



Equilibrium Clasificadora de Riesgo

Análisis Sectorial: Mercado Peruano de Fondos Mutuos

Noviembre, 2008

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



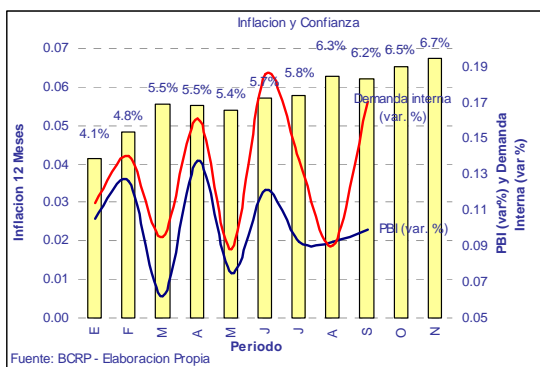
FONDOS MUTUOS: Un mercado en continuo aprendizaje

Entorno Global

Durante el año 2008, la economía peruana mostró una evolución favorable en un periodo caracterizado principalmente por el efecto global de la crisis hipotecaria norteamericana. En tal sentido, en un primer momento, la economía atravesó por un periodo de altas volatilidades, tanto en tasas de interés como de tipo de cambio, crecimiento dinámico y perspectivas conservadoras de inflación, factores que reflejaron los sólidos fundamentos de la economía peruana y lo atractivo de ésta para los agentes externos. En un segundo momento, se observó menores niveles de volatilidad en los precios de mercado, ligados a una fuerte reducción en la confianza de los agentes, como reflejo de la incertidumbre generada por la crisis financiera global. En este contexto, la industria de Fondos Mutuos en el Perú se vio fuertemente afectada, reduciendo su tamaño y dinamismo, mostrando limitaciones del mercado comentadas en informes sectoriales anteriores.

Entorno Económico y Financiero

La producción nacional ha mostrado una evolución creciente durante el 2008, mostrando una variación a septiembre de 9.9%, como reflejo del dinamismo en sectores como construcción (19.7%), pesca (23.8%), comercio (16.3%), hidrocarburos (11.9%) y otros como manufactura (9.0%) y electricidad y agua (10.2%), que permitieron alcanzar estos resultados, a pesar de fluctuaciones en la demanda y precios de los principales *commodities* que viene afectando la evolución de la actividad minera (4.7%), una de las principales en la economía peruana.



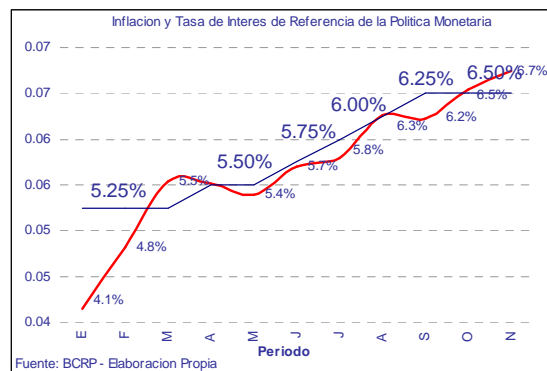
De otro lado, la inflación acumulada a octubre (últimos 12 meses) fue de 6.54%, la cual supera ampliamente el rango establecido por el Banco Central de Reserva (2.0% a partir de febrero de 2007, con una tolerancia de $\pm 1.0\%$).

En lo que va del 2008, el comportamiento de la inflación se ha visto afectado principalmente por los

riesgos previstos por el BCRP como son el deterioro de la economía mundial y los mayores precios de alimentos y combustibles.

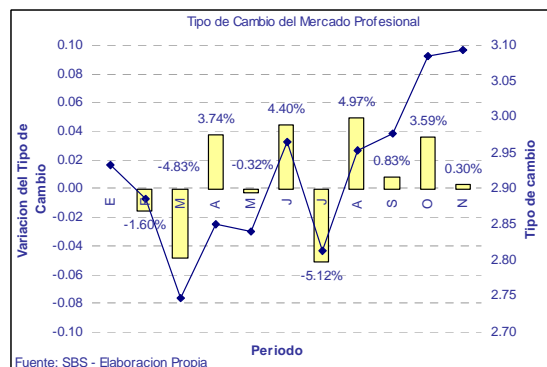
Así también, se observó un crecimiento constante de la demanda interna, como reflejo del mayor consumo privado e inversión pública.

En tal sentido, para septiembre 2008 se mostró una variación positiva de la demanda del 17.1%, habiendo sido superada esta variación durante el año, solamente a junio 2008, cuando presentó una variación positiva de 18.6%. Actualmente se observa una pronunciada disminución de los precios del petróleo y de algunos alimentos, sin embargo la devaluación observada en el nuevo sol así como los niveles de demanda interna podrían estar contribuyendo a que los niveles de inflación no disminuyan de manera sustancial en el corto plazo.



Tasas de interés y Tipo de cambio

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 hasta 6.25%. Por su parte la Federal Reserve (FED) de los EE.UU., buscando limitar el impacto financiero de la crisis *subprime* y ante la desaceleración de la economía estadounidense, redujo la tasa de interés de los *federal funds* de 3.50% a 1.00% (recortes sucesivos en los meses de enero, marzo, abril y octubre 08).





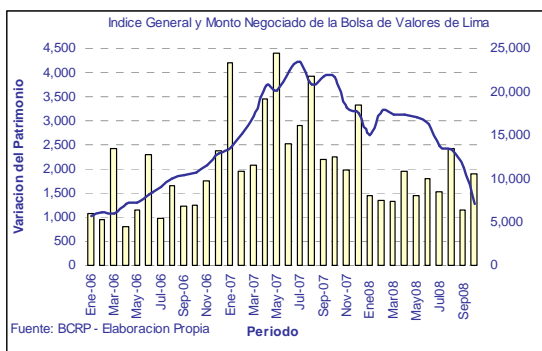
En consecuencia, durante la primera parte del 2008, el diferencial entre las tasas de interés en soles y dólares mantuvo el interés de capitales externos exponiendo a la economía a los vaivenes del arbitraje (carry trade), dadas las expectativas apreciatorias del tipo de cambio, sin embargo con el recrudecimiento de la crisis financiera, los flujos extranjeros buscaron refugio en el dólar americano, apreciando dicha moneda, eliminando las posibilidades de negociación (trading) y reduciendo los flujos de liquidez dado el incremento del riesgo.

De este modo, al cierre de noviembre, el tipo de cambio del mercado cambiario profesional se cotizó en S/3.0935, lo que determinó una apreciación superior al 5.0% del dólar norteamericano, para el periodo Ene – Nov 08.

De otro lado, al cierre de octubre, producto del flujo de capitales, la liquidez total del sistema financiero local alcanzó los S/162,610 millones, que representa una caída del 4.97% respecto al punto más alto de junio del presente que mostró una liquidez de S/170,335 millones y un incremento de 7.71% respecto de diciembre del 2007. La mayor disponibilidad de recursos permitió al sistema bancario respaldar el crecimiento de la actividad económica: el crédito bancario total alcanzó los S/88,931 millones, monto que reflejan un crecimiento de 25.97% respecto de diciembre 2007.

Desempeño de los mercados de deuda

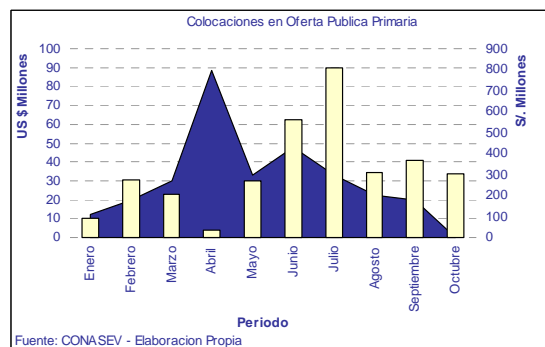
Dado el contexto internacional y la volatilidad de los mercados, la Bolsa de Valores de Lima mostró una fuerte caída desde mediados del 2007. El Índice General cayó 53.0%, alcanzando la capitalización bursátil S/156.8 mil millones.



De otro lado en el mercado de instrumentos de deuda, las emisiones en el mercado primario se redujeron considerablemente, cayendo principalmente las emisiones en moneda local a partir del segundo semestre, explicado por el desincentivo que significaría una emisión en un contexto de apreciación de la moneda extranjera, y el respectivo castigo implícito por la constante pérdida de valor en comparación con activos de en moneda extranjera,

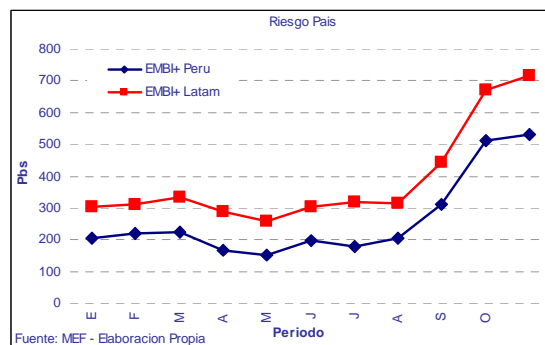
además de la imposibilidad de emitir a plazos muy largos, dado el rápido incremento de los rendimientos a nivel global, en un contexto de alta volatilidad de mercados y fuerte aversión por el riesgo.

En contraste, si bien es cierto las emisiones en moneda extranjera también se redujeron considerablemente en octubre, respecto de lo emitido en julio, estas no desaparecieron, dado el apetito de los inversionistas por activos en esta denominación y a tasas acorde a los requerimientos de mercado.



Percepción del riesgo Perú en la región

La percepción de riesgo da un giro de 180 grados como consecuencia inmediata de la crisis financiera de EE.UU. en el mundo. Es así que a pesar de los sólidos fundamentos de la economía peruana y su positiva percepción externa, los nuevos niveles mundiales de aversión al riesgo, condujeron a un incremento del riesgo país a finales de julio, dada la percepción de Perú como economía emergente. Sin embargo, durante todo este periodo el EMBI+ Perú se mantuvo por debajo del EMBI+ Latam, mostrando mayor confianza en el país dentro del grupo de economías emergentes.



En tal sentido, al mantener una posición relativa favorable respecto al promedio latinoamericano y entre los mercados emergentes y dado que la calificación de los bonos emitidos por Perú (grado de inversión BBB- por la mayoría de clasificadoras internacionales) se mantiene estable, refleja el avance económico del país y las perspectivas positivas dentro de la región.

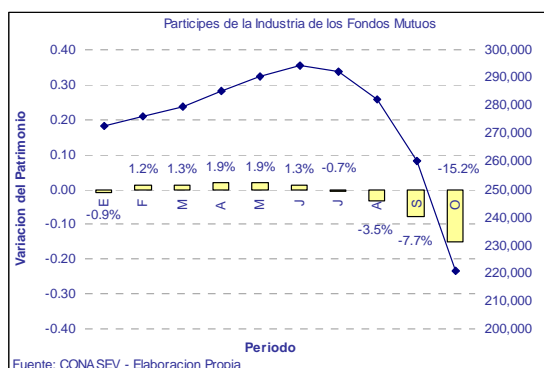


Fondos Mutuos

Crisis y Desempeño de la Industria de Fondos Mutuos

Dado el contexto local e internacional comentado líneas arriba, los fondos mutuos, iniciaron el periodo 2008, mostrando una evolución positiva, impulsada por el contexto y el buen desempeño mostrado en los últimos años, pretendiendo afianzarse como una alternativa de inversión y ahorro para partícipes jurídicos y naturales.

Sin embargo, dadas las expectativas inflacionarias en Perú y de recesión en EE.UU., la alta volatilidad del mercado cambiario, el importante ingreso de flujos especulativos durante el primer semestre, la crisis financiera internacional originada en EE.UU., la reducción de la liquidez mundial y un sustancial incremento de la aversión por el riesgo, distorsionaron el desempeño de la industria y la preferencia de los inversionistas.



En tal sentido, se observó un crecimiento sostenido de la participación de inversionistas para el periodo Ene-Jul 08 creciendo durante este periodo 7.2%, dado que durante el primer semestre, se observaron dos factores resaltantes:

(1) fuertes expectativas apreciatorias del tipo de cambio y (2) bajos niveles de tasas de interés, resultando beneficiados los participes por realizar y mantener inversiones en moneda local y por la apreciación constante del valor de los portafolios de inversión de la industria, en contraste en el periodo Jul-Oct 08, en que se produjo una caída de 24.48%, debido a:

(1) Incremento sostenido de los niveles inflacionarios, (2) devaluación y cambio de las expectativas del comportamiento del tipo de cambio y (3) incremento de las tasas de interés, dado el contexto global.

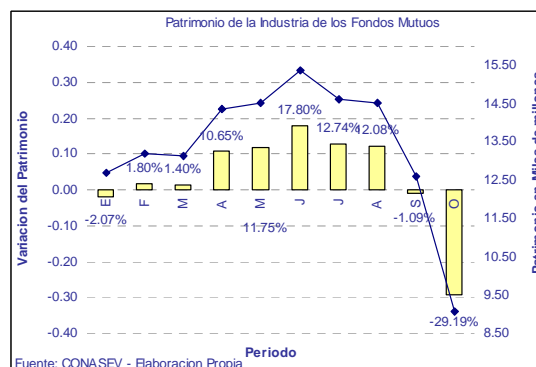
Como resultado, se observaron dos mercados comportamientos durante el año, teniendo un crecimiento de 21.19% de la industria para el periodo Ene-Jun 08, modificándose la tendencia e iniciándose

un periodo constante de reducción de los portafolios administrados, pasando de S/.15,384.8 millones en junio 2008 a S/.9,058.6 millones en octubre, es decir una caída del patrimonio de la industria del 41.12% en un periodo de 4 meses, algo similar sólo a lo ocurrido a la crisis de 1998, diez años atrás.

Esta coyuntura reflejó ciertas características del mercado y de la industria local que se comentaron en informes sectoriales anteriores, como son:

(1) la poca penetración de la industria en el mercado en comparación con las principales economías de la región (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), reflejando el potencial desarrollo de esta industria,

(2) la información proveída a los participes 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 los inversionistas han estado acostumbrados durante largo tiempo.



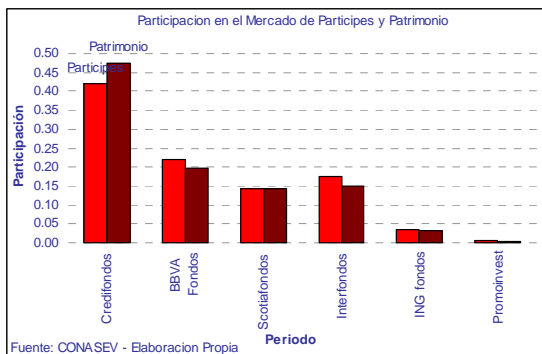
De otro lado, respecto a las características de los inversionistas, a pesar de la participación mayoritaria de personas naturales en el sistema -como número de inversionistas-, las personas jurídicas son las que concentran una mayor proporción del patrimonio administrado en muchos de los fondos mutuos 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

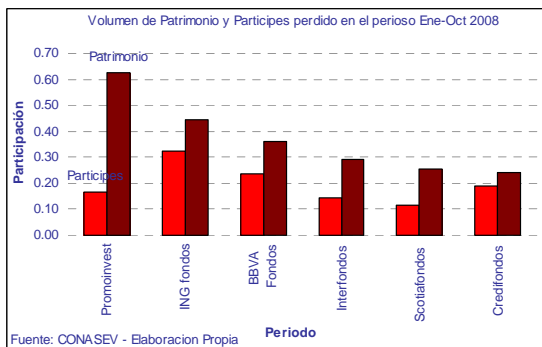
Con respecto a la participación de mercado de las 6 sociedades administradoras de fondos mutuos (SAFM) que operan localmente, a octubre Credifondo se mantuvo como líder con un 47.43% del patrimonio administrado (S/.4,296.4 MM) y un 42.06% de los participes del Sistema (92,866). Le siguen Continental Fondos (S/.1,780.2 MM y 48,544 participes), Interfondos (S/.1,366.6 MM y 38,748 participes), Scotia Fondos (S/.1,312.3 MM y 31,771 participes),



ING Fondos (S/.287.02 MM y 7,641 partícipes) y Promoinvest (S/.16.1 MM y 1,239 partícipes).



Es importante señalar que si bien se mantuvo la participación de mercado para patrimonio y partícipes en el caso de cada fondo mutuo, las administradoras más afectadas por la disminución del portafolio administrado durante este periodo, como porcentaje del patrimonio total de cada administradora a enero 2008 fue Promoinvest, seguido de ING Fondos y BBVA Fondos. Para el caso de partícipes las administradoras más afectadas fueron ING Fondos, seguido de BBVA Fondos y Credifondo.



La oferta de fondos mutuos

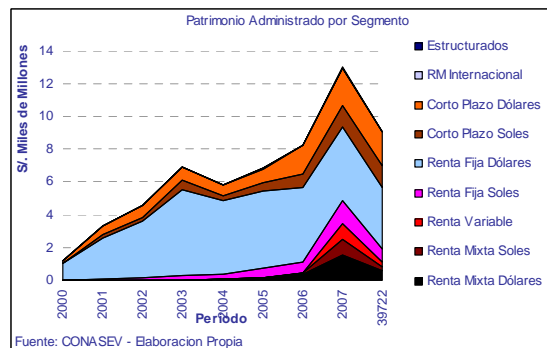
A enero 2008 la industria de fondos mutuos, ofrecía 40 tipos de fondos, incrementándose en octubre a 45 fondos mutuos operativos: 10 de renta mixta en soles, 6 de renta fija en soles, 8 de renta fija en dólares, 6 de renta mixta en dólares, 1 renta mixta internacional, 3 de renta variable en soles, 1 de renta variable en dólares, 4 corto plazo en soles, 5 corto plazo en dólares y 1 de estructurados, entre los 11 administrados por Continental Fondos, 10 por Interfondos, 10 por Credifondo, 7 por Scotia Fondos, 4 por ING Fondos y 3 por Promoinvest.

Con el incremento de la volatilidad de los mercados y los retornos reales nulos y en algunos casos negativos, dado el incremento de la inflación, los inversionistas optaron por otras alternativas, tales como depósitos de ahorro e inversiones con un menor riesgo acotado. 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 dado el patrimonio administrado a octubre son los de renta fija en dólares (S/.3,686.84 Millones), corto plazo dólares (S/.2,039.20 millones) y corto plazo soles (S/.1,344.60 millones), siendo los de menor patrimonio los de renta mixta internacional (S/.4.7 millones), estructurados (S/.35.13 millones) y renta variable (S/.295.12 millones)

La Segmentación de Mercado

A octubre del 2008 el segmento de fondos que invierten en instrumentos de renta fija (incluye corto plazo) en dólares (S/.5,726.04 millones) mantiene la mayor participación en el patrimonio del sistema (63.21% del patrimonio total), seguido de renta fija en soles con 23.93% de participación.

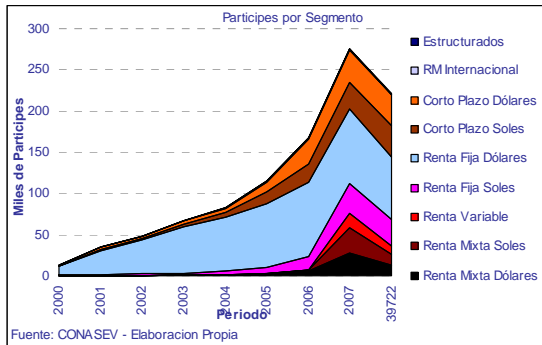


La participación patrimonial ganada durante el 2005, 2006 y consolidada el 2007 por los fondos mutuos se produjo con una marcada preferencia por el segmento de renta fija en dólares, corto plazo dólares, renta fija soles y corto plazo soles resaltando el importante crecimiento del segmento de renta variable durante el 2007, para luego en el 2008, dado el contexto financiero adverso, verse significativamente afectado por la menor preferencia en los segmentos de renta variable, renta mixta soles y dólares.

En cuanto a los partícipes del Sistema, se observa un comportamiento similar. Sus preferencias respondieron en un primer momento a la menor preferencia por fondos con instrumentos de renta variable y en contraparte (dada la apreciación de la moneda local y su consiguiente aumento de valor), por fondos en soles, posteriormente dado el incremento de la inflación, el aumento de las tasas de interés y la volatilidad de los mercados se vio reducida la preferencia por la moneda local, retornando los partícipes a los fondos denominados en moneda extranjera o inversiones en depósitos a plazo y ahorros, dados los mayores rendimientos ofrecidos en comparación con los recientes resultados de los fondos mutuos. En tal sentido, a octubre, los fondos de renta fija mantienen una participación del 66.44%, equivalente a 182,799 partícipes, seguido de los fondos de renta variable con el 13.46% de participación, equivalente a 37,036 partícipes.



Entre los segmentos con mayor participación están el segmento renta fija dólares (34.43%, equivalente a 76,035 participes), seguido de corto plazo dólares (17.11%, equivalente a 37,774 participes), corto plazo soles (16.96% equivalente a 37,452 participes), renta fija soles (14.28%, equivalente a 31,538 participes).



Dicha evolución refleja la preferencia de los participes durante el presente año, observándose una importante preferencia por ahorro en renta fija para el periodo 2000 – 2003 y un deterioro de esta preferencia en beneficio de inversiones en renta variable para el periodo 2004 – 2007 reduciéndose abruptamente ambos segmentos durante el 2008.

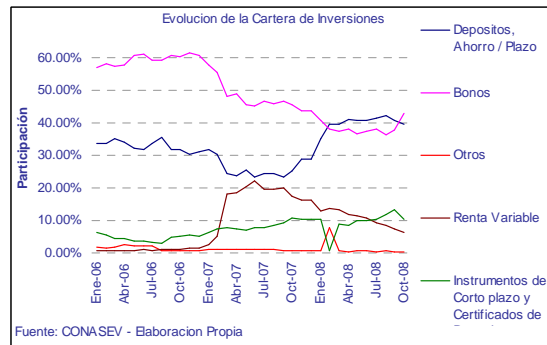
Sin embargo, la posición permanentemente dominante de los fondos de renta fija en dólares y corto plazo en dólares revela un perfil predominantemente conservador en el sistema. Es así que, dado que estos segmentos mantienen las mayores participaciones a pesar de la caída del tipo de cambio, los inversionistas del sistema apostarían de manera natural por instrumentos en dólares como refugio de valor ante eventuales contextos de volatilidad en los mercados financieros.

Instrumento de inversión

Las inversiones de los fondos mutuos comprenden, a octubre, principalmente bonos (43.22%) y depósitos a plazo y de ahorro (39.75%), resaltando la disminución de la participación de los primeros instrumentos en la cartera del sistema (en noviembre 2006, éstos representaban 61.6% de las inversiones) en favor de un considerable incremento en la posición de los depósitos a plazo y de ahorro y los instrumentos de corto plazo y certificados de deposito (10.39%). Al cierre de octubre, la tenencia de instrumentos de renta variable continuo disminuyendo a un nivel de S/552.15 MM, que representan un 6.13% de las inversiones del sistema (S/2,496.6 MM en junio 2007, 22.31% del portafolio total).

De otro lado, las administradoras de fondos mutuos revelan una preferencia por instrumentos calificados como categoría I¹ y II², a pesar que los reglamentos de

inversión de los fondos conceden espacio para títulos con una calificación menor.



En el informe sectorial de Fondos Mutuos del 2007, Equilibrium señalaba 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 reducida liquidez hace que subsistan ciertas distorsiones en los mecanismos de formación de precios, características que se exacerbaban en los meses recientes, durante los cuales, debido a las necesidades de liquidez de las administradoras para honrar el retiro de participes, se creó una sobreoferta de instrumentos que a pesar de ser de alta calidad, frente a una demanda limitada, en un entorno de volatilidad de tasas, presionó los precios de los instrumentos a la baja y terminó afectando la valorización de los portafolios de las administradoras.

En tal sentido, la rentabilidad de los fondos, tuvo un comportamiento mixto durante el periodo 2008, mostrando a fines del primer trimestre, rendimientos negativos para los fondo de renta variable y mixtos en contraste con los rendimientos positivos de los fondos de renta fija de largo y corto plazo, posteriormente en relación con el contexto económico financiero y el sustancial incremento de los rendimientos de mercado y su posterior impacto en las valorizaciones de los portafolios, se vieron finalmente afectados los fondos de renta fija de mayor plazo o duración y en menor medida pero mostrando rendimientos bajos en términos nominales y negativos en términos reales los fondos de corto plazo.

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

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



Conclusiones y agenda pendiente

La experiencia del sector de fondos mutuos durante el 2008, ha brindado resultados interesantes acerca de las bondades y deficiencias del sistema de fondos mutuos tanto por el lado de los gestores como por el lado de los partícipes, tales como:

- Limitaciones en la información que tienen los partícipes, dado el sesgo de los canales de colocación por brindar una alternativa financiera a estos.
- La necesidad de una metodología uniforme para la valorización de los portafolios.
- Poca profundidad del mercado, que no permite fijar precios de manera transparente y oportuna.
- Mercado local con pocas alternativas de inversión, dados los bajos niveles de emisiones en el mercado primario.
- Reducido número de agentes en el mercado.

Al respecto, los gestores de fondos mutuos, han reaccionado y se encuentran en vías de implementar ciertas medidas con consecuencias positivas en el sector, tales como:

- Mayor diversidad de alternativas de inversión (distintos perfiles de riesgo, distintos plazos, mercado local o extranjero, entre otros), permitiendo a diferentes partícipes con diferentes sensibilidades al riesgo acceder a alternativas más conservadoras.
- Contratación por parte de las sociedades administradoras de fondos mutuos (cuatro afiliadas a bancos y una no afiliada), del servicio privado de información relevante y complementaria para actividades de valuación, medición de desempeño y análisis comparativos de rendimientos. Mediante el cual se espera lograr, una adecuada y oportuna valorización, homogeneizando metodologías y agilizando el mercado secundario de títulos. Sin embargo, es importante señalar, que de acuerdo a la normativa vigente, la contratación de este servicio, no limita a los fondos a que en el momento en que estos lo decidan puedan utilizar nuevamente sus propias metodologías de valuación y desvirtuar la homogenización que brinda un proveedor de precios privado.



Evolución de la Clasificación

| Fondos Mutuos | Riesgo Crediticio | | | | Riesgo de Mercado | | | |
|-----------------------------|-------------------|--------|--------|--------|-------------------|--------|--------|--------|
| | Dic-07 | Mar-08 | Jun-08 | Set-08 | Dic-07 | Mar-08 | Jun-08 | Set-08 |
| Renta Fija Soles | | | | | | | | |
| BCP Conservados Soles | | | AA+ ▶ | AA+ ▶ | | | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ |
| BBVA Soles | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm5 ▼ |
| Interfondo Soles | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | AA- ▼ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm5 ▼ | Rm6 ▼ |
| ING Renta Soles | | | AA+ ▶ | AA ▶ | | | Rm4 ▶ | Rm6 ▼ |
| Renta Fija Dolares | | | | | | | | |
| ScotiaFondo Premium Dolares | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm4 ▼ |
| Interfondo Renta Fija | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ |
| BCP Conservador Dolares | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| BBVA Dolares | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| ING Renta Fund | AA ▲ | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | Rm4 ▲ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm6 ▼ |
| Corto Plazo Soles | | | | | | | | |
| BCP Corto Plazo Soles | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| BBVA Tesorería Soles | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ |
| BBVA Cash Soles | | | AA ▶ | AA ▶ | | | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| ScotiaFondo Cash Soles | AA+ ▲ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ | Rm4 ▶ |
| Interfondo Cash Soles | | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| Corto Plazo Dolares | | | | | | | | |
| ScotiaFondo Cash Dolares | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| BCP Corto Plazo Dolares | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm2 ▶ | Rm2 ▶ | Rm2 ▶ | Rm2 ▶ |
| BBVA Cash Dolares | | | AA ▶ | AA ▶ | | | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |
| BBVA Dolares Monetario | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | AA+ ▶ | Rm2 ▶ | Rm2 ▶ | Rm2 ▶ | Rm2 ▶ |
| Interfondo Cash | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | AA ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ | Rm3 ▶ |

Reportes Relacionados

www.equilibrium.com.pe/FondosMutuosoct04.pdf

www.equilibrium.com.pe/fdosmutuos05.pdf

www.equilibrium.com.pe/fdosmutuosdic07.pdf

Para acceder a estos reportes, haz clic en el vínculo correspondiente.

Contactos

Sandra Jauregui Puertas
sjauregui@equilibrium.com.pe
Diego Galarza Meza
dgalarza@equilibrium.com.pe
Iván Esqueche Puente
iesqueche@equilibrium.com.pe
 (511) 221-3676

