB:** Adecuada capacidad de pago, la que es variable y susceptible de reducirse moderadamente por cambios en el emisor o la industria.
- **BB:** Regular capacidad de pago, la que es variable y susceptible de reducirse más que moderadamente ante cambios en el emisor o la industria.
- **B:** Instrumentos con menor capacidad de pago del capital e intereses en las condiciones pactadas. La capacidad de pago es muy variable y susceptible de reducirse significativamente ante cambios en el emisor, la industria o la economía.
- **CCC:** Débil capacidad de pago, vulnerable al incumplimiento pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.
- **CC:** Muy débil capacidad de pago, altamente vulnerable al incumplimiento pese a la presencia de cláusulas de protección al inversionista.
- **C:** Insuficiente capacidad de pago. El emisor está próximo a una situación de insolvencia o incumplimiento total.
- **D:** Instrumentos que han incumplido con el pago de obligaciones en lo términos pactados.

- **E:** Instrumentos sin información suficiente para ser clasificados.
- **V:** Clasificación de vigilancia debido a eventos que no permiten asignar una clasificación.

Por último, en cuanto a las clasificaciones de emisores locales si bien estas tienen una nomenclatura estándar a nivel internacional, no son directamente comparables con las clasificaciones de riesgo de títulos emitidos a nivel internacional, debido básicamente a la exposición del Perú al riesgo soberano, lo que implica al menos en teoría que ninguna emisión de títulos local puede obtener una clasificación mejor.

III.- INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA DE MERCADO

1.- Instrumentos del Gobierno

En la actualidad solo existen 2 tipos de títulos de deuda emitidos por el gobierno: Los CDBCRP (Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú) y los Bonos Brady's.

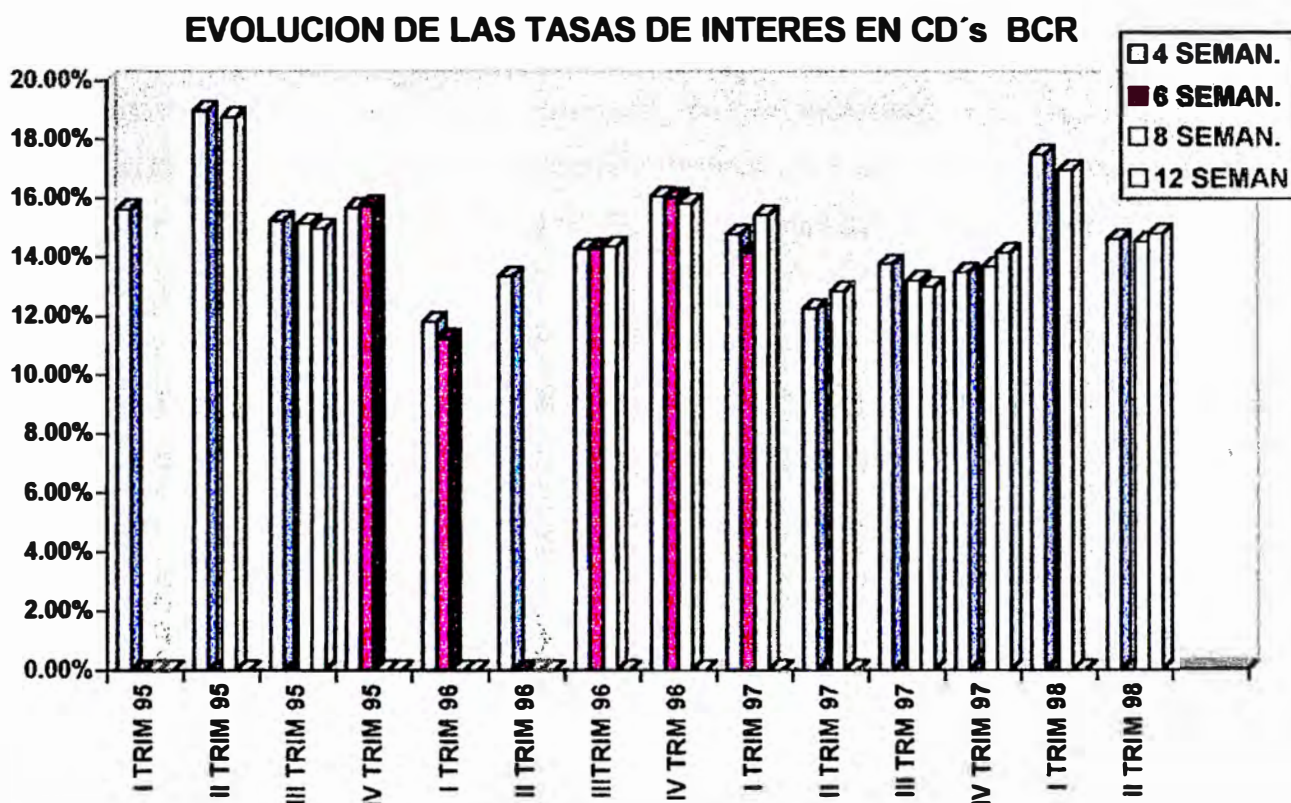
A) CDBCRP.

Son Certificados de Depósitos emitidos en soles por el BCR como manejo de su política monetaria. Tienen como fin captar recursos de corto plazo para regular la liquidez de la economía. La característica de este instrumento en cuanto a su monto total, tasa y plazo es estructurada de acuerdo a las necesidades concretas de la política monetaria. Los plazos de emisión son por lo general de 4, 6, 8 y 12 semanas y son emisiones a la par (colocaciones al 100% de su valor nominal) con un único pago de intereses al final del plazo de emisión (juntamente con el principal).

Los principales demandantes de estos papeles suelen ser los bancos privados, ya que a diferencia de otros instrumentos de inversión, estos están exonerados del pago de impuestos.

La colocación se realiza a través de subastas discriminatorias, la misma que es administrada por el propio BCR. A diferencia de los demás instrumentos de renta fija privados, la custodia y negociabilidad se realizan a través de anotaciones en cuenta manejadas por la cámara de compensación del BCR, siendo los días de subasta los martes y jueves con liquidación el mismo día.

Gráfica N° 1



Fuente: Notas Semanales del BCR

Los rendimientos más altos se observan en el periodo 95 donde la tasa promedio al corto plazo se ubicaba en 16% correspondiendo la más altas tasas a los plazos de 4 y 8 semanas. Este periodo coincide con la mayor posición de tenencia en cartera de instrumentos BCR dentro de los fondos de las AFP's: casi 20% del valor del fondo se destinaban a este tipo de instrumentos al muy corto plazo. Sin embargo, en periodos posteriores la tenencia en cartera de estos instrumentos se redujo a casi 0% coincidiendo también esto con los bajos rendimientos ofertados de casi 13% y con la aparición de instrumentos alternativos de mejor rendimiento como los Brady's.

B) Bonos Brady's.

Representan la deuda en dólares de largo plazo emitida por el Estado Peruano en reemplazo de la deuda impaga a la banca comercial internacional y a los proveedores. No tiene negociación en el mercado secundario local sino en los mercados internacionales, junto con el resto de Bonos Brady's de otros países de mediano ingreso.

En general el valor de los Brady's depende de 3 factores implícitos:

- El Riesgo País: Es decir la percepción de la capacidad y voluntad de cumplir con las obligaciones pactadas las cuales incluyen desde la estabilidad político social, hasta programas económicos adecuados.
- Expectativas Internacionales de Tasas de Interés: lo que implica el rendimiento esperado de activos alternativos, en este caso, bonos del tesoro del gobierno americano.
- Percepción de Riesgo en la región de parte de los inversionistas internacionales.

Los bonos Brady's peruanos son de 4 tipos: *Par*, *Discounts*, *FLIRB* y *PDI*. Pero el mayor monto emitido y por tal de mayor liquidez son los PDI y FLIRB, aunque comparativamente dicha liquidez es menor a los Brady's de otros países como Brasil, México o Argentina.

Algunas características de cada una de estas emisiones son las siguientes:

- PDI (Past Due Interest): emitidos por los intereses y moras vencidos y adeudados.
- FLIRB (Front Loaded Interest Reduction Bond): emitidos a la par por préstamos otorgados.
- DISCOUNTS emitidos al 55% del valor nominal de los préstamos vencidos y adeudados.
- PAR : emitidos a la par del principal (cada dólar de deuda por uno de bonos).

Cuadro N° 3

Características Generales de los Bonos Brady's Peruanos

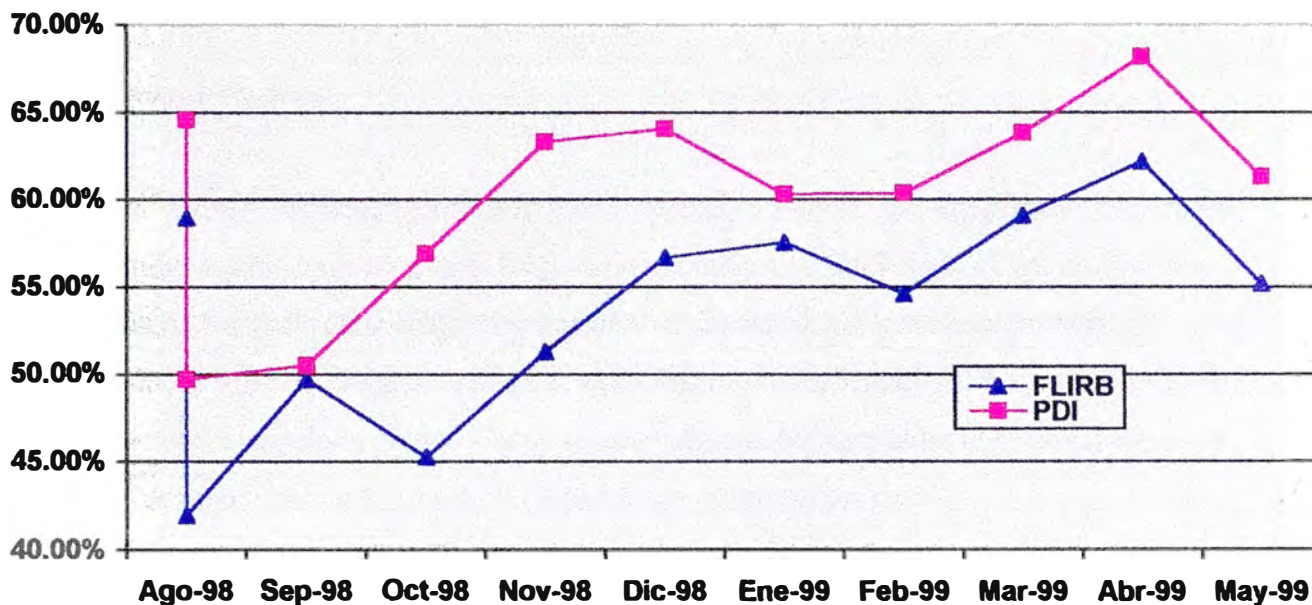
	PAR	DISCOUNT	FLIRB	PDI
Monto Emitido (US\$ Mill.)	183	572	1,715	2,402
Plazo (años)	30	30	20	20
Amortización	Al Vcto.	Al Vcto.	A partir del año 9	A partir del año 6
Tasa de Interés	Creciente por tramos predefinido	Creciente por tramos predefinido	Creciente, converge a Libor a 6 Meses +13/16	Creciente, converge a Libor a 6 meses +13/16
Colateralización del Principal	100% en Bonos Tesoro EEUU.	100% en Bonos Tesoro EEUU.	NO	NO
Colateralización de los Intereses	6 meses revolventes	6 meses revolventes.	6 meses revolventes	NO

Fuente : Bloomberg – Reporte de Credibolsa

Estos instrumentos aun cuando están garantizados y colateralizados en cuanto al pago de sus cupones, no dejan de tener riesgos implícitos como por ejemplo de parte del emisor que no honre sus pagos, financieramente exista una alta volatilidad de precios (que se da en la práctica), de iliquidez en cuanto a la dificultad de transformar el activo en efectivo (lo cual tiene mas que ver con la actividad del mercado secundario y con lo primero), riesgo de la contraparte en cuanto al pago o del banco custodio en cuanto a la posibilidad de incurrir en diferencias.

Gráfico N° 2

COTIZACIÓN BRADY'S DENTRO DEL MERCADO PERUANO



Fuente : Elaboración Propia

Como se observa, los niveles de cotización de ambos valores corren a la par estando el rendimiento asociado al descuento que se obtiene de su cotización. Desde que estos valores obtuvieron clasificación de inversión de parte de la SAFP para las AFP's (en Ago. 98) su cotización a aumentado desde casi un 42% hasta un 62% para el caso de los FLIRB y desde un 50% a casi 68% para los PDI. *Esto arroja como resultado rendimientos en dólares entre 9 y 10% que es sin duda los rendimiento más altos comparativamente hablando en instrumentos de la misma categoría de riesgo y plazo, constituyéndose sin duda en el parámetro de rendimientos para los demás instrumentos.*

2. - Instrumentos de Empresas Privadas

Bonos Privados.

Son Títulos de deuda emitidos por empresas privadas. En su mayor caso están emitidos como anotaciones en cuenta (registrados como tal en CAVALI - Caja de Valores y Liquidación de Custodia de la BVL³) y colocados mediante oferta de subasta pública.

De acuerdo al tipo de empresa emisora, estos pueden clasificarse en 3 tipos: Bonos de Arrendamientos Financiero, Bonos Corporativos y Bonos Subordinados. Dicha clasificación obedece al destino o uso de los recursos captados que el emisor les dé.

Como ya se mencionó más adelante, la limitada oferta de estos títulos vs. La gran demanda de parte de inversionistas institucionales (AFP's por ejemplo) origina que muchos de estos adquieran títulos en subastas publicas hasta "el término" es decir hasta la fecha de vencimiento del bono ante el temor de no poder conseguir luego en el mercado secundario títulos de buena rentabilidad o con niveles de riesgo aceptables para la inversión. Esto ocasiona poco desarrollo del mercado secundario y distorsiones en la valorización de estos títulos en las carteras de las AFP's ya que al no tener una cotización permanente en el mercado imposibilita su valorización real basada en las últimas transacciones hechas (a veces meses atrás), distorsionando también la curva de rendimiento y la percepción de esta de acuerdo a sus niveles de riesgo.

³ BVL : Bolsa de Valores de Lima. Ente regulador de las transacciones en bolsa.

A) Bonos de Arrendamiento financiero (BAF)

Son bonos emitidos por empresas de Arrendamiento Financiero (leasing) o por instituciones financieras, para financiar sus operaciones de leasing⁴. Las obligaciones están respaldadas por los bienes que éstos financian, aunque también es posible establecer garantías adicionales.

Sus plazos de emisión varían entre 3 a 5 años, estando la gran mayoría denominadas en dólares y algunas pocas en soles indexados (VAC).

Las tasas de los BAF en dólares se determina de muchas maneras, existiendo algunas a tasa fija, otras indexadas a tasa LIBOR, un promedio de tasas interbancarias de ahorros etc. Cabe indicar que la gran mayoría presenta una amortización al vencimiento y solo algunos presentan una amortización parcial durante la vida del bono.

Gráfico N° 3



Fuente : Elaboración Propia.

⁴ Operación de arrendamiento de maquinarias y equipos con opción de compra al término.

Los niveles de inversión en instrumentos BAF dentro de las carteras de inversión de las AFP's es desde lejos la que mayor peso tiene tanto por que representan el mayor monto de emisión dentro de la totalidad de emisiones de renta fija como por las mejores tasas que estas ostentan. Así podemos observar el rendimiento promedio del universo de emisores de instrumentos BAF en el mercado al primer trimestre del 99 con tasas de rendimiento promedio de entre 8.5% y 8.75%. La línea roja punteada expresa una línea de tendencia de las tasas que muestra que las emisiones con mejores clasificaciones de riesgo salen con tasas de 7.5% y 8.5% Mientras que las emisiones con clasificaciones más bajas lo hacen con tasas de 10% y hasta 11.5%.

Esto comparativamente hablando con los rendimientos alternativos de los Brady's (entre 9. 5% y 10.5%) constituyen los mejores rendimientos de cartera y alternan los flujos de inversión con plazos de riesgo más adecuados para el inversionista.

B) Bonos Corporativos

Corresponden a títulos de deuda de empresas no financieras, según sus propios requerimientos de financiamiento, las garantías presentadas pueden y son generalmente genéricas (patrimonios de la empresa generalmente) o garantías específicas para respaldar la emisión (en casos de bonos titulizados).

Estos bonos tienen un plazo de maduración de hasta 6 años, aunque generalmente son de 4 años en promedio. Las emisiones son en dólares (en su gran mayoría) a tasas fijas de interés (ya que no hay el peligro de pérdida por devaluación) aunque también subsisten emisiones en soles, todas a tasas indexadas a la inflación (VAC). Así mismo, muchas de estas emisiones cuentan con opciones de rescate anticipado, por lo que el inversionista debe sopesar el riesgo de una posible falta de reinversión: al momento de rescate puede que la tasa efectiva de mercado no cubra las expectativas del inversionista por lo que enfrentaría una situación de liquidez sin oportunidad de inversión a tasas atractivas. En estos casos, el inversionista "castigará" el precio de oferta del título para conseguir una tasa lo suficientemente atractiva que cubra este riesgo, a través de un modelo de valuación conocido como el *Yield to Worst*.

Algunas Precisiones en el Caso de Bonos con Rescate

Los bonos con esta opción (llamada también *callable bonds*) se estructuran debido a que el emisor no desea mantener en el mercado una emisión que paga una alta tasa de intereses cuando este puede refinanciarse en el mercado a tasas menores. Como se mencionó antes, existen 2 tipos de riesgo inherente en la inversión de este tipo de bono: Un riesgo de reinversión y un riesgo de descapitalización.

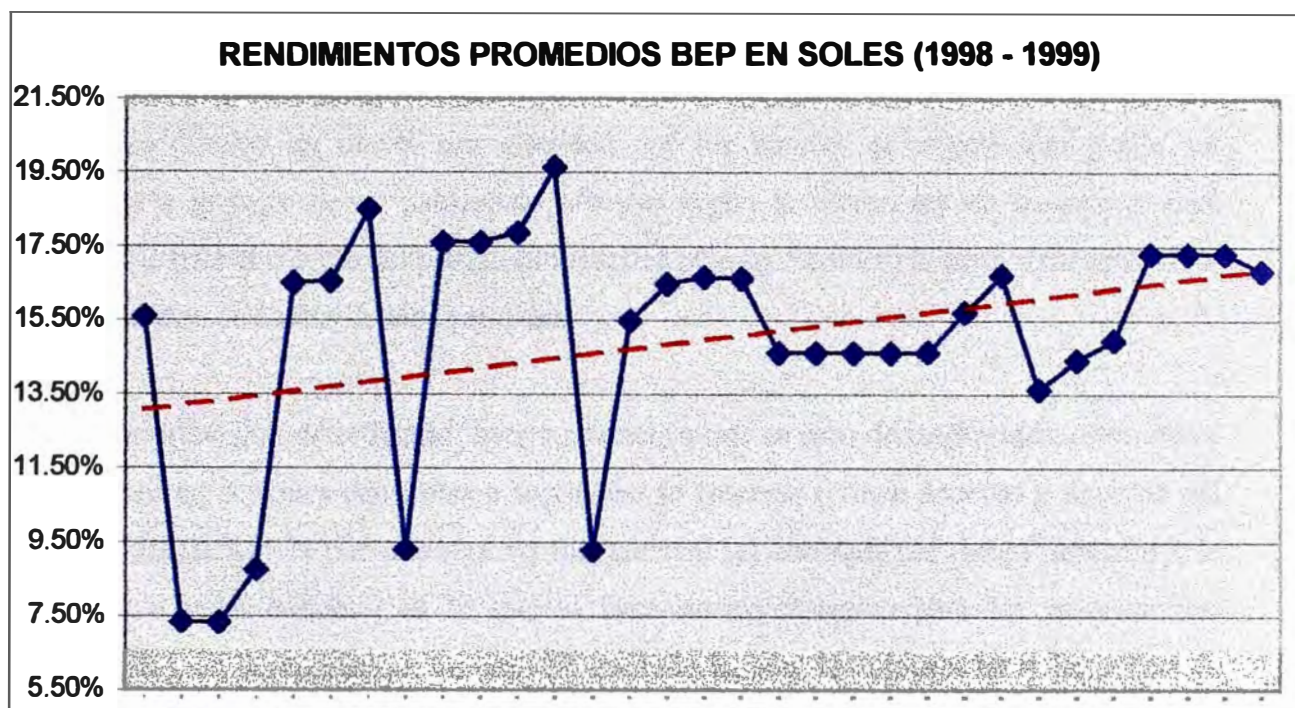
El riesgo de reinversión implica no encontrar en el mercado un valor de iguales características (plazo y riesgo) a iguales tasas. Esto es así porque el emisor querrá rescatar su deuda en el momento que vea que las condiciones del mercado le permitan apalancarse a un costo menor. Mientras que este escenario favorece al emisor, el inversionista enfrenta el riesgo de recibir su dinero antes de lo programado sin posibilidad de encontrar un vehículo adecuado de seguir rentabilizando sus fondos.

El riesgo de descapitalización se da en tanto que la rentabilidad de un bono (expresada por su TIR o también llamada *Yield to Maturity*) se calcula considerando el plazo a término del bono, es decir al vencimiento. No es lo mismo, por ende, actualizar flujos constantes de intereses de un bono al vencimiento, que de uno que podrá ser rescatado a partir del segundo año de vida, ya que de esta manera los flujos esperados de pagos de intereses se ven afectados.

Por supuesto, este caso de riesgo de descapitalización solo se presentará en el caso de que dicho título haya sido comprado “sobre la par” (es decir cuando el precio del bono es mayor que su valor nominal), pues en este caso el emisor rescatará el bono al 100% del valor nominal (íntegro del principal) quedando el inversionista con un diferencial que no recibirá. Por supuesto que en caso contrario (si el inversionista compró el papel “bajo la par”, o sea, pagando menos del valor nominal) se hará de una ganancia de capital por el diferencial.

En cualquiera de estos casos, el análisis debe basarse en asumir el escenario “más desfavorable” para el inversionista. De esta manera pediremos implícitamente el más alto rendimiento al bono que presente estas características de rescate.

Gráfico N° 4



Fuente : Elaboración propia⁵

Analizando la estructura de rendimiento que ofrece este tipo de instrumentos en el mercado de soles (aun cuando casi la mitad de las emisiones son en dólares siendo las de soles expresadas en rendimientos constantes VAC) se observa que al interior de las carteras de inversión existen grandes fluctuaciones en los niveles de rentabilidad de mercado de estos instrumentos. Esto en parte se debe al echo de que el 100% de los instrumentos en soles están expresados en soles reajustables a la inflación, por lo que en promedio reditúan un *Yield To Maturity* de entre 10% y 12% dependiendo estas tasas de los niveles de inflación acumulado. Otras en cambio tienen intrincados niveles de tasas promedio interbancarias que pueden arrojar un nivel promedio de tasas aún por debajo de ese 10% dependiendo de la calidad del emisor. Sin embargo, nuestra línea de tendencia nos estaría arrojando tasas promedio de alrededor de 14.5% y 15.5% para este tipo de inversión, las cuales son superiores a las que se

⁵ Estas Gráficas, así como las anteriores, expresan rendimientos promedios a lo largo del periodo 98-99 de un conjunto de valores específicos, en este caso de BEP.

obtendrían dentro del sistema financiero como depósitos a plazo o manejo de cuenta corriente.

C) Bonos Subordinados

Estos Títulos de deuda son emitidos por los bancos, la misma que puede ser incorporada a la parte de su patrimonio efectivo según la última ley de bancos, el cual establece que para el cálculo del patrimonio efectivo sólo se considera la parte remanente de la emisión con mas de 5 años de vida pendiente.

El término de “subordinado” hace referencia a que en caso de insolvencia, estos bonos se convierten en acciones con miras a capitalizar la empresa (previo acuerdo y decisión del directorio del BCR). Es por este motivo fundamental (el consiguiente riesgo implícito a la conversión a renta variable) es lo que lo hace menos atractivo para los inversionistas institucionales, en la medida que en caso de insolvencia, son los últimos en la larga lista de deudores pendientes a recibir el pago de sus derechos.

Los bonos subordinados no pueden ser sujetos de redención anticipada ni rescate por sorteo y generalmente sus plazos varían entre 4 y 10 años siendo denominados tanto en soles (a valor constante VAC) como en dólares a tasas fijas.

Gráfico N° 6



Fuente: Elaboración Propia

D) Certificados de Depósitos de la Banca Privada

Al igual que los Certificados BCR, la banca privada emite este tipo de certificados (que en realidad son depósitos a plazo negociables) con carácter endosable al portador. Los plazos de maduración de estos instrumentos son por lo general al corto plazo siendo en promedio el plazo de 360 días aunque existen otros a plazos aun mayores. La característica de estos instrumentos es que utilizan como base referencial un año base de 360 días y el pago de los intereses y el capital es al vencimiento. La emisión es tanto en dólares como en soles a tasas fijas y sin amortización previa (sin riesgo de reinversión o descapitalización).

Una característica clave de estos instrumentos es el carácter físico de los certificados, es decir que a diferencia de los demás valores que existen en el mercado, no son títulos desmaterializados, ya que esto último impediría que puedan ser comprados y vendidos en un mismo día siendo por lo general que los intermediarios unen sus “puntas” de compras y ventas y “triangulan” la operación rotando el mismo título de su misma posición a otra. Esto significa que salvando el problema de la custodia del físico, puedo satisfacer la demanda de un comprador y de un vendedor a la misma vez sin necesidad de tener él título dentro de mi posición de cartera y hacerme con un diferencial de ganancia por la intermediación.

Cabe destacar que los CD's de mayor emisión lo constituyen los vinculados a la banca de consumo (en un principio cuando estas estaban aun en su apogeo) como el caso del Banco de Trabajo, Solventa, Financiera Solución, Serbanco etc. las cuales emitían a plazos de 1 y 2 años a las tasas mas altas del mercado (acorde a su flujo de cobros de prestamos). Estas características iniciales le dieron un gran impulso al mercado de los certificados aunque en la actualidad se haya deprimido por la gran declinación de las empresas y bancas de consumo que afectan el flujo de sus pagos y hace mucho más riesgoso tomar estos títulos aun a pesar de las altas tasas que aun suelen ofrecer.

E) Letras Hipotecarias

Son títulos emitidos para financiar la adquisición de inmuebles y por un monto no mayor al valor del mismo, el cual es por lo general no mayor al 75% del valor del inmueble.

La emisión de estos valores se da tanto en soles indexados (VAC) como en dólares a plazos generalmente mayores al de otros instrumentos: 4 y 15 años acorde al préstamo hipotecario del cual proceden. Son en la actualidad los instrumentos de más largo plazo en vigencia dentro de las carteras de los grandes inversionistas.

Los pagos son estructurados a manera de cuotas trimestrales constantes lo cual implica una amortización creciente y un pago de interés decreciente.

Las letras hipotecarias están respaldadas por la cartera hipotecaria de algún banco de manera que las hipotecas utilizadas para respaldar las respectivas letras tienen carácter de “primera hipoteca” es decir no son embargables en el caso de que la institución financiera atravesase por dificultades financieras. Sin embargo, es importante destacar que de existir dificultades de incumplimiento o prepagos de parte de los deudores, las letras hipotecarias podrán ser objetos de rescate anticipado. Este hecho podría afectar la expectativa del inversionista tenedor de estos títulos, pero no se estima un verdadero riesgo de reinversión porque en este caso específico, el rescate una anticipación a la falta de pago futura del emisor, por lo que el inversionista siempre preferirá la devolución de su capital a la incertidumbre de un rendimiento alto pero tal vez impago.

En nuestro país a diferencia de otros mercados más desarrollados como el de Chile, las letras hipotecarias no han tenido un gran auge debido a lo complicado de su operatividad y administración aun a pesar de las altas rentabilidades que pueden ofrecer. Esto se trasluce en el desanimo de los inversionistas por invertir en estos instrumentos a pesar de que en cuanto a plazo de maduración calzan perfectamente con sus flujos de largo plazo (AFP's) pero que no encuentran necesariamente una correspondencia entre los plazos más largos de redención y los niveles de rentabilidad exigidos (sobre todo en las tasas indexadas en soles en periodos de baja inflación) frente a otras alternativas de bonos a plazos más cortos y con tasas más atractivas.

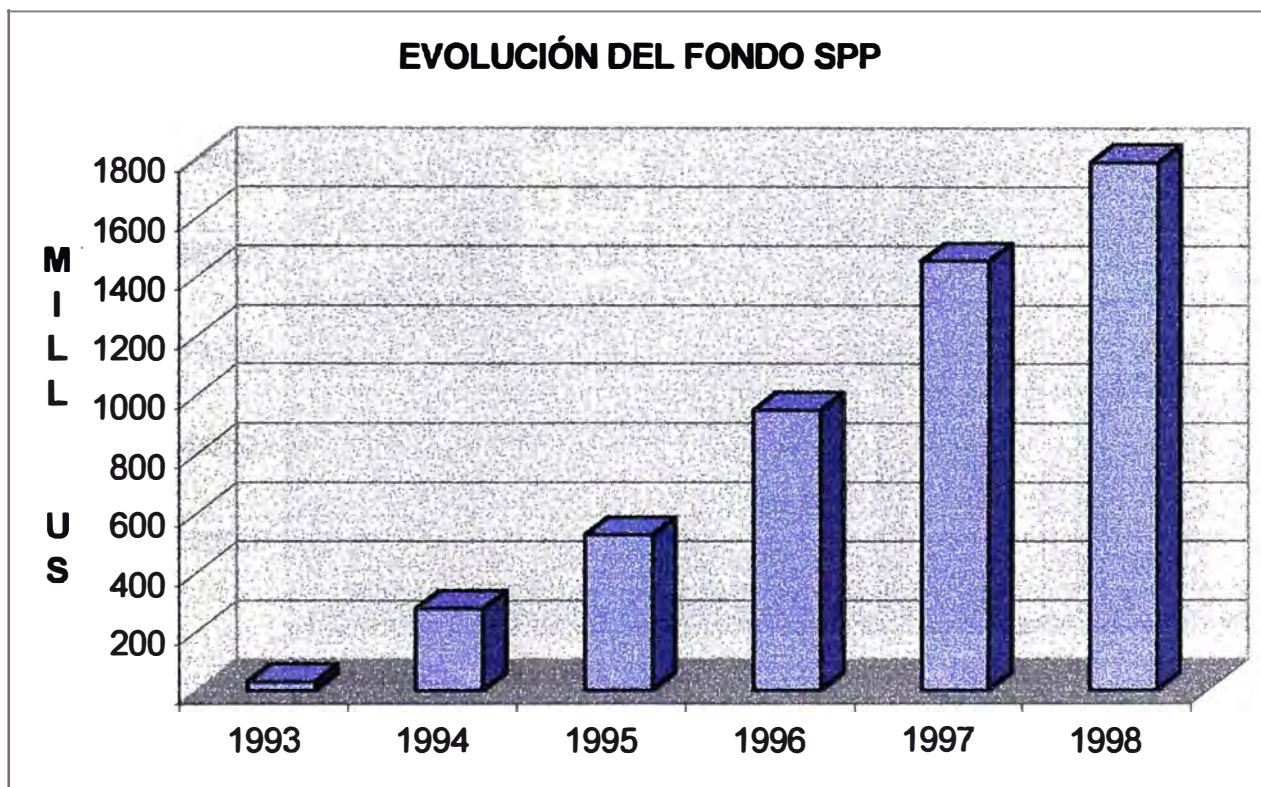
CAPÍTULO II

EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y ESTRUCTURA DE LA CARTERA INVERTIDA

I- DIVERSIFICACIÓN DE INSTRUMENTOS

La evolución de los niveles de los fondos del SPP (Sistema Privado de Pensiones) ha crecido en los últimos años a tasas increíblemente altas debido al carácter obligatorio de sus aportaciones lo cual se traduce en niveles casi geométricos de crecimiento, tal como podemos apreciar en el siguiente gráfico:

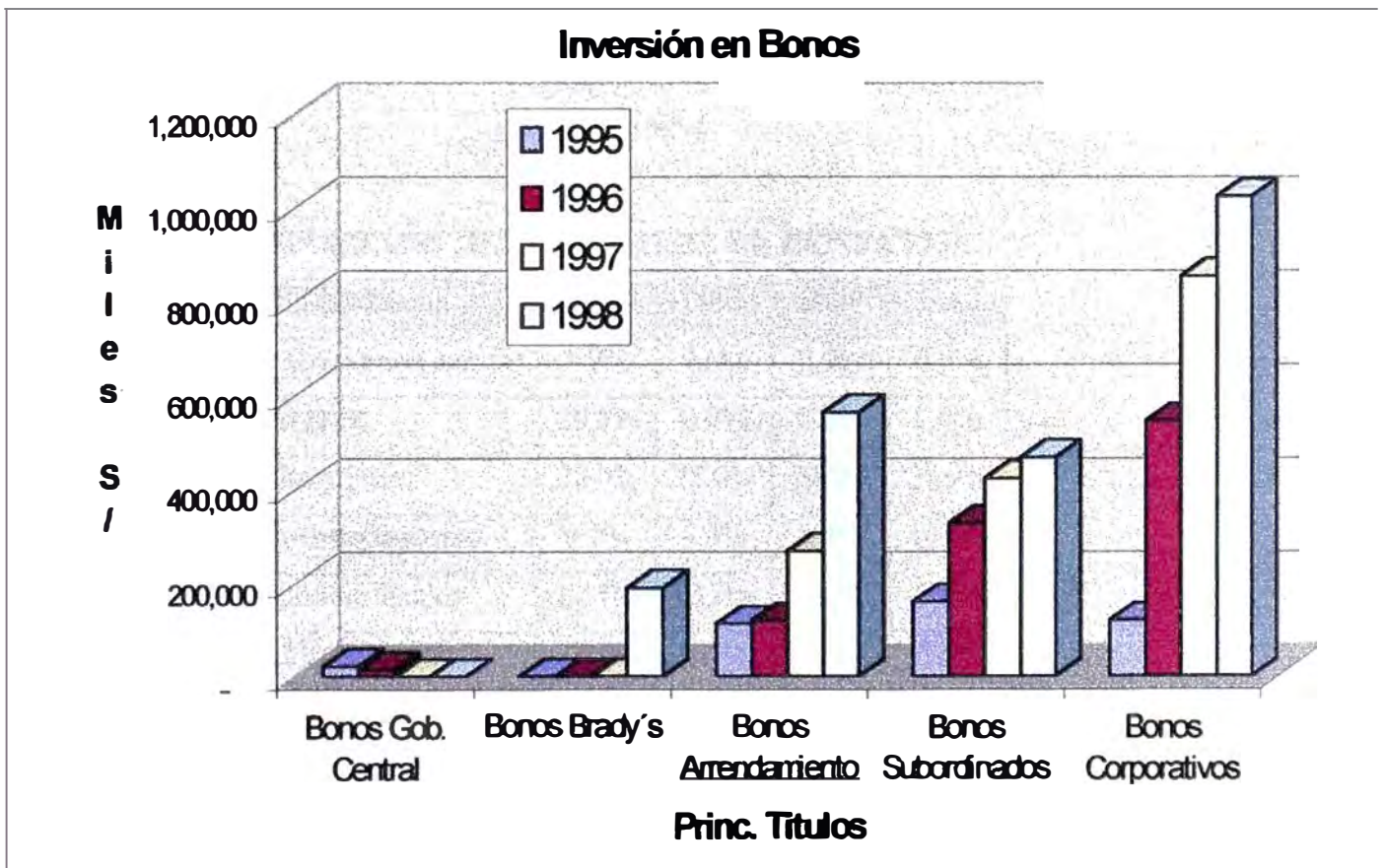
Gráfico N° 7



Fuente : Boletines Mensuales SAFP

Las AFP's están obligadas por ley a diversificar el nivel de sus inversiones por instrumentos y por emisores. Es decir, que no pueden acumular mas de cierto nivel de su cartera en solo instrumentos de renta variable o solo instrumentos de renta fija. La idea que subyace es que se trata de dar oportunidades de rentabilidad a la cartera de acuerdo al plazo de maduración de sus flujos, así se tiene que para una AFP como inversionista institucional con carácter de largo plazo, el mayor nivel de sus inversiones debiera estar dado por instrumentos de renta fija a largo plazo, básicamente por inversión en bonos (toda la variedad que ya se vio en la parte primera). Sin embargo, toda inversión en renta fija a largo plazo genera siempre rentabilidades menores a las de renta variable (inversiones en acciones) debido al carácter altamente fluctuante de estas últimas lo que puede generar altas tasas de ganancia en inversión de acciones en el muy corto plazo frente a rendimientos menos fluctuantes pero más seguros de los instrumentos de renta fija.

Gráfico N° 8



Fuente : Elaboración Propia.

Así, el gráfico anterior muestra la evolución creciente en inversiones de títulos de renta Fija en el que se puede observar que son 3 los tipos de bonos de mayor crecimiento dentro de la estructura de las inversiones: Bonos Bradys, Arrendamiento Financiero y los Bonos Corporativos. Los primeros (Bradys) tienen un carácter más reciente de inversión ya que su aprobación por la comisión clasificadora de la SAFF se dio a partir del segundo semestre del 98 con un límite bastante pequeño para su inversión: no más del 5% del total del fondo, mientras que los límites para el resto de bonos oscilaba entre 35% y 40%.

La diversificación dentro de la cartera de inversiones está sujeta fuertemente a los límites de inversión impuestos por norma. El límite máximo para inversiones de renta variable (acciones) es de 35% del valor del fondo, es decir, que para títulos de renta fija cualquiera sea su denominación, queda un 65% en conjunto, lo cual incluye depósitos en cuentas corrientes y a plazos en bancos distintos a plazos menores o mayores a 1 año.

El siguiente cuadro ilustra la composición de este 65% dentro de las carteras de los fondos, (Información según boletines SAFF) incluyendo los depósitos bancarios:

Cuadro N° 4

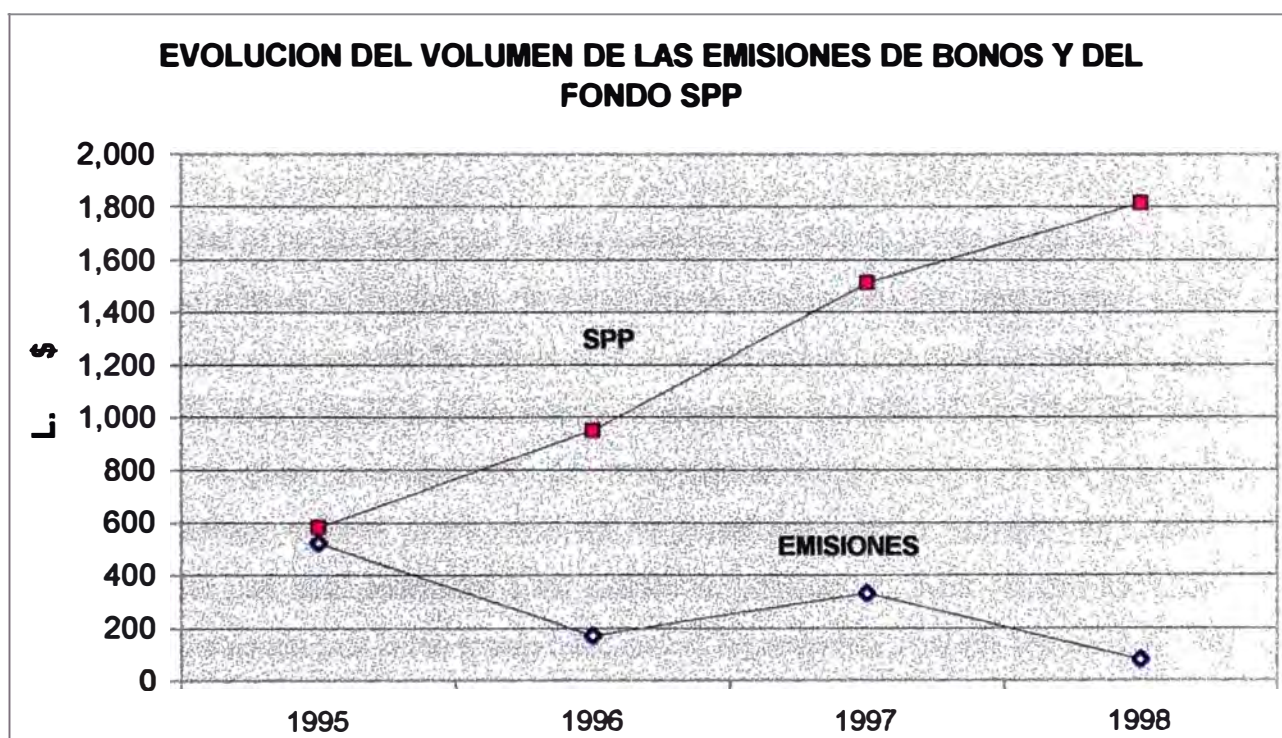
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA

% del Fondo	1995	1996	1997	1998
Bonos Gobierno Central.	1.7%	0.6%	0.0%	0.0%
Valores BCR	20.5%	0.0%	0.3%	0.0%
Deposito a Plazo	27.0%	25.0%	24.1%	21.9%
Bonos Arrendamiento	9.0%	4.9%	6.5%	10.3%
Bonos Subordinados	12.7%	13.3%	10.3%	8.6%
Letras Hipotecarias	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%
Bonos Corporativos	9.5%	22.1%	20.8%	18.8%
Pagares Avalados	0.8%	1.5%	1.5%	0.5%
Papeles Comerciales			0.4%	0.0%
Bonos Bradys				4.9%
Activos Titulizados				0.4%
Total	81.8%	68.0%	64.4%	65.7%

El cuadro muestra claramente una declinación paulatina en los niveles de inversión en títulos de renta fija desde casi 82% en 1995 a 66% en 1998: La diferencia de porcentaje es la inversión en renta variable (acciones) que aumenta de casi 20% en el 95 a casi 35% en 1998, es decir el límite máximo de inversión. Incluso al interior del cuadro podemos hacer una distinción aun más clara: si restringimos del cuadro anterior todo lo que sea depósitos a plazo bancarios y solo tomásemos inversión en títulos de renta fija a largo plazo (bonos, letras hipotecarias y activos Titulizados) estaríamos en niveles de 33.5% de la cartera invertida para 1995 y 43.3% para la cartera de inversiones en 1998, siendo los únicos instrumentos los bonos de arrendamiento y los bonos corporativos los de mayor y creciente participación en la estructura total de las inversiones.

Este hecho es consecuencia básica del poco desarrollo del mercado primario de renta fija que afecta también el mercado secundario, causado por el poco nivel de profundidad en las emisiones de deuda a largo plazo que son rápidamente absorbidas por el rápido crecimiento del SPP:

Gráfico N° 9



Fuente : Elaboración Propia. Nota Semanal BCR Dic. 98

Boletines Mensuales de la SAFP

El gráfico anterior muestra claramente los niveles de diferencia entre ambos volúmenes de crecimiento. El hecho de que las carteras de inversión de fondos orientados al largo plazo tengan tan pocas oportunidades de inversión en instrumentos de deuda con rentabilidades fijas, de larga maduración y menor riesgo impiden severamente diversificar el nivel de riesgo y rentabilidad esperado, ocasionando que el mayor flujo de fondos se destine a instrumentos más volátiles y rentables como son las acciones, o a destinarlos como depósitos a plazos en el sistema financiero al corto plazo a costa de incurrir en riesgos de reinversión ya que no se sabe el comportamiento de la tasa de interés al mediano plazo y por ende, es ilógico pactar colocaciones de depósitos a largo plazo conociendo el nivel de riesgo de afrontar fluctuaciones bruscas de la tasa de interés.

Otro riesgo que implica destinar fondos a la acumulación de depósitos en el sistema financiero aparte del riesgo tasa de interés, es el riesgo implícito de moneda: la recaudación y volumen del fondo es en soles, pero gran parte de la cartera (mas del 35%) esta dada en instrumentos en dólares. Tan solo los depósitos a plazo que mantiene el SPP en las cuentas del sistema financiero nominadas en dólares a evolucionado de 1.3% en 1995 a 6.8% en 1998 respecto al total del volumen del fondo a esas fechas. Esto indica que el riesgo implícito de destinar altos porcentajes de la cartera a depósitos conlleva riesgos de devaluación o reinversión de tasas.

En general se puede hablar que la diversificación de las carteras esta afecta tanto por el entorno interno referida a los limites de inversión ya establecidos por instrumentos y por emisor, al entorno externo referido básicamente a la profundidad del mercado primario, que como ya hemos visto impide dotar de nuevos y renovados instrumentos acordes más a las características de plazo y maduración de inversionistas institucionales, y también a la coyuntura inmediata: muchas de las emisiones de deuda que salen al mercado en moneda nacional lo hace con tasas indexadas a los niveles de inflación, es decir ofrecen un “plus” sobre la inflación acumulada como rentabilidad para el inversionista. Aunque hoy por hoy casi la totalidad de instrumentos en soles esta dado por esta característica y pueden constituir alternativas de inversión interesantes, no siempre lo es, sobre todo en épocas de muy bajo nivel de inflación que hace poco atractivos el rendimiento esperado de estos papeles.

Esto restringe en alguna manera la oportunidad de inversión de las carteras administradas a instrumentos en dólares con el consiguiente riesgo de moneda. Al respecto se debe indicar que el principal indicador del mercado de capitales es siempre el mercado de créditos: una es el espejo de la otra, siendo el mercado de dinero el mercado base donde surge la necesidad de emitir papeles de deuda para financiar créditos. Si este mercado no tiene necesidad de emitir títulos de moneda indexada ya sea porque no se “fondea” con créditos a tasas indexadas, menos será su necesidad por emitir títulos de deuda en soles a tasas tan poco ventajosas para los inversionistas, los cuales seguirán acumulando stocks de saldos bancarios en dólares al corto plazo restringiendo aun más el horizonte de inversión y los niveles de rentabilidad.

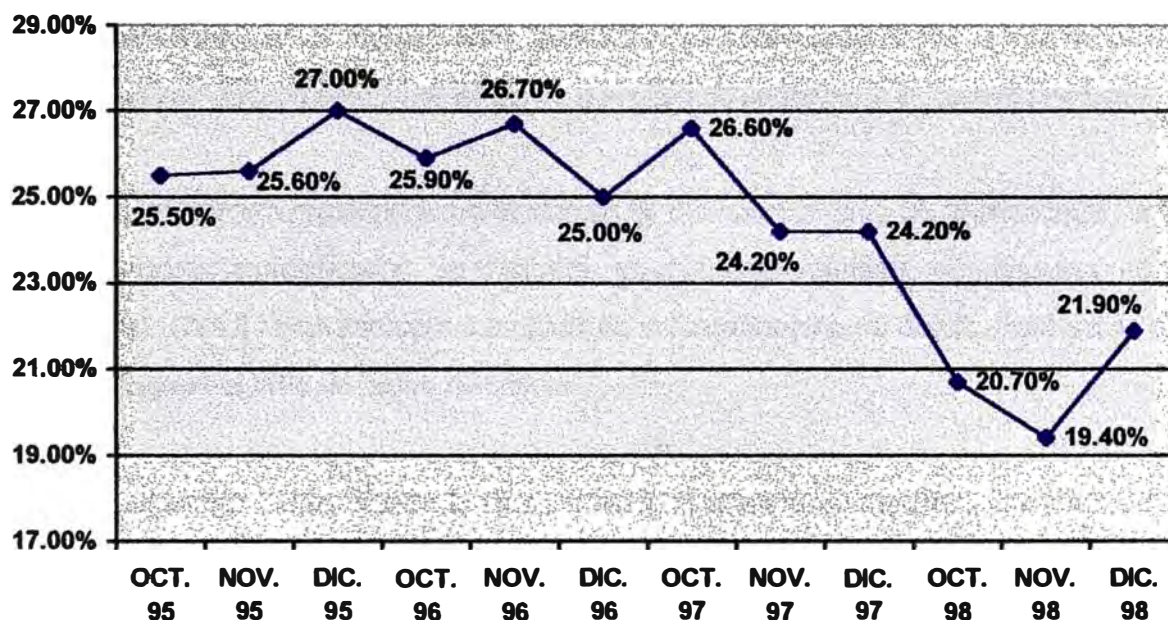
II- PORTAFOLIOS POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO

La estructura de los fondos de inversión a sufrido algunas modificaciones importantes en los últimos años producto básicamente de la acumulación de grandes stocks de liquidez conforme las AFP's iban consolidándose. Originalmente en 1993 cuando las AFP's salieron al mercado (y tal como se observa en el gráfico del inicio del capítulo anterior) el Sistema Promedio manejaba un fondo de aprox. US\$ 28 MM para pasar en solo 5 años a administrar un fondo de cerca de US\$ 1,800 Mill. Los problemas que se generan son no encontrar alternativas de inversión en instrumentos adecuadamente diversificados en plazos, riesgos y rentabilidad.

Como se expuso en el capítulo anterior, el mayor flujo de los fondos fue para inversiones de renta variable (35%) hasta copar por completo el límite y otra gran parte en depósitos a plazo del sistema financiero (30%) convirtiéndose este último en el recurso de inversión más práctico y frecuente sobretodo en épocas de recaudación.

Gráfico N° 10

DEPOSITOS SPP EN EL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Elaboración Propia - Boletines SAFP

Sin embargo si observamos detenidamente el gráfico anterior observamos por el contrario una aparente disminución en este tipo de inversiones: a partir del último trimestre del 97 hasta Dic. 98 hay una caída paulatina de los niveles de depósitos (como % del fondo) que se explicaría por dos motivos: primero, la clasificación por parte de la SAFP de los bonos Brady's como instrumento de inversión de las AFP con un límite máximo de 5%, a la aparición de nuevos instrumentos como bonos titulizados de Ferreyros y cuotas de fondos mutuos y por último, la mayor inversión del excedente en títulos de renta variable, la cual pasa a copar el límite máximo de inversión permitido, con lo que el flujo de inversiones sigue teniendo un nivel restringido aun para inversiones de renta fija.

Esta reorientación de los recursos se da en un contexto de iliquidez del sistema financiero, por lo que muchos emisores son reclasificados por las respectivas empresas clasificadoras en categorías menores a las que hasta hace algún tiempo estaban (es en esta época que se da en el mercado el primer caso de "default" o incumplimiento de sus obligaciones de parte de un emisor: BASA y sus bonos corporativos), así como también casos de sonada insolvencia de muchas financieras dedicadas al crédito de consumo que habían

colocado en el mercado certificados de depósitos y captado recursos al corto y mediano plazo de todo el SPP.

Dentro de este contexto, muchas AFP's reorientan sus carteras sobre la base de los nuevos instrumentos antes mencionados, bonos Bradys especialmente por la alta rentabilidad comparativa que ofrecen pero cuyo limite de inversión en contraparte es bastante pequeño.

Así, la primera recomposición de cartera se dio sobre el lado de instrumentos, la base de los emisores reclasificados: se buscaba invertir especialmente en emisores de alta clasificación (AAA) para protegerse en caso de incumplimiento de deuda, insolvencia o tan solo para mejorar el ratio de riesgo de cartera.

El siguiente cuadro ilustra la concentración de cartera en emisores categoría AAA a marzo de 1999:

Cuadro N° 5
CARTERA ADMINISTRADA POR EMISOR

EMISOR	%
Telefónica	7.0
Crédito	6.3
Banco Sur	6.2
Buenaventura	6.1
Gobierno central	5.0
Credicorp	4.7
Wiese	4.6
Interbank	4.3
Cementos Lima	3.9
Alicorp	3.5
Sudamericano	3.1
Total	55 %

Fuente : Revista APOYO Mzo 99.

Obsérvese que más de la mitad de la cartera del fondo está invertida solo en emisores categoría I lo cual implica por un lado una buena orientación y cobertura de riesgo a futuro de las inversiones, pero también tasas de rendimiento comparativamente menores acorde al menor riesgo percibido.

Y en cuanto a las colocaciones de fondos directamente en el sistema financiero, los siguientes cuadros muestran algo interesante:

Cuadro N° 6

Fondos Colocados por el SPP en el Sistema Financiero (Mill. US\$)

BANCOS	Dic. 1997	Dic. 1998	Mar 1999
Crédito	60	101	118
Banco Sur	42	80	117
Wiese	50	56	86
Interbank	49	85	81
Sudamericano	32	45	58
Lima	15	63	55
Continental	52	45	51
Santander	42	49	30
Standard Chartered	4	2	25

Fuente : Revista APOYO Mar. 99

El cuadro anterior muestra el nivel de colocaciones en bancos categoría 1 y el cuadro siguiente muestra también el nivel de colocaciones en el sistema financiero pero en bancos pequeños que no son categoría 1:

Cuadro N° 7

**Fondos Colocados por el SPP en el Sistema Financiero
(Mill. US\$)**

BANCOS	Dic. 1997	Dic. 1998	Mar 1999
Nuevo Mundo	68	30	27
Finan. Solución	10	16	15
Del Trabajo	22	15	12
Orión	32	21	11
Serbanco	9	8	4
Solventa	23	9	3
Banex	14	3	2

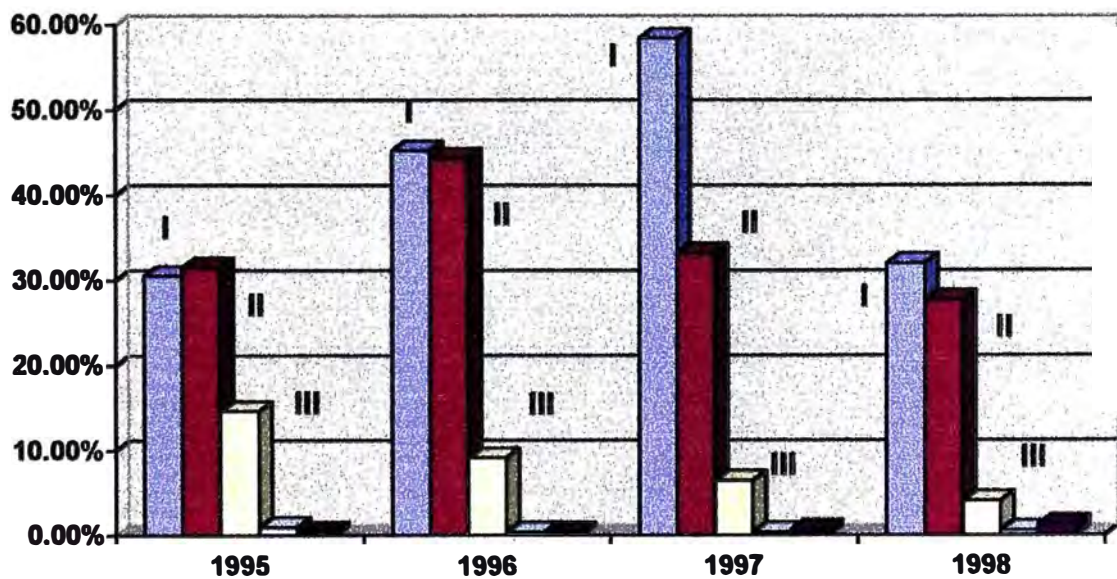
Fuente : Revista APOYO Mar. 99

Como se observa, la reorientación de los flujos de depósitos, benefició a los bancos grandes con mejores clasificaciones de riesgo en desmedro de bancos más pequeños y sobretodo de aquellas financieras y bancos dedicadas a crédito de consumo.

Esto se puede Observar claramente de la evolución de las inversiones por categoría de riesgo el cual está actualizado al *31 Julio de 1,998* fecha del último dato oficial SAFP:

Gráfico N° 11

INVERSION POR CATEGORIAS DE RIESGO



Aquí se observa claramente la preferencia por instrumentos con altas clasificaciones, siendo éstos ordenados de acuerdo a su mejor clasificación: I, II y III. Así, mientras los instrumentos clasificados como categoría I son los mejores en cuanto a riesgo, los de categoría III solo ostentan grado de inversión con riesgo moderado, siendo las tasas de emisión de éstos instrumentos inversamente proporcional a su clasificación de riesgo.

Estos cuadros traen una colación importante: La Diversificación de las inversiones de las AFP's se ven afectadas por la poca oferta de instrumentos que ocasiona que el mayor porcentaje de fondos se destine a títulos de renta variable o a inversiones en depósitos a plazos en el sistema financiero. Esto último constituye una inversión al corto y mediano plazo con riesgo de reinversión en las tasas y sobretodo concentradas casi exclusivamente en emisores de categoría I quienes aprovechan la coyuntura de un mercado primario poco activo para colocar sus ofertas de títulos u ofertas de captación de recursos a tasas bastantes mas bajas de las que probablemente asumirían si salieran a colocar en el mercado internacional. Esto último a causa de que afuera deberían asumir a la tasa propuesta la tasa de riesgo país por lo que su emisión sería más costosa. Esto deteriora seriamente la relación entre plazo, riesgo del emisor y maduración del instrumento dentro de las carteras de inversión sin mencionar el bajo nivel de retorno de las inversiones de renta fija.

III- NIVELES DE RENDIMIENTO DE CARTERA

Los niveles de rendimiento de los instrumentos de renta fija han evolucionado de acuerdo a la coyuntura de cada emisión. Así por ejemplo, durante el periodo 1993 y 1996 conjuntamente con la apertura de la economía al inversionista extranjero y las mayores oportunidades de crecimiento interno de las empresas ocasionaron un incremento de emisión en los bonos corporativos en casi 16 veces pasando de 18 mill. US\$ a casi 300 mill. US\$, siendo las tasas de interés vigentes de estas emisiones entre VAC + 5. 5% para instrumentos indexados y 15% en moneda nacional para instrumentos de tasas fijas y entre 7.25% y 10.5% para los instrumentos de moneda extranjera en plazos de 1 a 7 años con un plazo promedio de 4 a 5 años.

Durante el periodo 1997 y 1998 la colocación de instrumentos de renta fija se redujo de US\$ 788 Mill. A US\$ 583 Mill. a causa fundamentalmente de la agudización de la crisis financiera internacional que ocasionó restricciones fuertes en el acceso a líneas de crédito externas determinando períodos de iliquidez en el mercado financiero local. Como consecuencia de ello, las tasas de interés de los instrumentos de renta fija se incrementaron significativamente por lo que muchas empresas emisoras prefirieron suspender las colocaciones de títulos y esperar que el mercado se estabilizara. De esta forma, las tasas de interés de los BAF y los bonos corporativos de categoría AA se incrementaron en promedio de 8% a 11% y de 7.85% a 10.5% respectivamente durante el segundo semestre de 1998.

Cuadro N° 8

Tasas de Retorno de Algunos Instrumentos de Renta Fija

Valores en Dólares	Periodo Enero -- Marzo 98	Periodo Enero -- Marzo 99
BEP Cementos Yura	8.0 %	9.1% - 9.2%
BSF Interbanc	5.8%	8.6%
BAF Santander	7.7 % - 8.1%	9.0%
BAF Credileasing	7.5%	8.2%
BAF Banco Sur	7.6 %	8.3% - 8.4 %

Fuente : APOYO Consultoría.

Este incremento de tasas en este período también se observa en las tasas de interés ofrecidas por las instituciones financieras locales:

Cuadro N° 9
Tasas de Interés de los Depósitos Adquiridos por las AFP's

Bancos Categoría I	Ene. - Mar. 98 (M/N)	Ene. - Mar. 99 (M/N)
Crédito	15.3 %	19.9 %
Interbank	14.8 %	22.1 %
Citibank	20.4 %	17.3 %
Continental	11.7 %	21.1 %
Lima	14.6 %	21.8 %
Santander	18.1 %	22.6 %
Banco Sur	17.0 %	22.0 %
Standard Chartered	23.9 %	23.6 %

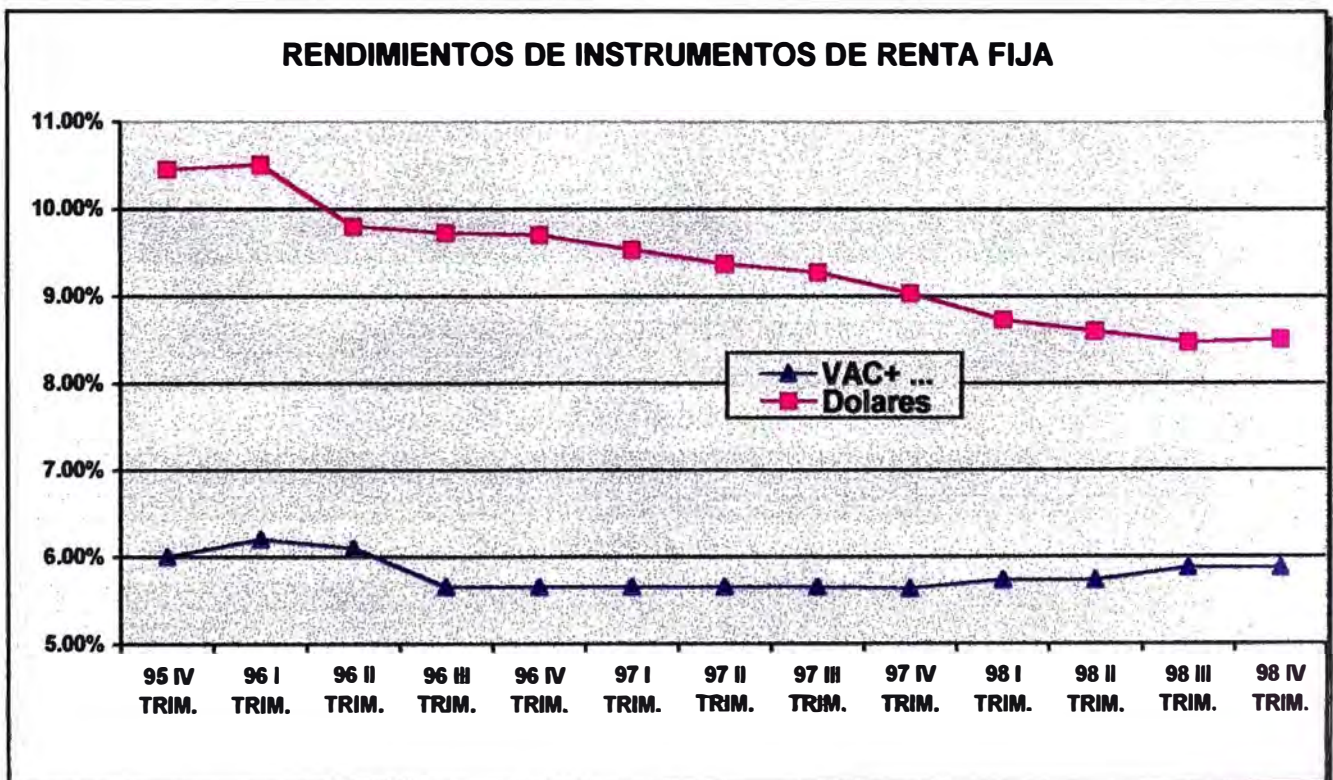
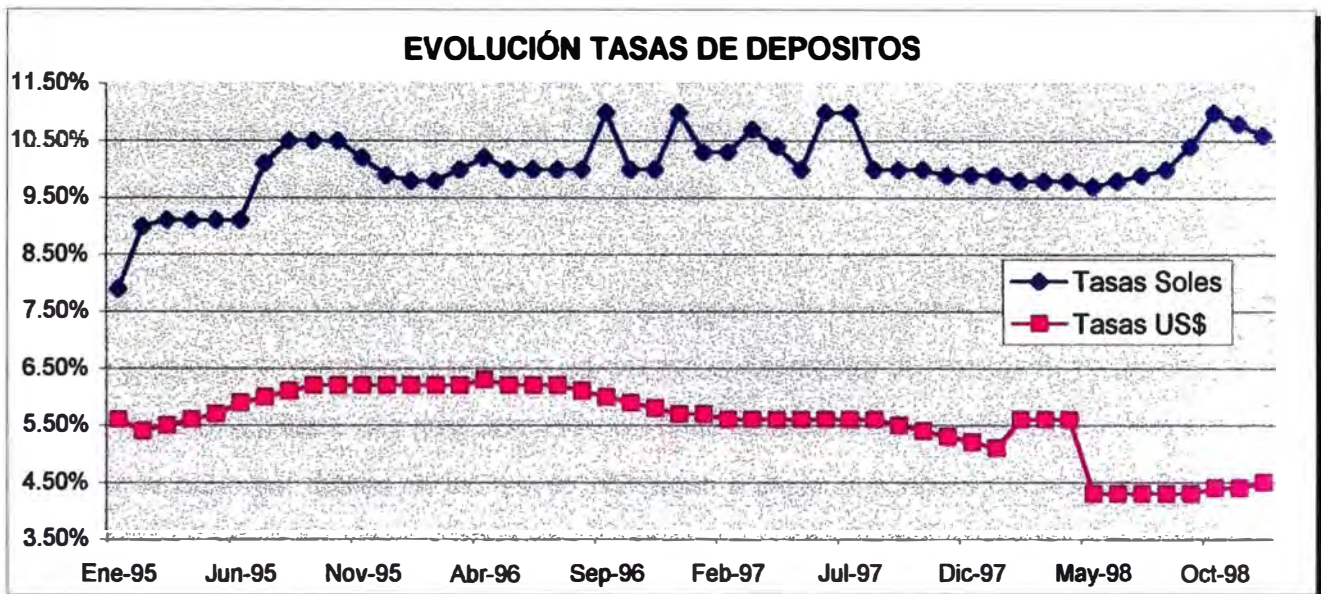
Fuente SAFP - APOYO

Como se observa, el incremento de las tasas de interés, producto de la coyuntura de alta liquidez del mercado, favoreció temporalmente la rentabilidad de las carteras de los inversionistas institucionales pero muestran un desequilibrio en el mercado de renta fija que supone que dicho mercado no refleja necesariamente los riesgos inherentes al título o valor adquirido.

Sin embargo, tal como se indica en el gráfico siguiente, la evolución del rendimiento efectivo por los depósitos a plazo en el sistema financiero (salvo excepción de los depósitos en soles) ha tenido un crecimiento muy pequeño, casi diríamos plano y en algunos casos decrecientes, ubicándose tasas promedio en soles entre 10% y 11% y en dólares en 5.0% y 5.5% para todo este periodo considerando bancos categoría I. Si bien es cierto que estas tasas contrastan fuertemente con las tasas del periodo trimestral del 98 y 99 mostradas más arriba (producto de la coyuntura de liquidez) se deben básicamente a tasas preferenciales que las AFP's aprovecharon para colocar sus flujos a largo plazo en bancos de categoría I.

En general, no se puede afirmar que los rendimientos en tasas otorgados por el sistema financiero sean fuente de altas rentabilidades para las carteras de inversiones: estas solo aprovechan coyunturas pasajeras de iliquidez general para colocar depósitos a largo plazo y maximizar su rentabilidad, pero aumentando en contraparte el riesgo básico de reinversión.

Gráfico N° 12



Fuente: Notas Semanales BCR

Los Gráficos arriba mostrado exponen las tasas promedio de las emisiones de bonos a distintos plazos tanto para instrumentos en soles indexados como para los de dólares desde el periodo de 1995 a 1998. Aquí se observa la tendencia decreciente en las tasas nominales de los bonos nominados en dólares desde 10.5% en el 95 a no más de 8.5% para fines del 98. En el caso de los bonos indexados (con una prima sobre la inflación) esta prima alcanzó niveles de más de 6.0% a fines del 95 para ubicarse ahora en alrededor de 5.70% (es decir VAC+ 5.70%) es decir aprox. en tasas fijas de 14.1 % a 14.6% TEA si consideramos un nivel de inflación promedio de 8.6% anual para todo este periodo.

Pero ¿Cómo afecta esto al rendimiento de las carteras de inversiones?, obviamente, al existir un problema de mercado en cuanto a pocas ofertas disponibles de emisión de títulos de renta fija y por el contrario una gran demanda, las tasas de rendimiento a las que se colocan suelen ser bastante por debajo de las que se obligarían a pagar si tuviesen que colocar sus emisiones fuera del país, o las que tendrían que pagar por líneas de financiamiento externas (créditos sindicados por ejemplo), así tenemos el siguiente cuadro que muestra niveles promedio de rendimiento por tipos de bonos al primer trimestre del 99:

Cuadro N° 10

Niveles de Rendimiento Promedio

BAF	US\$	8.89 %
	S/.	13.72%
BEP	US\$	9.20%
	S/.	12.44 %
BSF	US\$	9.54 %
	S/.	14.66 %

Fuente : Elaboración Propia.

Las cuales se contrastan con los rendimientos promedios de tasas del sistema financiero (TIPMN y TIPMEX) desde 1998 hasta el primer trimestre de 1999:

Cuadro N° 11

	TIPMN	TIPMEX
1998	10.98 %	5.10%
1999 I TRIM.	12.86%	5.33%

Fuente: SAE - APOYO

Esto significa que en promedio, el nivel de rendimiento de cartera por inversión de instrumentos de renta fija es ostensiblemente mayor al rendimiento efectivo que se ganaría por depósitos en el sistema financiero (mas aun en rendimientos en dólares considerando la alta devaluación implícita) pero por lo que anotamos en el capítulo anterior, la mayor parte del destino de las inversiones en renta fija (30%) están destinadas básicamente a saldos de depósitos bancarios con rendimientos arriba anotados perdiéndose oportunidades de mayores rentabilidades a la cartera de inversiones a tasas y plazos mas altos.

El cuadro de niveles de rendimientos de cartera al I Trim. Del 99 toma los datos de rentabilidad efectiva de los principales instrumentos de renta fija del mercado (Bonos exclusivamente) de acuerdo a los precios de valorización que calcula la SAFP (vector de precios) para la valorización de las carteras de las AFP's. En ella se observa los promedios de tasas en soles y dólares (y las tasas calculadas en soles de acuerdo a un estimado de devaluación), en general se observa que los rendimientos por instrumentos de renta fija que no sean depósitos a plazo tienen en promedio un rendimiento efectivo de 9.20% en dólares y casi 14.5 % en soles, muy por encima de los rendimientos a plazo que ofrecen el resto del sistema financiero.

Estos niveles de rendimiento de cartera pueden darse en forma permanente aprovechando las coyunturas de mercado, lo que supone reacondicionar la cartera de renta fija con activa participación en el mercado secundario pasando de posiciones de soles a dólares o viceversa o tomando posición en papeles de corto o largo plazo según convenga. Sin embargo, es muy difícil tomar posiciones de coyuntura con mercados tan ilíquidos por el temor a desprenderse de papeles escasos que luego costarán más caros recomprarlos, por lo que se prefiere sacrificar niveles mejores de rentabilidad por disponibilidad de fondos al corto plazo.

ANALISIS FORD DE LAS CONCLUSIONES

FORTALEZAS

1. - El Desarrollo del Mercado de Capitales a largo plazo es una consecuencia directa de la aparición de inversionistas institucionales con amplia capacidad de oferta de capitales que originó un desarrollo progresivo del mercado primario de emisión de valores de deuda.

2. - La evolución casi geométrica del volumen de fondo de inversiones del SPP en los últimos años constituye de por sí el principal apoyo para que el mercado de deuda siga expandiéndose a un mejor ritmo del que hasta ahora se alcanzado.

3. - El mayor volumen de inversión disponible por las AFP's en su conjunto ha presionado por una sustantiva diversificación de los instrumentos de inversión en renta fija que hasta entonces imperaba en el mercado, mejorándose condiciones de riesgo, tasas y plazos.

OPORTUNIDADES

1. - La ausencia de grandes emisiones en el mercado de deuda induce la posibilidad de hacer arbitraje con los instrumentos en diferentes horizontes de tiempo. Esto es, emplear los mismos instrumentos en el mercado secundario para obtener rentabilidades parciales en diferentes horizontes de tiempo.

2. - La ausencia de un mercado primario poco desarrollado en referencia al volumen del tamaño del fondo del SPP es beneficiosa para los emisores, quienes pueden acceder a recursos a tasas de emisión bastante por debajo de lo que seguramente pagarían si tuvieran que fondearse con recursos externos, ya que esto añadiría el factor riesgo país dentro de su tasa referencial.

3. - Dado el volumen del tamaño del fondo que maneja el SPP, siempre es posible de acceder a mejores tasas y plazos, en general de mejores condiciones en cuanto a las colocaciones en el sistema financieros referentes a los depósitos y cuentas a plazo.

4. - El mercado en general presenta aún una gama de oportunidades de inversión que aún no están siendo utilizados del todo por los inversionistas institucionales (AFP's básicamente) ya sea por impedimentos legales (normas SAFP) o por dificultades técnicas de la operación (caso de las letras hipotecarias, operaciones de reporte etc.).

RIESGOS

1. - El hecho de que las tasas de emisión de la mayoría de instrumentos sea por lo general bastante ventajosa para los emisores, es en contraposición desventajosa para los inversionistas, ocasionando un bajo nivel de retorno de la cartera de inversiones de estos.

2. - La poca profundidad del mercado primario de emisiones ocasiona que el mayor flujo de inversiones en renta fija se destine a depósitos a plazo del sistema financiero con tasas coyunturales, plazos relativamente muy cortos y peligros de reinversión de tasas.

3. - De lo anterior se desprende que los mayores beneficiarios dentro del sistema financiero es solo los bancos categoría I que si bien representan menos riesgo de inversión ofrecen menos tasas de rendimiento.

4. - Existe un notable deterioro entre las condiciones de plazo, tasa y riesgo tanto para los emisores como para los instrumentos, los cuales no se reflejan en el mercado a causa del poco nivel de emisiones vigentes.

DEBILIDADES

1. - Por todo lo anteriormente dicho, es imposible la definición de una curva de rendimiento en el mediano y mucho menos en el largo plazo.

2. - La escasez de oferta de títulos en el mercado acentúa el hecho de que los fondos destinen más sus flujos a instrumentos de renta variable, donde la volatilidad de los rendimientos es mayor, lo cual está en contra de la esencia misma del carácter temporal de los flujos de un fondo de pensiones en el largo plazo.

RECOMENDACIONES

1. Es necesario dotar de un mayor nivel de posibilidades de inversión a las carteras de las administradoras de fondos de pensiones actuando en 2 niveles: aumentando los límites legales de inversión en bonos rentables como los Bradys (actualmente en 5%) y profundizando el mercado primario y secundario de emisiones de títulos de renta fija.
2. Debe existir un criterio único de valorización de títulos de renta fija en el mercado para las carteras de inversionistas grandes, de parte de las superintendencias que vigilan estos fondos, de tal forma que tomen en cuenta el poco movimiento secundario del mercado de bonos y las consiguientes distorsiones de precio.
3. La emisión de títulos soberanos a plazos largos daría capacidad al mercado y en especial a los inversionistas institucionales de tener un parámetro de referencia para crear una curva de rendimiento en el cual basar sus expectativas de rendimientos.
4. La normativa actual no contempla operaciones de cobertura para la exposición de carteras a devaluaciones o arbitrajes de precios en el mercado, siendo estos aspectos esenciales en el manejo de fondos.

ANEXO ESTADISTICO

EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP's

CATEGORÍA	Oct-95		Nov-95		Dic-95	
	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera
MONEDA	289,649	100.00%	306,152	100.00%	323,644	100.00%
Depositos del Gobierno Central	4,506	1.56%	4,502	1.47%	4,451	1.38%
Depositos BCRP	75,109	25.93%	77,815	25.42%	78,680	24.31%
Depositos a Plazo en S/.	66,516	22.96%	74,830	24.44%	82,385	25.46%
Depositos a Plazo en US\$	2,146	0.74%	2,218	0.72%	2,106	0.65%
Depositos de Arrendamiento Financiero	24,943	8.61%	24,746	8.08%	27,177	8.40%
Depositos Subordinandos	34,437	11.89%	39,260	12.82%	39,801	12.30%
Depositos Hipotecarias	5,585	1.93%	3,165	1.03%	3,198	0.99%
Depositos Comunes	30,865	10.66%	32,126	10.49%	36,574	11.30%
Depositos Trabajo	16,283	5.62%	17,756	5.80%	19,282	5.96%
Depositos Corporativos	29,259	10.10%	29,734	9.71%	29,990	9.27%
Depositos Avalados		0.00%		0.00%		0.00%
REGRA	363,687	100.00%	383,155	100.00%	408,810	100.00%
Depositos del Gobierno Central	12,339	3.39%	11,439	2.99%	10,490	2.57%
Depositos BCRP	88,502	24.33%	87,308	22.79%	92,838	22.71%
Depositos a Plazo en S/.	94,829	26.07%	103,515	27.02%	97,120	23.76%
Depositos a Plazo en US\$	1,103	0.30%	4,158	1.09%	11,694	2.86%
Depositos de Arrendamiento Financiero	28,554	7.85%	31,325	8.18%	37,635	9.21%
Depositos Subordinandos	47,063	12.94%	52,032	13.58%	52,774	12.91%
Depositos Hipotecarias	1,138	0.31%	1,175	0.31%	1,187	0.29%
Depositos Comunes	38,787	10.66%	41,564	10.85%	50,660	12.39%
Depositos Trabajo	21,602	5.94%	20,181	5.27%	23,129	5.66%
Depositos Corporativos	29,770	8.19%	30,458	7.95%	31,283	7.65%
Depositos Avalados		0.00%		0.00%		0.00%
EN LA VIDA	61,626	100.00%	65,648	100.00%	70,654	100.00%
Depositos del Gobierno Central	2,865	4.65%	2,738	4.17%	2,585	3.66%
Depositos BCRP	12,897	20.93%	12,051	18.36%	11,496	16.27%
Depositos a Plazo en S/.	15,522	25.19%	14,984	22.82%	17,033	24.11%
Depositos a Plazo en US\$	207	0.34%	214	0.33%	451	0.64%
Depositos de Arrendamiento Financiero	5,542	8.99%	5,685	8.66%	5,711	8.08%
Depositos Subordinandos	6,770	10.99%	7,399	11.27%	7,495	10.61%
Depositos Hipotecarias	936	1.52%	966	1.47%	976	1.38%
Depositos Comunes	6,277	10.19%	7,208	10.98%	8,791	12.44%
Depositos Trabajo	2,220	3.60%	5,001	7.62%	4,343	6.15%
Depositos Corporativos	8,390	13.61%	8,664	13.20%	8,557	12.11%
Depositos Avalados		0.00%	738	1.12%	3,216	4.55%
EN FUTURO	184,008	100.00%	198,828	100.00%	208,087	100.00%
Depositos del Gobierno Central	2,860	1.55%	2,844	1.44%	2,823	1.36%
Depositos BCRP	42,218	22.94%	48,957	24.87%	39,088	18.78%
Depositos a Plazo en S/.	48,351	26.28%	43,887	22.30%	56,589	27.19%
Depositos a Plazo en US\$	11	0.01%	126	0.06%	2,126	1.02%
Depositos de Arrendamiento Financiero	16,899	9.18%	18,098	9.19%	18,057	8.68%
Depositos Subordinandos	23,643	12.85%	28,411	14.43%	28,769	13.83%
Depositos Hipotecarias	895	0.49%	924	0.47%	934	0.45%
Depositos Comunes	20,004	10.87%	20,668	10.50%	24,588	11.82%
Depositos Trabajo	10,919	5.93%	11,308	5.75%	12,535	6.02%
Depositos Corporativos	18,208	9.90%	21,605	10.98%	22,578	10.85%
Depositos Avalados		0.00%		0.00%		0.00%
EN PENSÍON	216,114	100.00%	228,882	100.00%	241,508	100.00%
Depositos del Gobierno Central	2,138	0.99%	2,119	0.93%	2,111	0.87%
Depositos BCRP	48,198	22.30%	51,677	22.58%	39,296	16.27%
Depositos a Plazo en S/.	58,097	26.88%	60,478	26.42%	67,517	27.96%
Depositos a Plazo en US\$		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos de Arrendamiento Financiero	16,600	7.68%	17,898	7.82%	24,266	10.05%
Depositos Subordinandos	27,516	12.73%	27,836	12.16%	31,051	12.86%
Depositos Hipotecarias	582	0.27%	601	0.26%	607	0.25%
Depositos Comunes	23,651	10.94%	24,312	10.62%	27,455	11.37%
Depositos Trabajo	12,521	5.79%	13,482	5.89%	14,251	5.90%
Depositos Corporativos	26,811	12.41%	27,308	11.93%	26,851	11.12%
Depositos Avalados		0.00%	3,171	1.39%	8,101	3.35%

ESTRUCTURA DE INVERSIONES POR CATEGORIAS DE RIESGO

al 31 diciembre de 1,995

CATEGORIA DE RIESGO	HO		IN		NV		PF		UN	
	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.
I	81,836	25.29%	144,992	35.47%	26,358	37.31%	41,465	19.93%	91,287	37.80%
II	111,299	34.39%	109,701	26.83%	21,471	30.39%	76,831	36.92%	77,860	32.24%
III	46,883	14.49%	44,061	10.78%	8,562	12.12%	40,856	19.63%	29,357	12.16%
IV	-	0.00%	5,634	1.38%	-	0.00%	5,571	2.68%	1,069	0.44%
V	493	0.15%	1,095	0.27%	181	0.26%	1,451	0.70%	525	0.22%
SUB TOTAL	240,511	74.31%	305,483	74.72%	56,572	80.07%	166,174	79.66%	200,098	82.85%
Valores Gob. Central y BCR	83,131	25.69%	103,328	25.28%	14,081	19.93%	41,911	20.14%	41,407	17.15%
TOTAL	323,642	100.00%	408,811	100.00%	70,653	100.00%	208,085	100.00%	241,505	100.00%

Nota : Los Valores del Gob. Central y BCR no están sujetos a clasificación según Ley N° 25897

Fuente : Noletín Mensual de la SAFP

EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP's

	Oct-96		Nov-96		Dic-96	
	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera
MONTE	550,203	100.00%	559,385	100.00%	583,288	100.00%
Reservas del Gobierno Central	4,303	0.78%	4,265	0.76%	3,793	0.65%
Reservas BCRP	1,018	0.19%	5,525	0.99%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	112,373	20.42%	114,316	20.44%	98,572	16.90%
Depositos a Plazo en US\$	36,956	6.72%	39,102	6.99%	40,684	6.97%
Depositos de Arrendamiento Financiero	31,142	5.66%	32,733	5.85%	26,373	4.52%
Depositos Subordinandos	63,616	11.56%	57,138	10.21%	83,510	14.32%
Depositos Hipotecarias	3,442	0.63%	3,988	0.71%	4,034	0.69%
Depositos Comunes	105,944	19.26%	108,223	19.35%	139,025	23.83%
Depositos Trabajo	42,293	7.69%	39,435	7.05%	45,955	7.88%
Depositos Corporativos	99,564	18.10%	107,076	19.14%	113,445	19.45%
Depositos Avalados	49,552	9.01%	47,584	8.51%	27,897	4.78%
REGRA	687,501	100.00%	701,256	100.00%	738,162	100.00%
Reservas del Gobierno Central	4,576	0.67%	4,565	0.65%	4,526	0.61%
Reservas BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	131,952	19.19%	166,951	23.81%	154,919	20.99%
Depositos a Plazo en US\$	44,624	6.49%	34,831	4.97%	39,068	5.29%
Depositos de Arrendamiento Financiero	48,911	7.11%	49,297	7.03%	52,910	7.17%
Depositos Subordinandos	89,664	13.04%	95,939	13.68%	99,683	13.50%
Depositos Hipotecarias	1,562	0.23%	1,589	0.23%	1,606	0.22%
Depositos Comunes	128,632	18.71%	135,175	19.28%	174,961	23.70%
Depositos Trabajo	57,430	8.35%	53,741	7.66%	57,702	7.82%
Depositos Corporativos	138,422	20.13%	138,440	19.74%	151,349	20.50%
Depositos Avalados	41,728	6.07%	20,728	2.96%	1,438	0.19%
LA VIDA	130,847	100.00%	139,890	100.00%	157,639	100.00%
Reservas del Gobierno Central	1,283	0.98%	1,286	0.92%	1,269	0.81%
Reservas BCRP		0.00%	270	0.19%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	29,656	22.66%	4,891	3.50%	34,019	21.58%
Depositos a Plazo en US\$	6,329	4.84%	31,834	22.76%	4,173	2.65%
Depositos de Arrendamiento Financiero	8,649	6.61%	6,888	4.92%	8,424	5.34%
Depositos Subordinandos	14,683	11.22%	8,518	6.09%	14,871	9.43%
Depositos Hipotecarias	1,826	1.40%	14,851	10.62%	1,880	1.19%
Depositos Comunes	25,746	19.68%	1,857	1.33%	40,980	26.00%
Depositos Trabajo	10,115	7.73%	28,007	20.02%	11,679	7.41%
Depositos Corporativos	29,041	22.19%	9,632	6.89%	34,694	22.01%
Depositos Avalados	3,519	2.69%	31,856	22.77%	5,650	3.58%
FUTURO	490,439	100.00%	507,560	100.00%	501,840	100.00%
Reservas del Gobierno Central	3,526	0.72%	3,495	0.69%	3,481	0.69%
Reservas BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	122,976	25.07%	128,787	25.37%	133,242	26.55%
Depositos a Plazo en US\$	21,864	4.46%	7,743	1.53%	2,331	0.46%
Depositos de Arrendamiento Financiero	18,213	3.71%	23,893	4.71%	4,788	0.95%
Depositos Subordinandos	63,767	13.00%	61,811	12.18%	64,387	12.83%
Depositos Hipotecarias	2,335	0.48%	2,377	0.47%	2,400	0.48%
Depositos Comunes	95,764	19.53%	110,563	21.78%	129,845	25.87%
Depositos Trabajo	34,983	7.13%	37,007	7.29%	37,468	7.47%
Depositos Corporativos	112,989	23.04%	117,706	23.19%	123,898	24.69%
Depositos Avalados	14,022	2.86%	14,178	2.79%		0.00%
PEN	436,007	100.00%	457,741	100.00%	481,042	100.00%
Reservas del Gobierno Central	1,984	0.46%	1,966	0.43%	1,961	0.41%
Reservas BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	78,330	17.97%	94,427	20.63%	81,990	17.04%
Depositos a Plazo en US\$	10,290	2.36%	12,318	2.69%	27,308	5.68%
Depositos de Arrendamiento Financiero	35,525	8.15%	35,248	7.70%	27,455	5.71%
Depositos Subordinandos	54,029	12.39%	55,722	12.17%	64,760	13.46%
Depositos Hipotecarias	3,041	0.70%	3,400	0.74%	4,258	0.89%
Depositos Comunes	86,432	19.82%	92,121	20.13%	109,498	22.76%
Depositos Trabajo	39,900	9.15%	38,183	8.34%	39,429	8.20%
Depositos Corporativos	101,745	23.34%	104,386	22.80%	121,980	25.36%
Depositos Avalados	24,731	5.67%	19,970	4.36%	2,403	0.50%

ESTRUCTURA DE INVERSIONES POR CATEGORIAS DE RIESGO

al 31 diciembre de 1,996

CATEGORIA DE RIESGO	HO	
	(Miles soles)	% Particip.
I	282,762	48.48%
II	229,589	39.36%
III	62,903	10.78%
IV	1,450	0.25%
V	2,791	0.48%
SUB TOTAL	579,495	99.35%

IN	
(Miles soles)	% Particip.
398,550	54.01%
284,669	38.58%
47,456	6.43%
402	0.05%
2,259	0.31%
733,336	99.39%

NV	
(Miles soles)	% Particip.
63,283	40.14%
81,152	51.48%
10,831	6.87%
897	0.57%
207	0.13%
156,370	99.19%

PF	
(Miles soles)	% Particip.
171,805	34.24%
264,817	52.77%
61,396	12.23%
168	0.03%
173	0.03%
498,359	99.31%

UN	
(Miles soles)	% Particip.
199,360	41.44%
232,406	48.31%
40,723	8.47%
4,258	0.89%
2,336	0.49%
479,083	99.59%

Valores Gob. Central y BCR	3,793	0.65%
TOTAL	583,288	100.00%

4,526	0.61%
737,862	100.00%

1,269	0.81%
157,639	100.00%

3,481	0.69%
501,840	100.00%

1,961	0.41%
481,044	100.00%

Nota : Los Valores del Gob. Central y BCR no están sujetos a clasificación según Ley N° 25897

Fuente : Noletín Mensual de la SAFP

EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP's

CATEGORÍA	Oct-97		Nov-97		Dic-97	
	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera
PRESENTE	909,736	100.00%	908,131	100.00%	959,955	100.00%
Res del Gobierno Central	3,569	0.39%	2,248	0.25%	48	0.01%
Res BCRP	12,386	1.36%	8,058	0.89%	8,149	0.85%
Res a Plazo en S/.	144,769	15.91%	139,434	15.39%	148,099	15.43%
Res a Plazo en US\$	83,105	9.14%	87,135	9.62%	112,479	11.72%
Res de Arrendamiento Financiero	43,497	4.78%	39,051	4.31%	38,818	4.04%
Res Subordinandos	105,474	11.59%	106,288	11.73%	111,813	11.65%
Res Hipotecarias	5,040	0.55%	5,087	0.56%	5,023	0.52%
Res Comunes	226,941	24.95%	217,553	24.01%	244,923	25.51%
Res Trabajo	81,933	9.01%	80,057	8.84%	81,594	8.50%
Res Corporativos	156,155	17.16%	184,107	20.32%	178,509	18.60%
Res Avalados	26,272	2.89%	23,367	2.58%	23,656	2.46%
Res Comerciales	20,595	2.26%	13,746	1.52%	6,844	0.71%
GRUPO	1,144,188	100.00%	1,132,477	100.00%	1,221,720	100.00%
Res del Gobierno Central	4,281	0.37%	2,645	0.23%	122	0.01%
Res BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Res a Plazo en S/.	251,805	22.01%	232,321	20.51%	248,070	20.30%
Res a Plazo en US\$	65,482	5.72%	61,185	5.40%	39,688	3.25%
Res de Arrendamiento Financiero	80,973	7.08%	80,612	7.12%	97,262	7.96%
Res Subordinandos	122,415	10.70%	123,253	10.88%	124,052	10.15%
Res Hipotecarias	1,755	0.15%	1,772	0.16%	1,748	0.14%
Res Comunes	295,047	25.79%	281,731	24.88%	331,041	27.10%
Res Trabajo	98,389	8.60%	98,394	8.51%	101,818	8.33%
Res Corporativos	201,332	17.60%	234,914	20.74%	260,049	21.29%
Res Avalados	18,134	1.58%	13,026	1.15%	13,188	1.08%
Res Comerciales	4,575	0.40%	4,624	0.41%	4,682	0.38%
EN VIDA	363,087	100.00%	365,719	100.00%	396,567	100.00%
Res del Gobierno Central	1,179	0.32%	898	0.25%	-	0.00%
Res BCRP		0.00%	3,020	0.83%	3,056	0.77%
Res a Plazo en S/.	75,276	20.73%	65,483	17.91%	71,024	17.91%
Res a Plazo en US\$	15,572	4.29%	14,324	3.92%	15,755	3.97%
Res de Arrendamiento Financiero	33,986	9.36%	41,326	11.30%	41,531	10.47%
Res Subordinandos	26,171	7.21%	28,313	7.19%	29,548	7.45%
Res Hipotecarias	1,736	0.48%	1,752	0.48%	1,739	0.44%
Res Comunes	89,658	24.69%	87,218	23.85%	106,546	26.87%
Res Trabajo	33,889	9.33%	32,911	9.00%	34,707	8.75%
Res Corporativos	78,507	21.62%	85,791	23.46%	85,895	21.66%
Res Avalados	6,136	1.69%	6,200	1.70%	6,277	1.58%
Res Comerciales	977	0.27%	483	0.13%	489	0.12%
FUTURO	644,330	100.00%	628,915	100.00%	661,195	100.00%
Res del Gobierno Central	3,333	0.52%	1,551	0.25%	-	0.00%
Res BCRP		0.00%	2,013	0.32%	2,037	0.31%
Res a Plazo en S/.	127,909	19.85%	125,318	19.93%	92,800	14.04%
Res a Plazo en US\$	44,777	6.95%	28,514	4.53%	44,847	6.78%
Res de Arrendamiento Financiero	48,256	7.49%	53,805	8.56%	52,870	8.00%
Res Subordinandos	62,172	9.65%	64,968	10.33%	67,858	10.26%
Res Hipotecarias	1,807	0.28%	1,829	0.29%	1,840	0.28%
Res Comunes	158,365	24.58%	137,317	21.83%	179,433	27.14%
Res Trabajo	51,102	7.93%	46,504	7.39%	54,049	8.17%
Res Corporativos	140,816	21.85%	161,242	25.64%	159,535	24.13%
Res Avalados	3,881	0.60%	3,922	0.62%	3,971	0.60%
Res Comerciales	1,912	0.30%	1,932	0.31%	1,955	0.30%
EN PROCESO	790,708	100.00%	784,061	100.00%	835,669	100.00%
Res del Gobierno Central	1,860	0.24%	774	0.10%	-	0.00%
Res BCRP		0.00%	4,031	0.51%	-	0.00%
Res a Plazo en S/.	147,801	18.69%	144,783	18.47%	149,246	17.86%
Res a Plazo en US\$	67,713	8.56%	58,459	7.46%	68,857	8.24%
Res de Arrendamiento Financiero	34,615	4.38%	35,856	4.57%	37,192	4.45%
Res Subordinandos	87,088	11.01%	87,699	11.19%	89,926	10.76%
Res Hipotecarias	9,033	1.14%	9,099	1.16%	8,838	1.06%
Res Comunes	195,005	24.66%	185,821	23.67%	215,355	25.77%
Res Trabajo	77,232	9.77%	75,903	9.68%	78,931	9.45%
Res Corporativos	149,325	18.89%	166,840	21.28%	170,171	20.36%
Res Avalados	19,037	2.41%	14,996	1.91%	15,181	1.82%
Res Comerciales	1,997	0.25%		0.00%	1,972	0.24%

ESTRUCTURA DE INVERSIONES POR CATEGORIAS DE RIESGO

al 31 diciembre de 1,997

CATEGORIA DE RIESGO	HO	
	(Miles soles)	% Particip.
I	590,325	61.50%
II	275,236	28.67%
III	79,673	8.30%
IV	-	0.00%
V	6,524	0.68%
SUB TOTAL	951,758	99.15%

Valores Gob. Central y BCR	8,197	0.85%
TOTAL	959,955	100.00%

	IN	
	(Miles soles)	% Particip.
	764,004	62.54%
	401,542	32.87%
	47,454	3.88%
	3,381	0.28%
	5,217	0.43%
SUB TOTAL	1,221,598	99.99%

Valores Gob. Central y BCR	122	0.01%
TOTAL	1,221,720	100.00%

	NV	
	(Miles soles)	% Particip.
	225,035	56.75%
	148,763	37.51%
	17,546	4.42%
	-	0.00%
	2,166	0.55%
SUB TOTAL	393,510	99.23%

Valores Gob. Central y BCR	3,056	0.77%
TOTAL	396,566	100.00%

	PF	
	(Miles soles)	% Particip.
	380,564	57.56%
	240,052	36.31%
	30,679	4.64%
	3,849	0.58%
	4,014	0.61%
SUB TOTAL	659,158	99.69%

Valores Gob. Central y BCR	2,037	0.31%
TOTAL	661,195	100.00%

	UN	
	(Miles soles)	% Particip.
	440,483	52.71%
	299,199	35.80%
	85,786	10.27%
	3,535	0.42%
	6,665	0.80%
SUB TOTAL	835,668	100.00%

Valores Gob. Central y BCR	-	0.00%
TOTAL	835,668	100.00%

Nota : Los Valores del Gob. Central y BCR no están sujetos a clasificación según Ley N° 25897

Fuente : Noletín Mensual de la SAFF

EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN DE LAS AFP's

HORIZONTE	Oct-98		Nov-98		Dic-98	
	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera	(Miles S/.)	% Cartera
Valores del Gobierno Central	49	0.00%	50	0.00%		0.00%
Bonos Bradys	58,876	4.77%	66,557	5.02%	60,261	4.62%
Valores BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	156,440	12.68%	159,299	12.02%	178,486	13.68%
Depositos a Plazo en US\$	125,003	10.13%	88,296	6.66%	126,572	9.70%
Bonos de Arrendamiento Financiero	124,889	10.12%	138,464	10.45%	137,751	10.56%
Bonos Subordinandos	140,708	11.40%	144,074	10.87%	120,451	9.23%
Letras Hipotecarias	4,990	0.40%	5,051	0.38%	4,995	0.38%
Acciones Comunes	283,121	22.95%	342,930	25.87%	341,501	26.17%
Acciones Trabajo	102,673	8.32%	127,255	9.60%	77,382	5.93%
Bonos Corporativos	226,619	18.37%	243,427	18.36%	247,399	18.96%
Activos Titulizados	4,033	0.33%	3,733	0.28%	3,524	0.27%
Cuotas de Fondos Inversion		0.00%		0.00%		0.00%
Pagares Avalados	6,352	0.51%	6,453	0.49%	6,557	0.50%
Papeles Comerciales		0.00%		0.00%		0.00%
INTEGRA	1,597,943	100.00%	1,761,785	100.00%	1,711,860	100.00%
Valores del Gobierno Central	123	0.01%	125	0.01%		0.00%
Bonos Bradys	73,365	4.59%	67,824	3.85%	88,146	5.15%
Valores BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	326,054	20.40%	340,125	19.31%	374,444	21.87%
Depositos a Plazo en US\$	88,315	5.53%	129,981	7.38%	117,906	6.89%
Bonos de Arrendamiento Financiero	135,417	8.47%	147,540	8.37%	149,457	8.73%
Bonos Subordinandos	157,496	9.86%	160,556	9.11%	130,800	7.64%
Letras Hipotecarias	1,748	0.11%	1,771	0.10%	1,754	0.10%
Acciones Comunes	390,668	24.45%	469,142	26.63%	466,069	27.23%
Acciones Trabajo	137,086	8.58%	161,160	9.15%	97,057	5.67%
Bonos Corporativos	265,445	16.61%	255,161	14.48%	256,950	15.01%
Activos Titulizados	2,158	0.13%	7,982	0.45%	7,536	0.44%
Cuotas de Fondos Inversion	16,857	1.05%	17,131	0.97%	18,384	1.07%
Pagares Avalados	3,213	0.20%	3,287	0.19%	3,347	0.20%
Papeles Comerciales		0.00%		0.00%		0.00%
NUEVA VIDA	493,522	100.00%	533,888	100.00%	608,781	100.00%
Valores del Gobierno Central	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Bonos Bradys	23,685	4.80%	26,713	5.00%	27,119	5.33%
Valores BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	71,889	14.57%	70,851	13.27%	67,875	13.34%
Depositos a Plazo en US\$	13,563	2.75%	12,430	2.33%	15,793	3.10%
Bonos de Arrendamiento Financiero	63,922	12.95%	68,033	12.74%	67,941	13.35%
Bonos Subordinandos	46,104	9.34%	47,550	8.91%	44,800	8.81%
Letras Hipotecarias	1,782	0.36%	1,803	0.34%	1,785	0.35%
Acciones Comunes	116,786	23.66%	138,879	26.01%	140,041	27.53%
Acciones Trabajo	47,629	9.65%	59,064	11.06%	33,002	6.49%
Bonos Corporativos	97,733	19.80%	98,398	18.43%	97,540	19.17%
Activos Titulizados	5,828	1.18%	5,495	1.03%	5,227	1.03%
Cuotas de Fondos Inversion	4,601	0.93%	4,672	0.88%	4,598	0.90%
Pagares Avalados		0.00%		0.00%	3,040	0.60%
Papeles Comerciales		0.00%		0.00%		0.00%
PROFUTURO	783,001	100.00%	810,315	100.00%	794,124	100.00%
Valores del Gobierno Central	17	0.00%	17	0.00%	-	0.00%
Bonos Bradys	29,791	3.90%	39,450	4.87%	40,372	5.08%
Valores BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	55,262	7.24%	70,828	8.74%	53,352	6.72%
Depositos a Plazo en US\$	36,829	4.83%	26,836	3.31%	40,509	5.10%
Bonos de Arrendamiento Financiero	90,312	11.84%	96,397	11.90%	92,976	11.71%
Bonos Subordinandos	79,368	10.40%	80,003	9.87%	77,619	9.77%
Letras Hipotecarias	1,533	0.20%	1,566	0.19%	1,584	0.20%
Acciones Comunes	195,696	25.65%	206,900	25.53%	225,041	28.34%
Acciones Trabajo	70,149	9.19%	81,900	10.11%	40,919	5.15%
Bonos Corporativos	191,339	25.08%	193,664	23.90%	208,415	26.24%
Activos Titulizados	1,826	0.24%	1,690	0.21%	1,596	0.20%
Cuotas de Fondos Inversion	8,647	1.16%	8,989	1.11%	9,621	1.21%
Pagares Avalados	2,032	0.27%	2,075	0.26%	2,120	0.27%
Papeles Comerciales		0.00%	0	0.00%		0.00%
UNION	1,048,049	100.00%	1,130,742	100.00%	1,100,594	100.00%
Valores del Gobierno Central	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Bonos Bradys	50,780	4.85%	55,084	4.87%	53,728	4.88%
Valores BCRP		0.00%		0.00%		0.00%
Depositos a Plazo en S/.	157,106	14.99%	151,109	13.36%	152,639	13.87%
Depositos a Plazo en US\$	35,358	3.37%	33,951	3.00%	72,856	6.62%
Bonos de Arrendamiento Financiero	101,522	9.69%	114,074	10.09%	115,001	10.45%
Bonos Subordinandos	121,135	11.58%	114,500	10.13%	94,545	8.59%
Letras Hipotecarias	9,213	0.88%	9,270	0.82%	8,974	0.82%
Acciones Comunes	253,004	24.14%	304,534	26.93%	304,807	27.69%
Acciones Trabajo	94,859	9.05%	111,103	9.83%	60,353	5.48%
Bonos Corporativos	202,472	19.32%	214,375	18.96%	214,247	19.47%
Activos Titulizados	3,322	0.32%	3,179	0.28%	3,041	0.28%
Cuotas de Fondos Inversion	9,980	0.95%	10,120	0.89%	10,842	0.99%
Pagares Avalados	9,318	0.89%	9,443	0.84%	9,561	0.87%
Papeles Comerciales		0.00%		0.00%		0.00%

ESTRUCTURA DE INVERSIONES POR CATEGORIAS DE RIESGO

al 31 de Julio de 1,998

CATEGORIA DE RIESGO	HO		IN		NV		PF		UN	
	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.	(Miles soles)	% Particip.
I	417,587	52.27%	568,103	52.79%	127,229	38.07%	228,790	45.03%	313,196	45.07%
II	324,072	40.57%	402,093	37.36%	160,337	47.98%	245,263	48.28%	299,575	43.11%
III	36,770	4.60%	81,782	7.60%	25,794	7.72%	16,494	3.25%	46,405	6.68%
IV	2,728	0.34%	882	0.08%	1,007	0.30%	3,112	0.61%	18,769	2.70%
V	12,515	1.57%	12,571	1.17%	8,415	2.52%	14,377	2.83%	13,937	2.01%
SUB TOTAL	793,672	99.35%	1,065,431	99.00%	322,782	96.60%	508,036	100.00%	691,882	99.56%
Valores Gob. Central y BCR	5,156	0.65%	10,775	1.00%	11,376	3.40%	17	0.00%	3,068	0.44%
TOTAL	798,828	100.00%	1,076,206	100.00%	334,158	100.00%	508,053	100.00%	694,950	100.00%

Nota : Los Valores del Gob. Central y BCR no están sujetos a clasificación según Ley N° 25897

Fuente : Noletín Mensual de la SAFP

SALDOS DE RENTA FIJA : 1995 - 1998

(Saldos Acumulados en Mill. US\$)

	1995				1996				1997				1998			
	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.
BONOS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	214	246	245	291	295	339	350	371	388	401	440	450	519	655	663	665
BONOS SUBORDINADOS	66	74	91	96	99	175	182	211	230	242	262	283	315	318	342	336
BONOS CORPORATIVOS	50	54	115	168	179	213	380	432	443	488	522	699	776	770	791	790
TOTAL	330	374	451	555	573	727	912	1014	1061	1131	1224	1432	1610	1741	1796	1791

Fuente : Boletín BCRP Diciembre 1998

EVOLUCIÓN POR MONEDA, PLAZO Y TASAS DE INTERES

1.- PARTICIPACIÓN POR MONEDA (%)	1995	1996				1997				1998			
	DIC.	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.	I TRIM.	II TRIM.	III TRIM.	IV TRIM.
MONEDA NACIONAL	18.90%	19.80%	26.70%	39.40%	36.50%	36.70%	37.20%	36.10%	42.40%	39.60%	35.60%	32.40%	31.70%
NOMINAL	0.30%	0.80%	5.60%	4.40%	4.00%	3.80%	3.70%	3.70%	3.10%	3.50%	3.10%	1.10%	1.10%
INDEXADO	18.60%	19.00%	21.10%	35.00%	32.50%	32.90%	33.50%	32.40%	39.30%	36.10%	32.50%	31.30%	30.60%
MONEDA EXTRANJERA	81.10%	80.20%	73.30%	60.60%	63.50%	63.30%	62.80%	64.00%	57.70%	60.40%	64.40%	67.60%	68.40%
2.- POR PLAZOS (Saldos Expresados en Millones Nuevos Soles)													
HAST A 1 AÑO	0	0	90	90	90	90	90	100	100	100	100	-	-
ENTRE 1 A 3 AÑOS	564	587	622	735	767	823	672	613	1,025	1,209	1,159	1,266	1,323
ENTRE 3 A 5 AÑOS	811	854	1,145	1,550	1,864	1,984	2,077	2,356	2,522	2,859	3,457	3,723	3,798
MAS DE 5 AÑOS	0	0	14	15	20	20	159	173	258	357	383	492	501
3.- TASAS DE INTERES (%)													
BONOS EN MONEDA NACIONAL INDEXADOS	6.00%	6.20%	6.10%	5.65%	5.65%	5.65%	5.65%	5.65%	5.63%	5.73%	5.73%	5.87%	5.87%
MAS DE 1 AÑO A 3 AÑOS (VAC + ...)	0.00%	6.40%	6.20%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
ENTRE 3 A 5 AÑOS (VAC + ...)	6.00%	6.00%	6.00%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%
MAS DE 5 AÑOS (VAC + ...)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.70%	6.00%	6.00%	6.40%	6.40%
BONOS EN MONEDA NACIONAL NOMINALES	11.10%	11.00%	12.90%	12.95%	12.13%	12.17%	12.33%	11.53%	11.43%	12.28%	12.23%	11.50%	11.50%
HAST A 1 AÑO	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	0.00%	0.00%
MAS DE 1 AÑO A 3 AÑOS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
ENTRE 3 A 5 AÑOS	11.10%	11.00%	10.80%	10.90%	10.90%	10.90%	11.10%	10.00%	10.00%	10.00%	9.90%	9.80%	9.80%
MAS DE 5 AÑOS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.50%	10.60%	10.90%	10.10%	9.80%	9.60%	9.50%	9.70%	9.70%
BONOS EN MONEDA EXTRANJERA	10.45%	10.05%	9.80%	9.73%	9.70%	9.53%	9.37%	9.27%	9.03%	8.73%	8.60%	8.47%	8.50%
MAS DE 1 AÑO A 3 AÑOS	10.60%	10.10%	10.10%	10.00%	9.90%	10.00%	10.10%	10.10%	10.10%	9.40%	9.20%	8.90%	8.90%
ENTRE 3 A 5 AÑOS	10.30%	10.00%	9.90%	9.80%	9.80%	9.80%	9.70%	9.40%	8.70%	8.60%	8.40%	8.30%	8.40%
MAS DE 5 AÑOS	0.00%	0.00%	9.40%	9.40%	9.40%	8.80%	8.30%	8.30%	8.30%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%

Fuente : Boletín BCRP Dic. 1998

RENTABILIDAD DE CARTERA DE RENTA FIJA AL I TRIM. 1,999

BAF		U. M.	TIR VECTOR	TIR VECTOR
		1=S/.	ANUALIZADO	EN SOLES
		2=§		
PROMEDIO BAF \$			8.89%	16.25%
PROMEDIO BAF S/.			13.72%	
INTERBANK	1-C	2	7.635%	14.90%
	2-B	2	7.792%	15.07%
SANTANDER	1-B	1	13.839%	13.84%
	2-A	2	8.100%	15.40%
	4-A	2	9.109%	16.47%
	5-B	2	8.655%	15.99%
BCO SUR	A	2	8.560%	15.89%
	B	2	8.560%	15.89%
	D	2	8.560%	15.89%
	3-A	2	8.453%	15.77%
	3-C	2	8.453%	15.77%
	4-E	2	8.560%	15.89%
PROGRESO	A	2	9.064%	16.43%
NVO MUNDO	B	2	8.956%	16.31%
	C	2	8.956%	16.31%
	D	2	8.956%	16.31%
	H	2	8.956%	16.31%
SUDAMERICANO	I	2	8.558%	15.89%
	T	2	8.512%	15.84%
	8-A	2	8.807%	16.15%
	8-B	2	8.807%	16.15%
	8-C	2	8.807%	16.15%
LATINO LEASING		1 2	8.898%	16.25%
		1 2	9.136%	16.50%
		10 2	6.592%	13.79%
		2 2	8.898%	16.25%
		2 2	9.136%	16.50%
		3 2	8.898%	16.25%
LIMA LEASING	A	2	8.935%	16.29%
	B	2	8.935%	16.29%
	C	2	9.145%	16.51%
	D	2	9.145%	16.51%
	D	2	8.956%	16.31%
	E	2	9.145%	16.51%
	11-C	2	8.935%	16.29%
SOGEWIESE	13-A	2	10.072%	17.50%
	13-D	2	10.072%	17.50%
	13-F	2	10.072%	17.50%
	13-G	2	10.072%	17.50%
	14-1	2	8.969%	16.32%
AMERIC. LEASING	B	1	13.609%	13.81%
AMERIC LEASING	A	2	8.243%	15.55%
	C	2	14.056%	21.75%
	D	2	9.960%	17.38%
	7-A	2	9.265%	16.84%
CREDILEASING	A	2	7.460%	14.71%
	A	2	7.784%	15.06%
	A	2	8.696%	16.03%
	B	2	8.739%	16.06%
	B	2	8.739%	16.06%
	3-A	2	11.477%	19.00%
	3-B	2	10.020%	17.45%
SANTANDER LEASING	2-B	2	8.865%	16.21%
	2-C	2	8.788%	16.13%
NVO MDO LEASING	A	2	9.558%	16.95%
	B	2	9.029%	16.39%

BEP					
PROMEDIO BEP \$				9.20%	
PROMEDIO BEP \$/.				12.44%	15.13%
CEM LIM		1 2	8.268%		15.58%
ALICORP		1 1	7.335%		7.33%
		1 1	7.323%		7.32%
		1 1	8.755%		8.76%
		2 1	16.500%		16.50%
SOUTHERN		1 2	9.176%		16.64%
FERREYROS	3-A		2	10.987%	16.46%
UNIV. TEXTIL	1-U		1	9.302%	9.30%
FIMA		1 2	12.546%		20.14%
GME	B		2	10.169%	17.81%
	C		2	10.169%	17.81%
	2-B		2	10.408%	17.86%
	2-C		2	12.072%	19.64%
RANSA COMERC.	1-U		1	9.282%	9.28%
EDELNOR	1-U		1	14.550%	
	3-U		2	8.165%	15.47%
YURA		1 2	9.112%		16.48%
CENTENARIO		1 2	9.258%		16.83%
		2 2	9.253%		16.63%
CERV. SUR		1 1	14.603%		14.60%
		2 1	14.603%		14.60%
		3 1	14.603%		14.60%
		4 1	14.603%		14.60%
		5 1	14.618%		14.62%
EGENOR		11 2	8.400%		15.72%
		2 2	9.328%		16.71%
TELEFONICA	G		1	13.627%	13.83%
	I		1	14.412%	14.41%
		4 2	7.680%		14.95%
AUSTRAL GROUP	B		2	9.872%	17.29%
	C		2	9.872%	17.29%
	D		2	9.872%	17.29%
SIPESA		1 2	9.431%		16.82%
BSF					
PROMEDIO BSF \$				9.54%	
PROMEDIO BSF \$/.				14.86%	15.27%
BCP	A		1	13.899%	13.90%
	A		1	13.894%	13.89%
	B		1	13.916%	13.92%
	C		1	13.930%	13.93%
	D		1	9.184%	9.18%
INTERBANK	A		1	14.461%	14.48%
	B		1	14.464%	14.46%
	B		2	8.678%	16.01%
WIESE	B		1	15.123%	15.12%
	A		2	9.542%	16.94%
LIMA	C		2	9.813%	17.23%
BCO SUR	A		1	14.081%	14.08%
	B		1	14.081%	14.08%
	B		1	16.166%	16.17%
	C		1	16.347%	16.35%
FINANCIERO	B		2	10.371%	17.82%
BIF	D		2	9.618%	17.02%
	E		2	9.618%	17.02%
NVO MDO	A		2	9.340%	16.72%
	A		2	9.332%	16.71%
DEL TRABAJO		1 1	15.589%		15.59%
TITULIZADOS					15.67%
FERREYROS	A		2	8.176%	15.48%
	B		2	8.537%	15.86%