



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Análisis del mercado peruano de Fondos Mutuos

Diciembre de 2007

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Las Begonias 552 Of. 25
San Isidro, Lima 27, Perú
Teléfonos (511) 221-3676 / 221-2759
www.equilibrium.com.pe



FONDOS MUTUOS: Un mercado en desarrollo

Entorno Económico

En el 2007, la economía peruana mostró una evolución favorable, la cual se tradujo en un dinámico crecimiento con bajos niveles de inflación, factores que reflejan los sólidos fundamentos que la respaldan. A pesar de los factores de riesgo externo y sus efectos sobre los mercados financieros, existe un consenso en las favorables expectativas sobre los principales indicadores económicos. En este contexto y tal como en 2006, la industria de Fondos Mutuos mostró un importante crecimiento y se muestra dinámica en su proceso de desarrollo y profundización.

Elevado crecimiento y ligero repunte inflacionario

El Producto Bruto Interno creció 7.6% durante el segundo trimestre de 2007. El dinamismo en sectores como construcción (20.1%), manufactura no primaria (13.7%), electricidad y agua (10.1%) y otros servicios (8.7%) permitieron alcanzar estos resultados, a pesar de que algunos problemas sectoriales y fluctuaciones en la demanda de los principales *commodities* vienen afectando la evolución de la actividad minera (-2.8%), una de las principales en la economía peruana.

La inflación acumulada a octubre (últimos 12 meses) fue de 3.08%, la cual supera ligeramente el rango establecido por el Banco Central de Reserva (2.0% a partir de febrero de 2007, con una tolerancia de \pm 1.0%). En lo que va de 2007, el comportamiento de la inflación se ha visto afectado por el incremento del precio internacional de los alimentos (principalmente el maíz y trigo) y del petróleo, que al ser importados como insumos encarecieron los precios finales en el mercado interno. La inflación registrada entre octubre de 2007 y octubre de 2006 por los alimentos y combustibles fue de 5.92% y 4.91%, respectivamente.

Diferencial de tasas de interés y flujos de capitales presionaron el tipo de cambio a la baja

A fin de controlar el repunte de los precios internos, el Banco Central de Reserva elevó la tasa de interés de referencia de política monetaria a 5.0% (incrementos de 25 bps¹ tanto en julio como en setiembre). Por su parte la Federal Reserve (FED) de los EE.UU., buscando limitar el impacto financiero de la crisis *subprime* y ante los riesgos de una desaceleración de la economía estadounidense, redujo la tasa de interés de los *federal funds* de 5.25% a 4.25% (recortes sucesivos en los meses de setiembre, octubre y diciembre).

Durante 2007, el diferencial entre las tasas de interés en soles y dólares contribuyó a atraer un importante

flujo de capitales² los cuales, sumados al ingreso de divisas resultante de cifras *record* de exportaciones, presionaron el tipo de cambio a la baja, a pesar de las intervenciones del Ente regulador en el mercado cambiario. Al cierre de octubre, el dólar bancario promedio se cotizó en S/.2.998, lo que determinó una revaluación de 6.2% del Nuevo Sol³.

Crecimiento del crédito...pero representa aún niveles bajos respecto del producto

Al cierre de setiembre, producto del flujo de capitales, la liquidez total del sistema financiero local superó los US\$50,000 MM, lo que representa un incremento de 33% respecto de 2006. La mayor disponibilidad de recursos permitió al sistema bancario respaldar el crecimiento de la actividad económica: el crédito bancario alcanzó los US\$20,911 MM y el *stock* de bonos de emisores privados ascendió a US\$4,750 MM, montos que reflejan un crecimiento de 24% y 7% respectivamente, en el transcurso de 2007.

A pesar de esta evolución positiva, los niveles alcanzados por el crédito bancario y el *stock* de bonos de emisores privados (19.8% y 4.5% del PBI, respectivamente) representan aún un bajo porcentaje del producto interno, respecto de economías más desarrolladas.

Notable performance de la BVL en el primer semestre impulsó al mercado

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) se mantiene como el mayor inversionista institucional del medio, al administrar fondos que en octubre alcanzaron los US\$21,196 MM, con una rentabilidad nominal anual promedio de 37.5% para el fondo Tipo 2 (moderado). El notable crecimiento respecto de 2006 (49%) responde en parte a que el SPP mantiene un 43.8% de su portafolio invertido en acciones de la Bolsa de Valores de Lima.

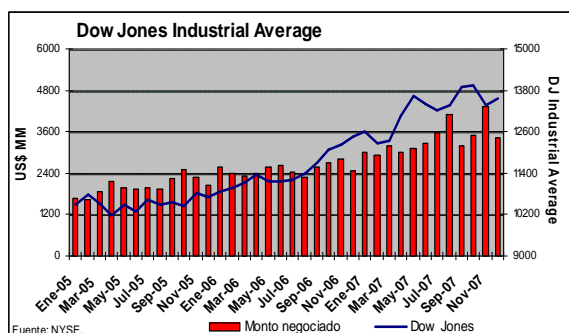
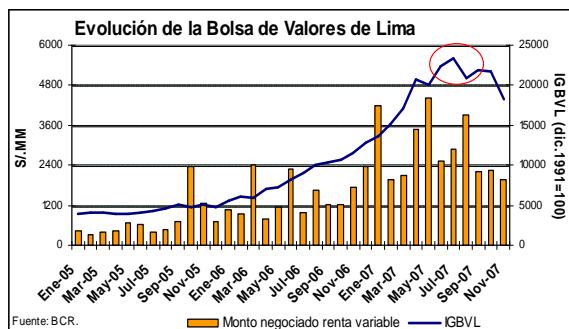
Pese a la volatilidad y caída en los retornos mostrados desde el mes de julio, la Bolsa de Valores de Lima mostró una evolución destacada en lo que va del año. Los índices General y Selectivo crecieron 68.4% y 69.7%, respectivamente, y la capitalización bursátil⁴ alcanzó los S/.359 mil millones, que representan aproximadamente 1.2 veces el PBI (S/.192 mil millones y 0.6 veces el PBI en 2006). Tal como ocurrió el año anterior, el desempeño de las acciones de los sectores industrial y minero impulsaron esta *performance* (crecieron 94.8% y 71.2% entre enero y octubre, respectivamente).

¹ bps = basis point o punto base, unidad equivalente a una centésima parte de punto porcentual (0.01%).

² Entre enero y junio de 2007, la cuenta financiera de la Balanza de Pagos registra un ingreso de US\$ 3,214 MM, monto que representa 4.5 veces el flujo de capitales recibido en todo 2006.

³ En 2006, Nuevo Sol experimentó una revaluación de 6.8%.

⁴ Valor total de mercado de las acciones en circulación.



Mejora en la percepción de riesgo: Perú ocupa posición de privilegio en la región

Los sólidos fundamentos de la economía peruana⁵ y su positiva percepción externa condujeron a una reducción del riesgo país a mínimos históricos en junio, mes en que el índice EMBI+ Perú cerró en 104 bps por sobre los bonos del Tesoro norteamericano. Sin embargo, tal como suele ocurrir en contextos de turbulencia financiera, en la segunda parte del año -a raíz de la crisis *subprime*- los mercados castigaron la percepción de riesgo de las economías emergentes. A fines de noviembre el EMBI+ Perú se elevó a 172 bps, nivel que resulta superior en 41 bps al observado al cierre de 2006 (131 bps).

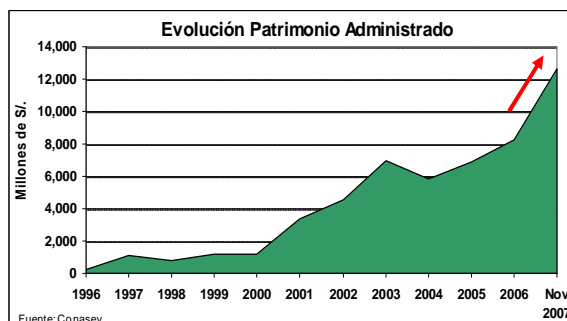
A pesar de ello, la economía peruana mantiene una posición relativa favorable respecto al promedio latinoamericano y entre los mercados emergentes. El *spread* de los bonos emitidos por Perú (calificación internacional de Ba2 asignada por Moody's Investors Service y de BB+ asignada por otras clasificadoras internacionales) resulta ligeramente superior (en menos de 40 bps) al correspondiente a México, país calificado internacionalmente como Baa1. Esta situación resulta acorde con el avance de Perú hacia la esperada obtención del grado de inversión.

⁵ Los fundamentos de la economía conducen a que se espere un resultado económico del sector público positivo por segundo año consecutivo. En 2007, éste sería del orden del 0.6% del PBI (resultado primario de 2.4%). En 2006, el resultado económico del sector público fue de 2.1% del PBI, con un resultado primario de 3.9% del PBI.

Fondos Mutuos

Un mercado en crecimiento aunque poco profundo

El sistema de fondos mutuos viene superando en el 2007 la destacada evolución mostrada el año anterior y se afianzó como un vehículo de inversión frente a alternativas de ahorro convencional de menores retornos. El crecimiento de la industria se tradujo en la aparición de nuevos fondos estructurados con distintos perfiles de riesgo-retorno esperado, de manera que los inversionistas disponen de alternativas acordes con sus objetivos de inversión y en función a su apetito por riesgo. Al mes de noviembre, el patrimonio administrado por los fondos mutuos ascendió a S/.12,623.0 MM (equivalentes a US\$4,209.8), monto que refleja un crecimiento del 53.1% respecto de 2006.



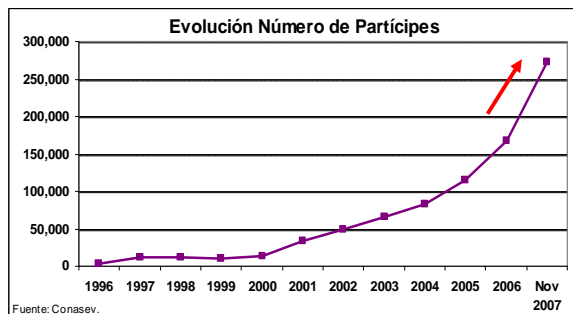
A pesar del crecimiento mostrado en los últimos años por este mercado, su nivel de profundidad aún resulta bajo comparado con las principales economías de la región. Mientras en Perú el patrimonio de los fondos mutuos representa aproximadamente un 3.9% del PBI, éste alcanza un 49.4% en Brasil, 18.6% en Chile y 10.4% en México, situación que refleja el potencial desarrollo de esta industria.

Masificación de los fondos mutuos a partir de 2006

En lo que va de 2007 el ingreso de nuevos participantes mostró un dinamismo incluso mayor al observado el año anterior. Entre los factores que contribuyeron con esta evolución se puede mencionar una mayor promoción de los fondos mutuos -la cual permite a un público más amplio participar en esta alternativa de inversión- y la destacada performance de la BVL en la primera parte del año -los elevados retornos bursátiles atrajeron a un número importante de nuevos inversionistas a los segmentos de renta mixta y variable. De esta manera, los participantes totalizaron 272,787 en noviembre, cifra superior en 62.9% al total alcanzado en 2006 (167,492 inversionistas). Resulta destacable que, en los últimos 2 años, el número de participantes se haya duplicado (2.36 veces respecto del total al cierre de 2005).

Queda, como aspecto a ser desarrollado, la enseñanza a estos nuevos participantes sobre los diferentes aspectos que caracterizan a una inversión de este tipo, así como la revelación de los riesgos que ésta conlleva y su

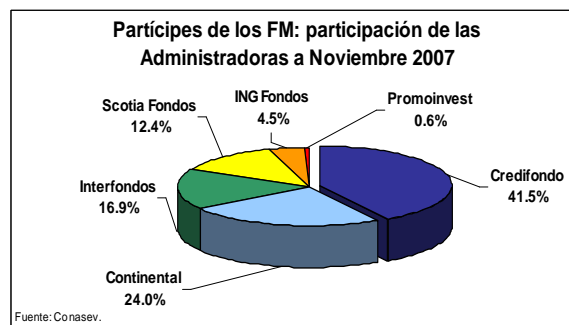
diferenciación con los productos de captación tradicionales (ahorros, depósitos a plazo, entre otros.), a los cuales han estado acostumbrados durante largo tiempo.



Con respecto a los inversionistas, a pesar de la participación mayoritaria de personas naturales en el sistema -como número de inversionistas-, las personas jurídicas concentran una mayor proporción del patrimonio administrado en muchos de los fondos mutuos existentes en el mercado peruano, lo cual eleva la inversión promedio por partícipe y afecta -en distintos grados- la concentración patrimonial de los fondos.

Las SAFM mantienen su participación de mercado

Con respecto a la participación de mercado de las 6 sociedades administradoras de fondos mutuos (SAFM) que operan localmente, al cierre de noviembre Credifondo se mantuvo como líder con un 44.7% del patrimonio administrado (S/.5,640.2 MM) y un 41.5% de los partícipes del sistema (113,229). Le siguen Continental Fondos (S/.2,752.5 MM y 65,484 partícipes), Interfondos (S/.1,885.2 MM y 46,174 partícipes), Scotia Fondos (S/.1,642.9 MM y 33,884 partícipes), ING Fondos (S/.638.2 MM y 12,404 partícipes) y Promoinvest (S/.64.0 MM y 1,612 partícipes).



Se incrementó la oferta de fondos, principalmente en el segmento de renta mixta/variable

En lo que va del año, 13 nuevos fondos mutuos entraron en operación: 6 de renta mixta en soles, 3 de renta fija en soles, 2 de renta mixta en dólares, 1 de renta variable en soles y 1 de renta variable en dólares. La industria local totaliza 39 fondos mutuos operativos: 11 administrados por Continental Fondos, 9 por Interfondos, 8 por Credifondo, 5 por Scotia Fondos, 4 por ING Fondos y 2 por Promoinvest.

Adicionalmente, a la fecha 5 fondos mutuos se encuentran en etapa pre-operativa: 2 de Continental Fondos (BBVA Garantizado 105 y BBVA Bolsa Soles) y 3 de Scotia Fondos (Scotia Fondo Mixto Crecimiento, Scotia Fondo Mixto Moderado y Scotia Fondo Acciones).

El despegue de los fondos de renta mixta

Tras dos años en que la BVL ofreció una elevada rentabilidad, los fondos que invierten en renta mixta (combinación de instrumentos de renta fija y acciones) y en renta variable (acciones) alcanzaron un mayor protagonismo en el mercado. En los primeros 11 meses de 2007, este grupo de fondos incrementó su participación en el patrimonio total del sistema de 5.6% a 28.3% y en partícipes de 4.5% a 28.7%. De manera conjunta, alcanzan un patrimonio de S/.3,570.6 MM, por cuenta de 78,356 partícipes. Si bien el dinamismo mostrado por este segmento de fondos se vería atenuado por la volatilidad mostrada desde julio por la BVL, esta evolución resulta destacable en el desarrollo de un mercado en el que, desde su creación, los fondos de renta fija concentraban cerca del 100% de partícipes y patrimonio.

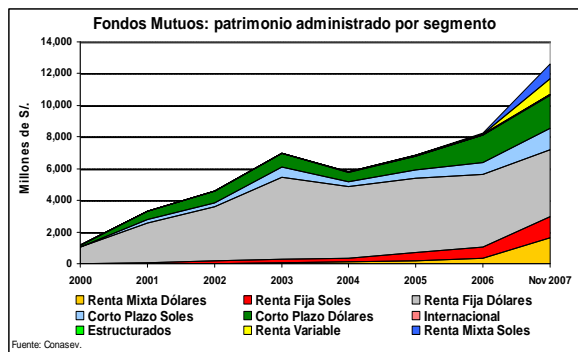
El mercado ofrece fondos de distintos perfiles de riesgo

Actualmente en el mercado se encuentran fondos mutuos que se ajustan a distintos perfiles de riesgo. Los segmentos de fondos que muestran una mayor competencia y número de fondos son los de renta fija en dólares (8), renta mixta en soles (7), renta fija en soles (6), corto plazo dólares (5) y renta mixta en dólares (5). Los fondos que invierten exclusivamente en renta variable se agrupan en los segmentos de renta

variable en dólares (1 fondo mutuo) y renta variable en soles (1 fondo mutuo).

El segmento de renta fija en dólares se mantiene como el más grande del mercado...

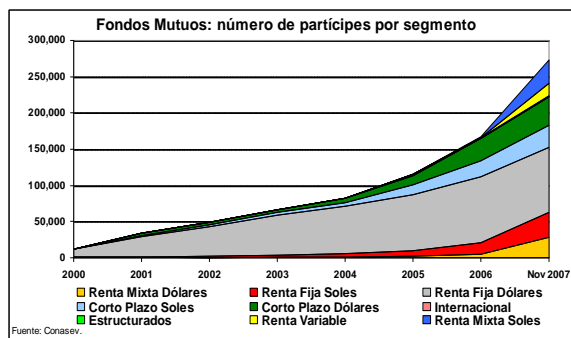
A noviembre de 2007, el segmento de fondos que invierten en instrumentos de renta fija en dólares (US\$1,412.4 MM, equivalentes a S/4,235.2 MM) mantiene la mayor participación en el patrimonio del sistema (33.6% del patrimonio total), ello a pesar de la contracción mostrada el presente año (US\$1,433.7 MM y 55.5% del patrimonio total en 2006). Otros segmentos con una importante participación en el patrimonio de la industria: corto plazo en dólares (16.6%, equivalente a S/2,093.5 MM), renta mixta en dólares (12.8%, equivalente a S/1,611.3 MM), renta fija en soles (10.7%, equivalente a S/1,356.0 MM) y corto plazo en soles (10.7%, equivalente a S/1,350.7 MM).



...aunque la caída del dólar les hizo perder terreno

La participación patrimonial ganada durante 2007 por los fondos de renta mixta y variable (en 22.8% del patrimonio de los fondos mutuos de manera conjunta) se produjo a costa de una menor participación de los fondos de renta fija en dólares (ésta cayó en la misma proporción). Dicha evolución responde a los menores retornos ofrecidos por los fondos de este segmento -consistentes con su perfil conservador- y la pérdida de valor del dólar (que reduce la rentabilidad real de los activos denominados en dólares), situación que venía observándose desde 2006 en el contexto antes mencionado de atractivos rendimientos bursátiles.

En cuanto a los partícipes del sistema, se observa una situación similar. El segmento de fondos de renta fija en dólares mantiene -a pesar de su contracción- cerca de un tercio del total de inversionistas del sistema: 32.8%, equivalente a 89,463 partícipes (54.0% y 90,383 partícipes en 2006). Entre los demás segmentos con mayor participación están el de corto plazo en dólares (14.4%, equivalente a 39,311 partícipes), renta fija en soles (12.7%, equivalente a 34,580 partícipes), renta mixta en soles (11.7%, equivalente a 31,791 partícipes), corto plazo en soles (11.2%, equivalente a 30,536 partícipes) y renta mixta en dólares (10.4%, equivalente a 28,437 partícipes).

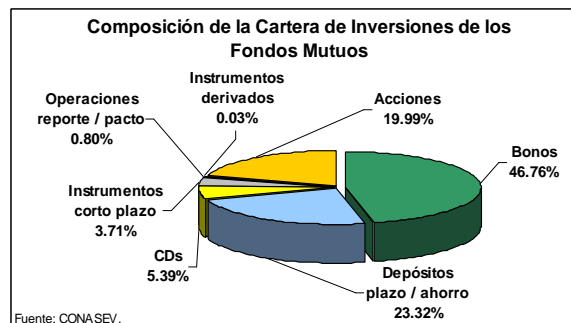


El mercado mostró un mayor apetito por riesgo

De esta manera, la distribución del patrimonio y partícipes del sistema de fondos mutuos refleja un mayor apetito por riesgo por parte de los inversionistas en los últimos dos años. Sin embargo, la posición dominante de los fondos de renta fija en dólares y corto plazo en dólares revela un perfil predominantemente conservador en el sistema. Asimismo, dado que estos segmentos mantienen las mayores participaciones a pesar de la caída del tipo de cambio, los inversionistas del sistema apostarían de manera implícita por instrumentos en dólares como refugio de valor ante eventuales contextos de volatilidad en los mercados financieros.

Los bonos son el principal instrumento de inversión

Las inversiones de los fondos mutuos comprenden principalmente bonos (46.8%) y depósitos a plazo y de ahorro (23.3%). Sin embargo, en lo que va del año resalta la disminución de la participación de estos instrumentos en la cartera del sistema (al cierre de 2006, éstos representaban 60.9% y 31.3% de las inversiones, respectivamente) en favor de un considerable incremento en la posición en acciones. Al cierre de octubre, la tenencia de instrumentos de renta variable aumentó en S/2,393.9 MM, a un nivel de S/2,549.5 MM, que representan un 20.0% de las inversiones del sistema (S/129.5 MM en 2006, 1.6% del portafolio total).



Marcada preferencia de los fondos mutuos por títulos de buena calidad crediticia

Tal como se observa en los demás inversionistas institucionales, las administradoras de fondos mutuos revelan una preferencia por instrumentos calificados



como categoría I⁶ y II⁷, a pesar que los reglamentos de inversión de los fondos conceden espacio para títulos con un rating inferior. Asimismo, cabe señalar que las SAFM se enfrentan a un mercado de capitales poco profundo en el que, a pesar de las reformas y avances logrados, persiste una escasez relativa de instrumentos de inversión y la insuficiente liquidez hace que subsistan ciertas distorsiones en los mecanismos de formación de precios.

Los niveles de rentabilidad se vieron afectados en la segunda parte del año

En cuanto a la rentabilidad de los fondos, a partir del segundo semestre de 2007 se observa una caída en los retornos ofrecidos por los fondos de renta mixta y variable. Esta situación está relacionada a la evolución del Índice General de la BVL, el cual muestra una tendencia a la baja desde el mes de julio. La rentabilidad nominal anual de este grupo de fondos resultó negativa en algunos meses en este periodo.

Por su parte, los retornos de los fondos de renta fija (corto y largo plazo) se vieron afectados -aunque en menor medida- por la evolución de las tasas de interés de mercado. En la segunda mitad del año, este hecho se vio reflejado en la valorización de las inversiones por parte de las SAFM: mientras las tasas de interés en dólares mostraron una ligera caída (alineadas con los recortes de tasas de la FED), las tasas en soles se elevaron levemente (guiadas por las decisiones del BCR sobre su tasa de interés referencial).

Debido a la caída del dólar, los fondos mutuos en soles ofrecen una mayor rentabilidad real

Como resultado, la rentabilidad promedio de los fondos de renta fija, tanto de corto plazo como de largo plazo y tanto en soles como en dólares, se mantiene alrededor del 4.0% y 5.5% nominal anual. Al tomar en cuenta la revaluación del nuevo sol, la rentabilidad real de los fondos mutuos que invierten en soles supera a la ofrecida por aquéllos denominados en dólares, la cual resulta incluso negativa en términos reales⁸.

Mercado en desarrollo y agenda pendiente

Junto con una mayor diversidad en las alternativas de inversión (distintos perfiles de riesgo, distintos plazos, mercado local o extranjero, entre otros), en los últimos años el sistema de fondos mutuos viene mostrando mejoras en términos de disponibilidad de información, transparencia y facilidad para la realización de operaciones (suscripciones y rescates).

Cabe señalar que el mercado peruano de fondos mutuos no cuenta aún con una metodología uniforme para la valorización de los portafolios y ésta sea tal vez una de sus mayores debilidades. Cada administradora maneja una curva de rendimientos referencial, a partir de la cual se establece la tasa de descuento para cada instrumento en cartera. De esta manera, cada SAFM cuenta con la discrecionalidad para ser más (menos) conservador en sus valorizaciones, lo cual le otorga un mayor (menor) margen para soportar pérdidas ante eventuales situaciones de *stress* del mercado.

Dicha discrecionalidad es otorgada a través de la regulación existente dictada por el Ente regulador pertinente (CONASEV) y si bien hace responsable al administrador de la valorización, dadas las características del mercado (pequeño, poco profundo, de reducida liquidez y sofisticación), origina distorsiones que poco contribuyen a un manejo eficiente y a su desarrollo.

Sin embargo, del continuo análisis de portafolio realizado por Equilibrium Clasificadora de Riesgo se desprende que las tasas de descuento aplicadas por las distintas SAFs muestran un grado aceptable de convergencia (tanto en soles como en dólares), a pesar de observarse diferencias en cuanto a la dispersión (concentración de las tasas aplicadas para un plazo determinado) y pendiente (nivel de tasas aplicado según la estructura de plazos).

⁶ Instrumentos de largo plazo clasificados desde AAA hasta AA- y de corto plazo clasificados como CP-1 +/-.

⁷ Instrumentos de largo plazo clasificados desde A+ hasta A- y de corto plazo clasificados como CP-2 +/-.

⁸ Al cierre de noviembre, la devaluación del dólar en los últimos 12 meses fue de 6.9%.



Contactos:

Renzo Barbieri O'Hara
rbarbieri@equilibrium.com.pe

Fernando Carrera Perbulli
fcarrera@equilibrium.com.pe
(511) 221-3676

