

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA

FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y CIENCIAS SOCIALES



EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES Y SU INFLUENCIA
EN EL MERCADO DE CAPITALES PERUANO

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE:

INGENIERO ECONOMISTA

POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACION DE
CONOCIMIENTOS

ELABORADO POR:

OSCAR RAUL PINEDO MEZA

LIMA - PERU

2004

*Dedicado a Zoila Rosa y Enrique, en
reconocimiento a las virtudes inculcadas
y a su apoyo incondicional.*

Un agradecimiento sincero a todas esas personas tan especiales para mí, que en muchas formas contribuyeron a la realización de éste trabajo. A mi familia, a mis amigos y a mis tutores, les reitero mi gratitud por siempre.

INDICE

INTRODUCCION	
1- MARCO TEÓRICO	3
1.1 Enfoque Ahorro Inversión	3
1.2 Los Esquemas de Intermediación Financiera	4
1.3 Consideraciones Importantes de la Inversión en Valores	6
1.3.1 Teoría de la Cartera	7
1.3.1a Rentabilidad.....	7
1.3.1b Riesgo y el Enfoque Media Varianza.....	8
1.3.1c El Coeficiente de Correlación.....	13
1.3.2 Teoría de la Distribución de Activos (Asset Allocation)	14
2- EL MERCADO DE CAPITAL PERUANO	15
2.1 Consideraciones Genéricas.....	15
2.2 Marco Legal.....	16
2.3 Organización.....	18
2.3.1 Los Reguladores.....	18
2.3.2 Los Emisores.....	19
2.3.3 Los Intermediarios.....	20
2.3.4 Los Inversionistas o Demandantes.....	21
2.4 Diagnóstico del Mercado de Valores.....	22
2.4.1 Estructura General del Mercado de Capitales Peruano.....	22
2.4.1a Principales Indicadores de Actividad	22
2.4.1b El Nivel de Emisiones Representativas.....	23
2.4.1c El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL).	25
2.5 Conclusiones del Mercado de Valores.....	28
3- EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES	28
3.1 Enfoque General Global.....	28
3.2 Definición.....	29
3.3 Características Genéricas.....	29
3.4 El Sistema Peruano.....	30
3.5 Evolución del Sistema Privado de Pensiones.....	30
3.6 La Cartera de Inversiones.....	31
4- LA AFPS Y EL MERCADO DE CAPITAL PERUANO	33
4.1 El Punto de Enlace: La Demanda de Acciones y Bonos.....	34
4.2 Relación con el Mercado de Renta Variable.....	36
4.2.1 Inversiones de las Afps en Renta Variable y su relación con el IGBVL.....	38
4.2.2 Inversiones de las Afps y la Formación de Precios de Mercado.....	42
4.3 Relación con el Mercado de Renta Fija.....	44
5- CONCLUSIONES GENERALES	47

INTRODUCCIÓN

La idea detrás de esta monografía es hacer un recuento del funcionamiento del mercado de valores interno, poniendo énfasis a la estricta relación que su desarrollo ha tenido en los últimos años, con la evolución del sistema privado de pensiones.

El tema se enmarca dentro de la teoría de las finanzas modernas, para lo cual se intentará dar una revisión previa de algunas teorías que nos permitan visualizar claramente las conclusiones posteriores.

Tras hacer un breve recuento tanto del funcionamiento del mercado de capitales, así como de algunos aspectos relevantes de las Aseguradoras de Fondos de Pensiones, se buscará hacer un análisis conjunto de la interdependencia entre ambos entes, procurando validar cuantitativamente algunas premisas establecidas a priori, o en todo caso descubriendo la negación de las mismas.

La primera sección del presente trabajo desarrolla el marco teórico donde se intenta dar una visión general de los elementos teóricos claves, para el posterior entendimiento de la temática a tratar en capítulos posteriores. La teoría del portafolio y el esquema de ahorro inversión son algunos puntos que cobran relevancia en esta sección.

La segunda sección recoge una breve descripción del mercado de valores peruano, sus principales partícipes, así como los principales indicadores.

El tercer capítulo brinda una visión muy global del funcionamiento y desempeño de las AFP, para que posteriormente en la sección cuatro adentrarnos en la validación de ciertas conjeturas planteadas en relación a la interdependencia entre las inversiones en instrumentos financieros de los fondos de pensiones y el desarrollo del mercado de capitales. En éste acápite se intenta probar de manera preliminar la importancia que han tenido las AFPs como agente dinamizador de éste mercado, tanto en el mercado secundario de renta variable, como en el de emisiones primaria de deuda representativa.

Un tema en particular a desarrollar, considera que las Aseguradoras Privadas de Fondos de Pensiones pueden tener una relativa incidencia en la volatilidad de precios de algunas acciones representativas de la bolsa, así como también en la divergencia de los precios de mercado las acciones contra sus valores en libros, favoreciendo ésta situación a los accionistas poseedores, sin que ésta influencia provenga necesariamente de una mejora en los fundamentos de las compañías a cuyo capital representan las acciones en mención, sino más bien sea una respuesta únicamente al impulso de las compras de grandes inversores como lo son los fondos privados de pensiones. Si de alguna manera se prueba que las preferencias por determinados valores en las carteras de las AFP están asociadas a la mayor divergencia entre precios y valores contables de tales acciones, este podría ser un punto de partida para profundizaciones al respecto de la importancia en la determinación de los precios de mercado de las mismas.

Finalmente en el último capítulo se establecen las conclusiones del presente documento, y se resaltan algunos puntos importantes en torno a la importancia de la relación que existe entre ambos entes (Aseguradoras de Fondos de Pensiones y Mercado de Capitales), intentando cuantificar ésta hipótesis para aceptarla o rechazarla.

1- MARCO TEÓRICO

1.1 Enfoque del Ahorro Inversión

En una economía simple y cerrada, para el entendimiento de manera referencial, al ahorro agregado sería por necesidad igual a la inversión agregada.

El producto de la economía (Q) se divide entre consumo corriente (C) e inversión (I), de modo que $Q = C+I$. Al mismo tiempo, el ingreso percibido por las familias, que es también igual a Q, debe dividirse entre consumo y ahorro, de modo que $Q = C+S$. Vemos inmediatamente de las relaciones antes planteadas que $I=S$, es decir la inversión debe ser siempre igual al ahorro. Tanto el ahorro como la inversión representan aquella parte del producto nacional que no se utiliza para consumo corriente. (Sachs 1999)¹

El ahorro y la inversión en una economía no corresponden necesariamente a las mismas familias ni empresas. Algunas familias pueden desear ahorrar careciendo de proyectos de inversión por realizar, mientras que otras pueden tener proyectos de inversión pero carecer de ahorros. Los mercados financieros resuelven el problema de canalizar los ahorros hacia quienes buscan invertir. Por su intermedio, los ahorrantes (poseedores de fondos) acumulan activos financieros mientras que los inversionistas (demandantes de fondos) acumulan pasivos financieros.

Los sistemas de pensiones representan una vía que recoge esta mecánica de funcionamiento, puesto que al ser el ahorro previsional una obligación legal, pues éste se canaliza a través de las AFP en inversiones que realizan las mismas, en la búsqueda de garantizar el disfrute futuro de sus aportantes, y por medio de este proceso las empresas demandantes de recursos pueden canalizarlos hacia sus nuevos proyectos.

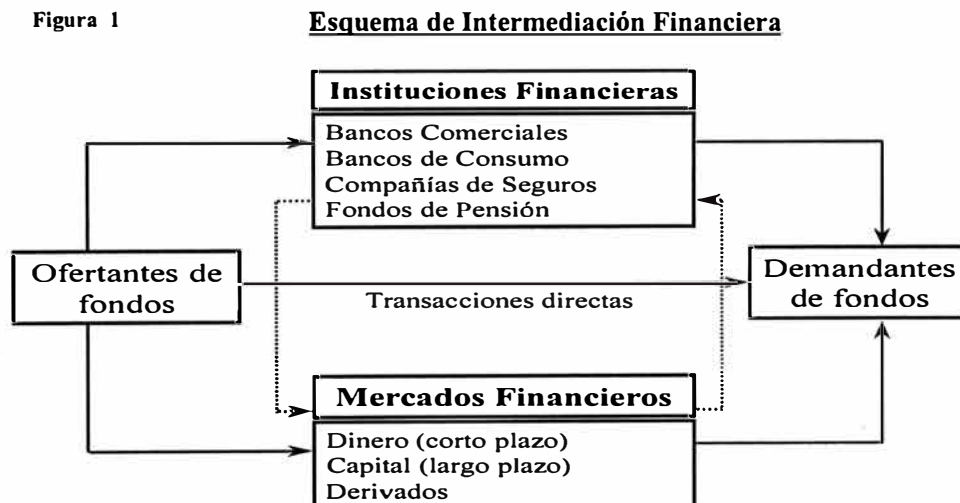
¹ Autor del libro "Macroeconomía en la Economía Global" 1999, en donde en el capítulo 6 hace una revisión detallada del enfoque ahorro inversión en las economías.

El sistema privado de pensiones se convierte en el *demandante de ahorros*² de las familias para su inversión en los mercados de capitales, evidenciándose tras éste proceso, un claro ejemplo de la puesta en marcha del mecanismo ahorro inversión.

1.2 Los Esquemas de Intermediación Financiera

Los esquemas de intermediación, son aquellos por los cuales se da viabilidad al mecanismo de ahorro inversión. En tal sentido, por medio de ellos se logra canalizar los recursos de manera directa o indirecta hacia los demandantes de los mismos. La intermediación indirecta es aquella que se da principalmente a través del sistema financiero y bancario, y por la cual el agente colocador de fondos no asume el riesgo directo del destino de sus recursos, sino que traspasa esta responsabilidad a los intermediarios bancarios. Son ellos quienes finalmente deciden donde colocar dichos excedentes bajo su propia responsabilidad, ganando en el transcurso de la operación el premio por el riesgo asumido. La figura 1 nos ilustra genéricamente los esquemas de intermediación financiera:

Figura 1



Sin embargo es el esquema de intermediación directa en el cual se enmarca nuestro estudio, y ésta tiene lugar cuando el agente superávitarario asume directamente

² Las AFPs se convierten en demandantes de ahorros de una manera especial, puesto que éstos aportes constituyen en sí una obligación legal de los trabajadores.

el riesgo que implica otorgar recursos al agente deficitario. El contacto entre ambos se puede efectuar directamente a través de diferentes medios e instrumentos del mercado de capitales. En este mercado participan instituciones especializadas como las compañías de seguros, los fondos de pensiones, los fondos mutuos y los fondos de inversión, quienes son los principales colocadores de fondos o agentes superavitarios.

Son ilustrativas las consideraciones de *Lopez Aliaga, Souza Debarbieri*³ al comentar las ventajas del sistema de intermediación directa:

- Constituye un mercado mayorista en el que se negocian grandes sumas de dinero, con mecanismos de distribución más eficientes, en el cual los costos de operación son menores que los de intermediación indirecta.
- Permitir al agente deficitario acceder a grandes sumas de dinero, quien por lo general, no necesita preñar sus activos en garantía para acceder a dicho capital.
- Mayor variedad y desarrollo de instrumentos financieros que dan al agente deficitario una amplia gama de alternativas para acceder a los fondos requeridos.
- Permitir una más eficiente canalización del ahorro a largo plazo hacia la inversión a largo plazo.
- Permitir a los inversionistas el elegir la combinación de rentabilidad esperada y el grado de riesgo que desea asumir, logrando así los mejores rendimientos

Por otro lado, el proceso de canalización de excedentes (vía la intermediación directa) reúne de manera general a los siguientes partícipes:

³ López Aliaga & Souza Debarbieri son coautores del libro “Banca de Inversión en el Perú” en el cual tratan de manera explícita las ventajas de la intermediación directa

Los Inversionistas Institucionales: Que son los agentes superavitarios mayoristas tales como las Aseguradoras de Fondos de Pensiones en adelante AFPs, fondos de pensiones internacionales, compañías de seguros, fondos mutuos, fundaciones etc, los que colocan sus excedentes en el mercado de capitales en búsqueda de una mayor rentabilidad, en base a un análisis de riesgo realizado por especialistas en éste tipo de estudios.

El Mercado de Capitales. Es el mercado donde se negocian títulos valores, que se puede diferenciar en dos grandes segmentos:

El mercado primario: Es un mercado donde se colocan valores recién emitidos y que permite captar nuevos recursos ya sea para constituir una nueva empresa o para que las empresas puedan captar fondos para realizar sus inversiones, ampliaciones o cumplimiento de obligaciones.

El mercado secundario; Es aquel que da liquidez a los valores ya emitidos primariamente. Sin un mercado secundario, la existencia de un mercado primario perdería atractivo por la iliquidez de los valores adquiridos. El precio en este mercado se determina por la interacción de la oferta y la demanda.

Las Clasificadoras de Riesgo: Que son las instituciones encargadas de clasificar determinadas emisiones primarias, principalmente de instrumentos de renta fija y que permiten a los inversionistas tomar mejor sus decisiones de colocación de fondos con una mayor información del riesgo asumido.

Los Entes Regulatorios: Son los llamados a velar por la transparencia el funcionamiento del mercado de valores, función que recae en la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores en el Perú.

1-3 Consideraciones Importantes de la Inversión en Valores

El manejo de inversiones vía los mercados de capitales descansa sobre una serie de consideraciones que repercuten en las decisiones de inversión en valores, cuyo conocimiento es tarea de los encargados de administrar fondos y buscar los retornos

adecuados para dichas inversiones. En tal sentido revisemos algunos conceptos teóricos que sirven de base general, para cualquier gestión con instrumentos financieros:

1.3.1 Teoría de la Cartera

1.3.1a- Rentabilidad

Una cartera o portafolio de inversiones en títulos bursátiles, es un conjunto de títulos (acciones y bonos) invertidos con un objetivo de inversión o ahorro. En teoría financiera, los elementos claves en la decisión de inversión en títulos bursátiles son la utilidad y el riesgo. Esto se traduce, a través de la racionalidad económica, en maximizar las utilidades esperadas y minimizar el riesgo, bajo el supuesto de que existe un inversionista que es *averso*⁴ al riesgo. Esta maximización de utilidades se traduciría únicamente en objetivos de altas rentabilidades, si no se considerara el riesgo asumido.

Entonces, la rentabilidad de un título (R_i), en un intervalo dado, es igual a la diferencia entre el valor de mercado del título al final del intervalo (V_{fi}), respecto a su valor al comienzo del intervalo (V_{oi}), dividido por el valor de mercado al comienzo del intervalo. Esta ecuación se expresa a través de la siguiente fórmula:

$$R_i = \frac{V_{fi} - V_{oi}}{V_{oi}}$$

Pero al analizar de forma integrada un conjunto de títulos, la rentabilidad de una cartera se mide a través de un promedio ponderado entre la proporción invertida en cada título respecto al total de la cartera y el rendimiento R_i de cada título i , como se aprecia en la siguiente fórmula

⁴ Un inversionista es averso al riesgo cuando quiere incurrir en la mínima probabilidad de pérdida para determinada inversión. Markowitz 1959

$$R_c = w_1R_1 + w_2R_2 + \dots + w_n R_n$$

Donde:

R_c = Rendimiento de la cartera

W_i = Peso Específico del activo **i** = $M_i / \sum M_i$

Donde **M_i** son los montos invertidos en cada título

i = 1...n

$\sum W_i = 1$

R_i = Rendimiento del activo **i**

Si el retorno fuera la única variable en la que se fijaran los inversionistas para tomar sus decisiones de inversión, pues entonces la búsqueda de los mayores rendimientos sería la conducta racional de los agentes. Sin embargo existen otras consideraciones que cobran relevancia y que colocan en constantes disyuntivas a los mismos; una de ellas es el riesgo como veremos a continuación.

1.3.1b –Riesgo y el Enfoque Media Varianza

El riesgo⁵ es un concepto que intenta recoger el grado de incertidumbre que estamos dispuestos a asumir de manera particular cuando nos enfrentamos a decisiones sobre eventos de los cuales no sabemos con certeza su comportamiento futuro. Mientras mayor sea el grado que asumamos de riesgo, mayores podrán ser las posibilidades de enfrentarnos a situaciones adversas o de máxima pérdida.

En el campo de los instrumentos financieros el riesgo viene expresado por una serie de indicadores de dispersión, según sea la naturaleza del activo, dentro de los cuales destaca el enfoque de la varianza y desviación estándar.

El modelo media-varianza desarrollado por H. Markowitz en 1959 dentro del enfoque *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*⁶, tiene como objetivo principal determinar la proporción que se debe invertir en cada título, de tal forma de maximizar la rentabilidad y minimizar el riesgo de una cartera de inversión.

⁵ Riesgo es la posibilidad y probabilidad de destruir valor.

⁶ Teoría desarrollada por H. Markowitz que recoge una visión de valuación eficiente de activos de capital basada en la maximización de los retornos y la minimización de riesgo del portafolio.

Está basado en dos supuestos fundamentales:

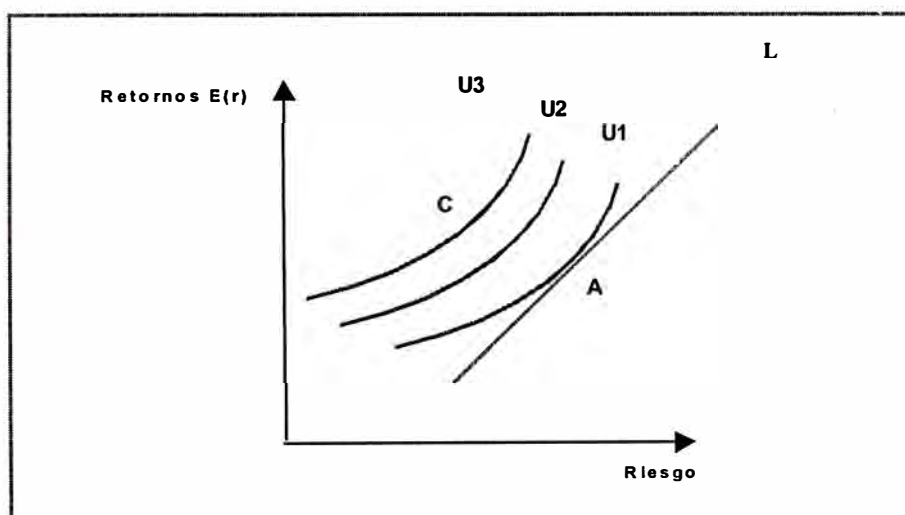
- El riesgo de un título o de la cartera, se mide a través de la desviación estándar del rendimiento de la inversión, cuya distribución de probabilidades es normal y conocida por el inversionista.
- Los inversionistas son aversos al riesgo, esto implica que las curvas de indiferencia entre el riesgo y los retornos tienen la forma mostrada en la figura 2, *con tasas de sustitución marginal de retorno y riesgo positivas*, maximizando la utilidad y minimizando el riesgo.

El primer supuesto se refiere a que los retornos de la inversión presentan una distribución normal a través del tiempo, lo que permite que la media de estos retornos y la varianza de ellos describan adecuadamente el comportamiento de los retornos de los títulos.

El segundo supuesto implica que todo inversionista es racional por lo que preferirá invertir en aquellos títulos que tengan un rendimiento esperado mayor y un menor riesgo.

La figura 2 nos ayudará a entender la idea antes planteada:

Figura 2 Curvas de Indiferencia Riesgo Retorno



Basándonos en la figura 2, la pendiente de la recta L mide la tasa de sustitución marginal de riesgo y retorno que mencionamos anteriormente. Como apreciamos en la figura ésta pendiente es positiva, se verifica que conforme se quiera obtener mayores retornos se incurrirá en mayores riesgos también. Podemos apreciar de igual modo que conforme las curvas de indiferencia se ubiquen mas hacia arriba e izquierda, resultará una combinación más óptima de riesgo y retorno, pues como se aprecia mayores niveles de rentabilidad media están asociados a menores niveles de riesgo. Al pasar entonces del punto A al C en la figura 2, los niveles de utilidad mejorarán para la percepción del inversionista racional, tal que $U_3 > U_1$.

Dado que ubicarse en distintas curvas de indiferencia, implica diferentes niveles de utilidad, se podría definir una función para la misma que relacione tanto a los retornos y los riesgos de activos financieros según la ecuación:

$$U = f(E(Rx), \delta^2(x))$$

Donde :

$E(Rx)$, es el retorno promedio del instrumento financiero X

$\delta^2(x)$, es la varianza de los retornos del instrumento financiero X

“.....La función de utilidad se optimizará cuando se maximizen los retornos esperados $E(Rx)$ y se minimicen los riesgos asociados $\delta^2(x)$ ”

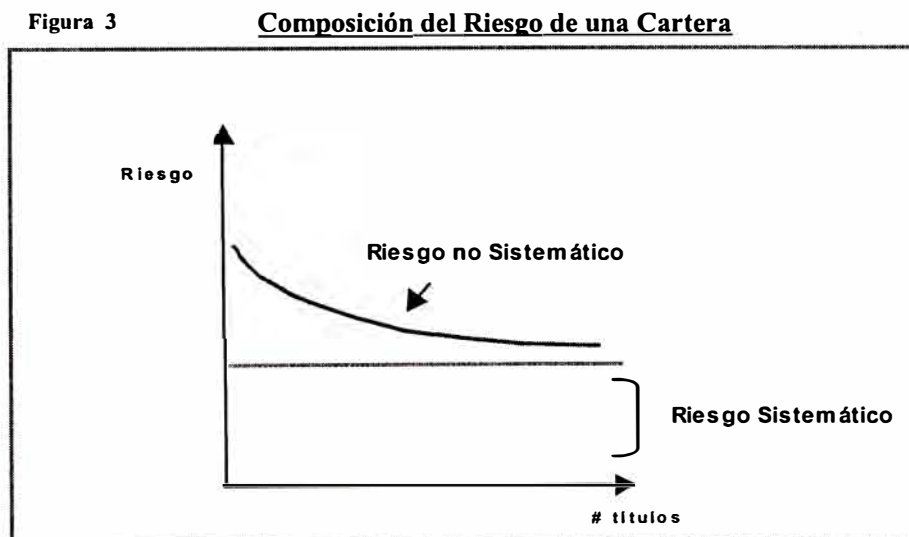
Este criterio permite comparar alternativas de inversión en base a la media o retorno esperado, el cual se obtiene de un promedio ponderado de los valores históricos de los retornos de los títulos en un tiempo dado, y a la varianza que intenta recoger el grado de dispersión de tales retornos en torno a su valor medio. Es decir, se hace una comparación entre todas las alternativas existentes en el mercado, separando las alternativas eficientes e ineficientes. Las alternativas eficientes serán aquellas las que se encuentren sobre de la curva de utilidad previamente definida, y las ineficientes aquellas que estén fuera de ellas. La comparación entre títulos que tengan diferentes rentabilidades promedio y riesgos asociados se realizará en función al nivel de utilidad que tales combinaciones le brinden al inversionista.

Entonces bajo el enfoque previamente planteado, una alternativa de inversión x es preferida a la alternativa y , cuando x cuenta con un mayor o igual rendimiento y un menor riesgo; o con un mayor rendimiento pero con un riesgo menor o igual.

Así entonces, la idea que existan instrumentos financieros (acciones por ejemplo) que tienen retornos promedios y medidas de riesgo distintas (recogidas por la desviación estandar de sus retornos) nos conduce al criterio de la diversificación. En efecto si en vez de considerar a un título en forma aislada, lo incorporamos junto a otros en una cartera de inversión, se puede constatar que el riesgo total se reduce en función de la diversificación de la cartera. Esta disminución del riesgo total, se debe a que los títulos componentes de la cartera tienen, a su vez, una porción de su riesgo que puede considerarse ligado a factores específicos de cada empresa. Esta parte del riesgo es el llamado *Riesgo no sistemático*, el cual disminuye al combinar adecuadamente los títulos en la cartera de inversión. Si bien la diversificación reduce el riesgo total de la cartera de inversión, no es posible eliminar el riesgo por completo, debido a que cada título contiene una porción de riesgo no diversificable denominado *Riesgo sistemático*, el cual está asociado con factores generalmente macroeconómicos, que afectan a todos y cada uno de los títulos que se transan en el mercado.

De lo anterior se puede establecer que el riesgo los instrumentos financieros se divide en dos partes: una perfectamente correlacionada y proporcional al riesgo del mercado y una segunda independiente del mercado.

$$\text{Riesgo del Valor} = \text{Riesgo sistemático} + \text{Riesgo no sistemático}.$$



La figura 3 explica gráficamente como conforme mas se diversifica aumentando el número de títulos en la cartera, el riesgo no sistemático se vuelve controlable y se va reduciendo paulatinamente. En cambio es el riesgo sistemático o de mercado sobre el cual no se tiene manejo, y depende estrictamente de factores externos ya sean estructurales o coyunturales.

Es importante aclarar en este punto la relación que existe entre la rentabilidad y riesgo de un activo financiero. Una forma medir el riesgo de un título o cartera por si misma consiste en hacer un análisis de las desviaciones estándar de sus rentabilidades observadas, y determinar que tan dispersas se muestran éstas con respecto a su media. Sin embargo hasta aquí no hemos relacionado en ningún momento el comportamiento del activo en relación al mercado en general

La siguiente representación matemática muestra los componentes que influyen en la rentabilidad de un título, incorporando el riesgo de mercado o sistemático, recogiendo otro enfoque que muestra la relación entre ambas variables

$$R_{it} = \alpha + \beta \cdot (R_{mt}) + \epsilon_{it}$$

Donde :

R_{it} =Tasa de rentabilidad del título i , durante el periodo t

R_{mt} =Tasa de rentabilidad del mercado determinada con base a un indice general del mismo durante un periodo t

α =Parámetro que nos especifica la rentabilidad del título que es independiente de las fluctuaciones de mercado.

β = Parámetro que refleja la relación existente entre un título i y las fluctuaciones del mercado Se le conoce como coeficiente de volatilidad o coeficiente beta del título.

ϵ_{it} Perturbación aleatoria que expresa las variaciones de R_i que no dependen del comportamiento del mercado sino que son consecuencia de las características propias del título i .

A manera de síntesis podemos afirmar que el riesgo y el retorno de instrumentos financieros son interdependiente entre sí. Mayores retornos están asociados a mayores riesgos, los cuales a su vez tienen componentes propios del instrumento (riesgo no sistemático) y componentes no controlables (riesgo sistemático o de mercado. De acuerdo a la ecuación anterior estos riesgos son denotados por el coeficiente alfa y el coeficiente beta, respectivamente.

1.3.1c -El Coeficiente de Correlación

Es una medida estadística que recoge el grado de asociación entre determinadas variables. El resultado nos dará cierta idea de la intensidad de los movimientos de las variables sin que esto implique una relación causa efecto, pero que sin embargo nos puede guiar en el descubrimiento de las tendencias de movimiento seguidas por las variables sujeto de análisis.

Matemáticamente viene definido por la siguiente expresión, y nos referiremos a dos activos financieros A y B :

$$\rho_{AB} = \frac{Cov(A, B)}{\delta_A \cdot \delta_B}$$

donde :
$$Cov(A, B) = (1/T) \sum_{t=1}^T (RA_t - \bar{RA}) (RB_t - \bar{RB})$$

RA_t y RB_t son los retornos de los activos financieros A y B para cada momento t.

\bar{RA} y \bar{RB} son la medias de los retornos de los activos financieros A y B respectivamente.

δ_A y δ_B son las desviaciones estándar de los retornos de los activos financieros A y B

La importancia de ésta fórmula radica en la interpretación de sus resultados Así entonces, un coeficiente de correlación entre 0 y 1 implica un grado de asociación lineal positiva entre las variables. Conforme mas cerca a 1 sea éste resultado nos acercamos al nivel de correlación positiva perfecta (igual a 1). Caso contrario se da cuando este coeficiente es cercano a -1 e implica que las variables toman rumbos diametralmente

opuestos. En el caso de que sea cero o muy cercano a cero, no se podrá inferir mucho a partir del comovimiento de dichas variables.

1.3.2 Teoría de la Distribución de Activos (Asset Allocation)

Los inversionistas que manejan portafolios de activos, llámese renta variable o fija, basándose en sus perfiles particulares deciden el tipo de valores en los cuales colocarán sus fondos de modo que puedan diversificar los mismos y minimizar su exposición al riesgo.

Los expertos en mercados financieros (como por ejemplo bancos de inversión y gestores de grandes fondos) afirman que la diversificación de los activos sobre diferentes inversiones es quizás la más importante regla que se puede seguir. Esto es así, por que ningún activo por si sólo se desempeña siempre de la manera óptima en todo ambiente económico. La tarea de quienes manejan fondos destinados a la inversión, radica en elegir una estrategia óptima en las cuales estén incluidos los factores como la aversión al riesgo, definida previamente, y el horizonte de tiempo de la inversión. Los resultados de la estrategia elegida dependerán también a su vez de “que tan atentos” se encuentren los responsables, a las fluctuaciones producto de la incertidumbre en el mercado, y los efectos que tal situación pueda tener en las *posiciones largas*⁷ en la cartera.

Existen varias estrategias de diversificación del portafolio según los tipos de riesgo y rentabilidad de los instrumentos financieros, que se demandarán según la preferencia específica de los inversionistas. En este sentido podemos hacer la siguiente clasificación:

Estrategia de Preservación del Capital; cuya inversión recae en papeles de renta fija de instituciones por demás estables (gobiernos principalmente), que si bien no muestran altas rentabilidades pues si brindan la seguridad del repago.(Mínima posibilidad de default)

⁷ Una posición larga en un título significa tener posesión del mismo, es decir haberlo comprado con anterioridad y mantenerlo como una inversión propia, que está afecta a los movimientos del mercado.

Estrategia de Liquidez de Activos (Current Income); invierte en papeles que de alguna manera le dan liquidez al portafolio y que salirse de dicha posición es relativamente sencillo, dándole al inversionista mayor margen de maniobra por la liquidez de los instrumentos.

Estrategia Retorno Total y Crecimiento; (Total Return Growth); Incorpora a la cartera valores de acciones con alto potencial de crecimiento, las cuales se combinan con valores líquidos y de rentabilidad estable de renta fija.

Estrategia de Apreciación de Capital, por medio de la cual se invierte en acciones de altas volatilidades pero también de retornos considerablemente mas altos que el promedio del mercado.

La estrategia de asignación (allocation) de las inversiones dependerá del tipo de inversionista. Así, una estrategia adecuada cuando se trata de carteras creadas para un fondo de pensiones, sería la de Calce de Activos y Pasivos, la cual consiste básicamente en crear una cartera de activos a partir de las posibles obligaciones por pagar, de modo que ambas siempre queden cubiertas, y no se genere la posibilidad de un desfase en el tiempo.

Los encargados del manejo de fondos colectivos tienen una gama de estrategias y posibles combinaciones de las mismas que le permiten alcanzar ciertas rentabilidades, cuyas bandas fluctuarán según sea el tipo de alternativa llevada a cabo, y el perfil específico del fondo y de los aportantes del mismo, en cuanto a factores como la rentabilidad, el riesgo, o la temporalidad de las inversiones.

2- EL MERCADO DE CAPITAL PERUANO

2.1 Consideraciones Genéricas

El funcionamiento de los mecanismos en la canalización de recursos de los agentes superavitarios hacia los deficitarios, varía según el tipo de sociedad en la que nos ubiquemos. Así por ejemplo son marcadas las diferencias entre los sistemas de

financiamiento europeos caracterizados por una alta intermediación de sólidos bancos en comparación con el modelo por excelencia del capitalismo, reflejado en la intermediación vía el mercado de valores de una economía como la norteamericana. Sin embargo la mayor incidencia de una u otra modalidad de la intermediación no implica la no existencia de la otra, por el contrario fomenta la competencia y conduce a la eficiencia en la asignación de los recursos. Esta eficiencia se puede reflejar factores como menores costos de intermediación, agilidad de los procesos, mejores condiciones de financiamiento en cuanto a plazo, etc.

El modelo de intermediación bancario peruano, es claramente el predominante dentro de una sociedad que estructuralmente estuvo siempre más identificada al mismo. Un factor como la influencia temprana de las culturas occidentales europeas (básicamente española) puede haber sido determinante en la marcada preferencia hacia éste sistema. Sin embargo como mencionamos anteriormente, el mercado de capitales ha ocupado siempre una posición expectante en la economía nacional, que en los últimos tiempos ha cobrado mayor vitalidad en respuesta a los cambios de coyuntura representada por hechos como la liberalización económica, modernización en lo marcos institucionales, la aplicación de nuevos modelos económicos, etc, que sin duda han favorecido notablemente a su desarrollo.

2.2- Marco Legal

El mercado de valores en Perú es uno de los de mayor tradición en América Latina. Con mas de 140 años de existencia la Bolsa de Valores de Lima que es la mayor expresión de este mercado, ha experimentado toda una transformación a lo largo de este periodo.

Este mercado, tiene como cimiento principal de su estructura y funcionamiento a nivel legal y regulatorio, a la Ley de Mercado de Valores, la cual es producto del Decreto Legislativo N° 861 que entró en vigencia en Diciembre de 1996.

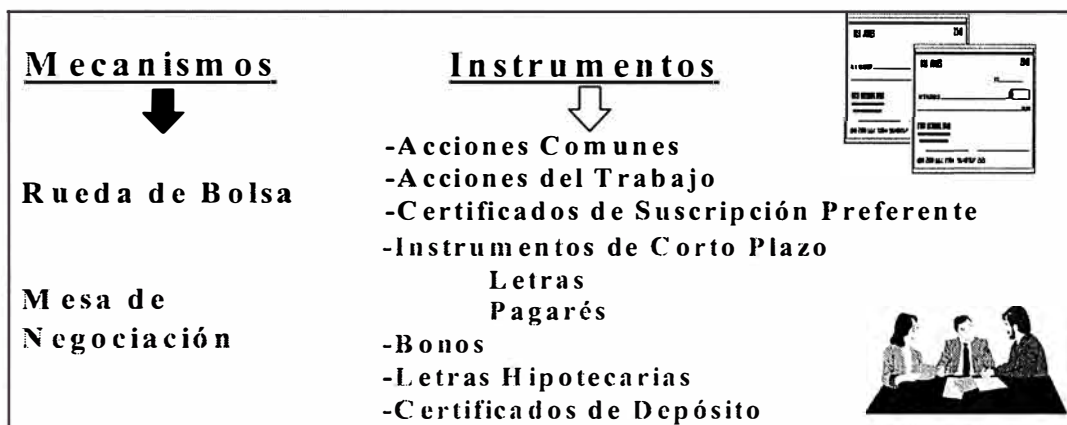
Los entes interesados han tratado de recoger mediante esta ley la mayor exactitud posible en los parámetros de normatividad que deben regir al mercado de valores peruano. No es intención profundizar cada aspecto al detalle, sino más bien

darnos una idea global de los temas más importantes que intenta focalizar y discutir dicha ley. Así tenemos:

- La transparencia en el mercado y la reglamentación que permita alcanzar tal principio.
- Los procedimientos por los cuales se pueden negociar los valores, ya sea de manera bursátil (Bolsa de Valores) o extra bursátil (mesa de negociación Over the counter “OTC”).
- Los mecanismos referentes a las distintas modalidades de negociación de valores, las primeras emisiones, los instrumentos de negociación, las ofertas públicas de valores tanto de compra como de venta de acciones, así como los mecanismos de negociación secundaria de los valores. La figura 4 nos muestra de manera didáctica la esencia de nuestra apreciación anterior:

Figura 4

Mecanismos e Instrumentos de Negociación



- Los Agentes que intervienen en el mercado sus características, funciones requerimientos y finalidades.
- Los aspectos relacionados al funcionamiento de los sistemas de liquidación y compensación de valores.

2.3 Organización

La existencia de un mercado requiere necesariamente del concurso de varios componentes para su normal desarrollo, particularmente en el mercado de capitales, es la totalidad de partícipes, una de sus principales características distintivas. Podemos afirmar entonces de manera genérica, que existen cuatro participantes fundamentales en todo mercado de capitales cada uno con roles y funciones predefinidas, vitales para el adecuado comportamiento de éste tipo de mercado. En la primera sección abordamos someramente éste punto, la idea ahora es conocer un poco más a detalle la participación de los mismos. Así tenemos a los reguladores, los emisores u oferentes de títulos valores, los intermediarios y finalmente los inversionistas o demandantes de alternativas de ahorro.

2.3.1 Los Reguladores

Es conveniente subdividir en este punto los tipos de regulación existente, que provienen de dos fuentes: la pública y la privada.

La regulación por parte del Estado está a cargo de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores más comúnmente conocida por sus siglas CONASEV. A diferencia de algunos otros países, el ente regulador del sector público en Perú está especializado únicamente en el mercado bursátil y no tiene participación en la supervisión de otros mercados como el bancario o el de seguros. Esta situación es destacable, pues se evita los posibles conflictos de interés a la hora de establecer las normas y políticas de promoción respectivas, que de darse tal situación serían contraproducentes en la búsqueda del buen funcionamiento de un mercado de intermediación financiera.

Por parte del sector privado, existen en el Perú las denominadas empresas Clasificadoras de Riesgo, que son las encargadas por ley de clasificar a los instrumentos que se negocian en el mercado de valores peruano, de modo que den testimonio, o establezcan mediante su veredicto un perfil del riesgo de determinado

valor, facilitando a que el inversionista pueda incorporar mayores elementos de análisis a la hora de tomar una decisión de inversión.

Para ejemplificar uno de los puntos de alcance de las clasificadoras, según el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo en su Artículo 15 denominado Clasificación Obligatoria se estipula que “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos Clasificadores, independientemente entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Es facultad de CONASEV determinar aquellos valores que por sus características califican como representativos de deuda. En tales casos dichos valores deberán ser clasificados obligatoriamente”.

2.3.2 Los Emisores

Constituidos principalmente por la masa crítica de personas jurídicas, que cumplen con los requisitos establecidos por ley para emitir valores. En el Perú actualmente existe una serie de participantes activos en el proceso de emisión, tanto privados como públicos.

Los privados varían desde compañías industriales hasta entidades del sector financiero. En tanto que entre los públicos, los principales emisores lo constituyen el gobierno central propiamente dicho, por ejemplo con la emisión constante de los bonos soberanos internos, y el Banco Central de Reserva del Perú a través de las colocaciones de sus Certificados de Depósitos, que cabe recalcar, también cumplen la función de controlar la liquidez del sistema financiero.

Es importante resaltar también, que existen varios valores peruanos en el exterior. Entre ellos destacan los listados en la New York Stock Exchange (NYSE), tales como las acciones de Credicorp Newmont Mining Corp. los ADRs (American Deposit Receipt⁸) del Banco Wiese, los Bonos Brady de la República del Perú, los ADRs de la Compañía Telefónica del Perú, entre otros.

⁸ Los American Deposit Receipts (ADR) representan un determinado número de acciones que tienen la particularidad de negociarse fuera del país de origen de la compañía emisora.

Asimismo es de suma importancia el mencionar que los emisores están obligados a la revelación de su información financiera y contable, así como a la publicación periódica de sus hechos de importancia, situaciones por las cuales se manifiesta la transparencia de mercado.

Un resumen ilustrativo de la información de dominio público con la que cumplen los emisores la podemos apreciar en la tabla 1:

Tabla 1 **Ejemplo de Información Pública**

EMPRESA XXX						
Información Financiera Individual (en miles de soles)			Cotizaciones 07/03/2000			
	al 2003	al 2002	Valor	Descripción	Moneda	Variación
Total Activo	140,261	132,165	XXX-C1	XXX INDUSTRIAL S.A.		
Activo Corriente	75,827	83,648				
Inmuebles/Máq/Equipo	7,107	5,741	Sector	Industria	SOLES	
Pasivo	31,978	35,171	Precios(Min-Max)			
Patrimonio	108,283	96,994	Última Cotiz.	6.59	Diario	0
Capital	21,597	21,597	Fecha Ult. Cotiz.	07/03/00	Semanal	0.32
Acumulado	al 2003	al 2002	Max Cotización	6.59	Mensual	0.32
Total Ingresos	152,502	144,298	Min Cotización	6.59	Anual	0.24
Utilidad(Pérdida)	70,496	62,206				
Últimos Hechos de Importancia						
			Tipo de Hecho	Fecha		
			Modificaciones de los estatutos del emisor, tales como cambio de denominación, objeto social, sede social, etc., debiendo remitir copia de la escritura pública dentro de los dos (2) días hábiles de inscrita en los registros públicos;	06/02/04 14:04		
			Modificaciones de los estatutos del emisor, tales como cambio de denominación, objeto social, sede social, etc., debiendo remitir copia de la escritura pública dentro de los dos (2) días hábiles de inscrita en los registros públicos;	06/02/04 14:04		
			Cambios y nombramientos de directores, gerentes, administradores, liquidadores, así como representantes legales o apoderados que cuenten con facultades de disponer bienes del emisor o de obligarla, debiendo presentar la relación de nombres y cargos de los funcionarios removidos y de los funcionarios nombrados en su reemplazo, así como las fechas de cese e inicio de funciones, respectivamente.	06/02/04 14:04		

Fuente Conasev

2.3.3 Los Intermediarios

Esta función recae sobre las Sociedades de Agentes de Bolsa, que son las encargadas de realizar las transacciones en nombre de sus clientes. Cada Sociedad de Agentes de Bolsa está facultada por Ley para administrar fondos de inversión, para operar en el exterior con títulos de Deuda Pública Externa del Perú, para realizar préstamos de valores y operaciones de reporte, para fungir como fiduciario en fideicomisos de titulización y para operar con derivados.

Adicionalmente y según lo estipula la Ley, las Bolsas de Valores de Perú deben formar lo que se denomina un Fondo de Garantía que sirva como respaldo a los clientes de las sociedades de bolsa. Este Fondo se constituye a través de las contribuciones mensuales de las sociedades de bolsa, equivalentes a tres diez milésimos del uno por ciento del volumen transado en la rueda de bolsa. Paralelo a este Fondo de Garantía la Bolsa ha establecido un Fondo Complementario cuyos recursos salen de una proporción de las cuotas mensuales de las Sociedades de Agentes de Bolsa.

Finalmente es importante mencionar dentro de la estructura de la intermediación en el mercado de valores peruano el papel que juega la **Caja de Valores y Liquidaciones CAVALI**. Esta sociedad anónima creada en mayo de 1997 tiene por objeto la liquidación de operaciones y el registro de valores representados por anotaciones en cuenta⁹ como producto de la nueva tendencia a la desmaterialización que ha empezado a adoptar el mercado bursátil en Perú. Recientemente la CAVALI ha abierto su cuenta en el Depositary Trust Company (DTC), el cual es el depósito más grande de los Estados Unidos, además de los convenios establecidos con los correspondientes custodios de Chile (DVC), México (INDEVAL), Colombia (DECEVAL) y Costa Rica (CEVAL).

2.3.4 Los Inversionistas o Demandantes

Están constituidos por todas aquellas personas naturales y jurídicas, que ya sea por motivos de ahorro (canalización de excedentes de liquidez) o de especulación resultante del trading, derivan sus recursos hacia la variedad de instrumentos del mercado de capitales. En el Perú actualmente existen los conocidos como inversionistas institucionales: Las administradoras privadas de fondos de pensiones y las empresas aseguradoras principalmente. Por el lado de los inversionistas retail (minoristas) , éstos acceden al mercado de capitales principalmente a través de los fondos mutuos o fondos de inversión.

⁹ Las anotaciones en cuenta son las representaciones virtuales de títulos valores, que permite gozar de una mayor dinámica en la negociación de las mismas. Es la desmaterialización del instrumento

2.4 Diagnóstico del Mercado de Valores

2.4.1 Estructura General del Mercado de Capitales Peruano

Nuestro mercado de valores posee una serie de características las cuales pueden ser recogidas de las tendencias mostradas en los últimos años, medidas en distintas variables como veremos a continuación:

2.4.1.a – Principales Indicadores de Actividad

El dinamismo de la Bolsa de Valores de Lima ha evidenciado varias etapas desde que se dieron las bases para la formalización de la economía liberal en el Perú.

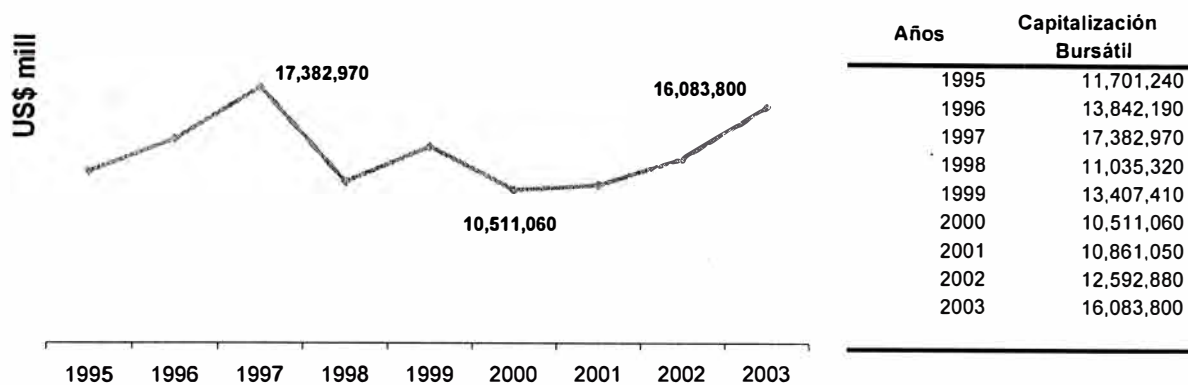
Tras un auge importante conseguido a partir de 1994 resultado de las medidas de corte neoliberal adoptadas, es en 1997 donde el desarrollo de éste mercado alcanza su pico máximo reflejándose en indicadores claves como el monto de *capitalización bursátil*¹⁰ que alcanzó el total de US\$ 17 382 millones, según cifras oficiales de la Bolsa de Valores de Lima. Posteriormente a tal venturosa situación sobrevino un declive significativo producto de un escenario externo e interno desfavorable, como las crisis internacionales y el ruido político interno, hechos que condicionaron en los siguientes años la desaceleración de los principales indicadores de actividad del mercado bursátil.

Así por ejemplo en el 2000 la capitalización bursátil alcanzó los US\$ 10 511 millones monto alrededor del 40% menor a la situación observada en el año 1997. En los últimos años sin embargo se ha notado un cierto repunte de la plaza bursátil peruana, de tal manera que al cierre del 2003 el valor de mercado de las empresas listadas en bolsa alcanzó los US\$ 16 038 millones. Esta tendencia de recuperación del mercado la podemos apreciar en la figura 5.

¹⁰ Capitalización Bursátil es el término con el que se le conoce al valor de mercado de las empresas que listan en bolsa

Figura 5

Evolución de la Capitalización Bursátil 1995-2003



Fuente BVL

La importancia de este indicador radica en que funciona como termómetro de la actividad económica que de alguna manera conecta al mercado de capitales con la economía real. Es común asociar altos índices de capitalización bursátil con salud económica en las diversas economías del mundo.

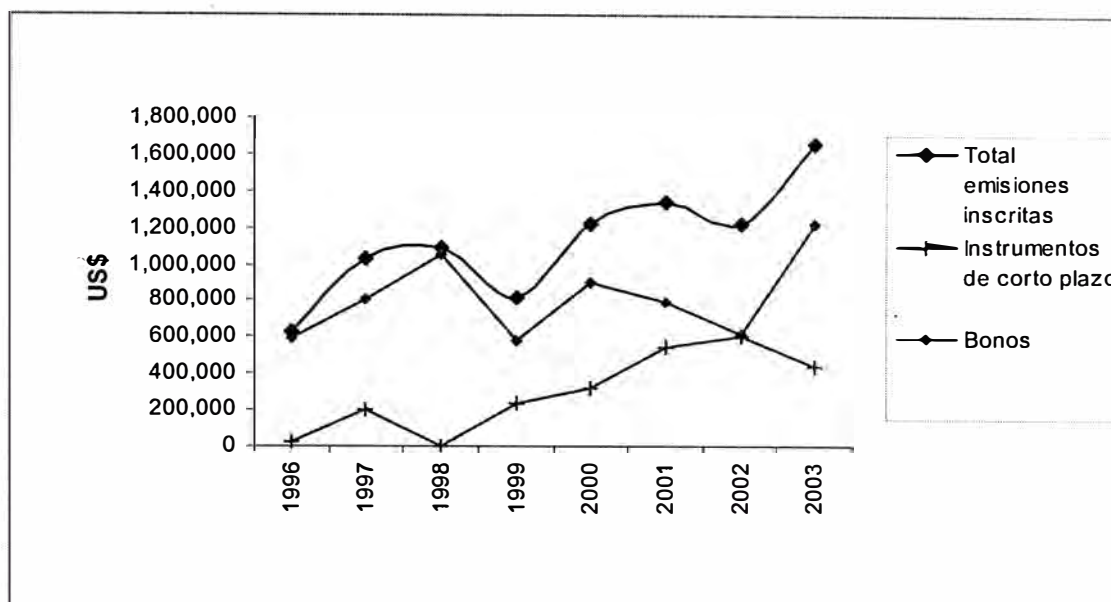
2.4.1.b El Nivel de Emisiones Representativas

Otro factor de suma importancia para determinar el estado de un mercado de capitales, lo constituye el monto de emisiones ya sea de deuda o de acciones que se realizan en el mercado, ya que a través de ellas medimos la evolución de las preferencias hacia el mercado de capitales o de la intermediación directa en lugar de la utilización de la intermediación vía el sistema financiero bancario.

Las emisiones primarias de acciones han sido nulas desde 1999, concentrándose el total entonces, en emisiones de bonos e instrumentos de deuda de corto plazo, los cuales han seguido tendencias como muestra la figura 6 a continuación

Figura 6

Emisiones en el Mercado de Valores 1996-2003



En el 2003, por otro lado el monto de emisiones registradas en el mercado público de valores, alcanzó US\$ 1 658.0 millones, 136.1 por ciento del total del 2002; De éste total registrado, el monto efectivamente colocado alcanzó los US\$ 1 451.4 millones, 175.4 por ciento del total del año 2002. La diferencia entre los montos registrados y colocados quedan pendientes para próximos programas de colocación de instrumentos cuya ejecución es facultad de los emisores.

Dentro de las emisiones registradas las preferencias fueron de Bonos Corporativos con el 54.9 % del total, seguidos de Instrumentos de deuda de corto plazo y de certificados de depósitos negociables (16.9% y 9.8% respectivamente) A continuación presentamos la tabla 2, donde se observan los montos de emisiones durante el 2003, por tipo de instrumento:

Tabla 2

Emisiones según Moneda e Instrumento 2003

Emisiones según moneda e instrumento	Total (US\$)	Particip.	Dólares	Nuevos Soles
Acciones comunes	0	0.0%	0	0
Bonos corporativos	910 177 755	54.9%	586 000 000	766 650 000
Bonos de arrendamiento financiero	118 760 426	7.2%	90 000 000	460 000 000
Bonos de titulación	100 000 000	6.0%	100 000 000	0
Bonos hipotecarios	0	0.0%	0	0
Bonos subordinados	85 000 000	5.1%	85 000 000	0
Certificados de Depósito Negociables	163 163 041	9.8%	80 000 000	289 100 000
Instrumentos de corto plazo	280 877 779	16.9%	177 500 000	360 000 000
Acumulado del Año	1 657 979 002	100.0%	1 118 500 000	1 875 750 000
Total Emisiones Inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (US\$)			1,657,979,002	

Fuente Conasev

El creciente interés por el acceso al mercado de capitales condiciona cada vez mas que los montos emitidos mantengan tendencias crecientes, dándole una profundidad¹¹ progresiva al mercado, la cual es una característica vital en la búsqueda de un funcionamiento óptimo del mercado de capitales peruano.

2.4.1.c El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL)

El IGBVL es el indicador por excelencia de la bonanza de la Bolsa de Valores, principalmente de los instrumentos representativos de capital disponibles para la negociación secundaria. Por medio de éste se recoge mediante un método ponderado, la evolución de las cotizaciones de las acciones mas representativas de la Bolsa de Valores de Lima. Así entonces, en épocas de auge de éste mercado el IGBVL muestra notorios crecimientos alentando por las buenas expectativas de los inversionistas (bull market), y por el contrario cuando las condiciones no son favorables al mercado de valores dicho índice muestra una caída sustancial y sostenida. (bear market). Para explicar mas detalladamente este punto referiremos que el mercado de acciones se mueve hacia arriba o abajo en ciclos recurrentes. Los ciclos en alza son conocidos por su denominación en inglés antes mencionada(bullmarket) o “mercado búfalo” simbolismo que intenta expresar la fortaleza del mismo . Generalmente luego del ciclo del mercado alcista sobreviene la caída del mismo conocida como bear market o “mercado oso”, y se considera que se encuentra en ésta etapa cuando la contracción se

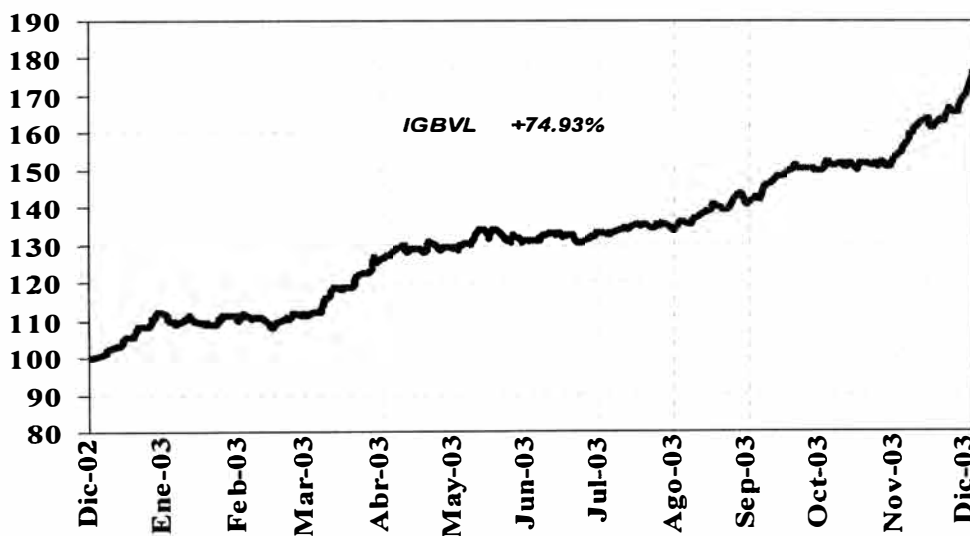
¹¹ La profundidad de un mercado bursátil esta asociada a altos niveles de emision y de negociación de valores

aproxime al 20%, Es el índice general de cada mercado bursátil sobre el cual principalmente se miden los auges y caídas del mercado

En cuanto a las empresas componentes de éste índice en el caso peruano, se intenta tener una muestra representativa de compañías de todos los sectores de la actividad económica interna, para poder medir a través de la valoración del mercado, el desempeño de las mismas en su rubro específico. Su par por excelencia es el Dow Jones Index, que es el índice global de la New York Stock Exchange. Este indicador recoge también la evolución de la bolsa mas representativa del mercado de capitales norteamericano, y las empresas cuyos valores lo conforman son también las mas idóneas. Últimamente por ejemplo, hubo un cambio de algunas acciones componentes de éste índice, debido a que existían otras compañías cuyos valores reflejaban mejor el comportamiento y las tendencias del mercado. Esa es pues la idea detrás de la construcción de los índices bursátiles, intentar reflejar en conjunto y de manera representativa los movimientos de un mercado bursátil. La tabla 3 muestra las acciones componentes de éste índice.

Volviendo al caso peruano, y corroborando la tendencia de recuperación de la plaza bursátil durante el 2003, podemos apreciar en la figura 7, tomando como base 100 el cierre del año 2002, el notable crecimiento de que éste indicador ha experimentado:

Figura 7 Evolución Índice General Bolsa Valores de Lima



Fuente BVL.

Elaboración propia.

Observamos una prominente apreciación del valor del IGBVL durante el 2003, alcanzando un rendimiento anual superior al 70%, retorno altamente atractivo en comparación a alternativas de inversión disponibles en el medio local.

Tabla 3 **Cartera Componente del Índice General (IGBVL)**
Vigente desde el 02/01/04

	Nombre de Valor	Nemónico	Pesos (%)
1	Buenaventura	BUENAVC1	6.7146
2	Volcan "B"	VOLCABC1	6.5838
3	Backus Inv.	BACKUS11	6.2553
4	ADR Telefónica S.A.	TEF	6.2222
5	Credicorp	BAP	5.4568
6	Minsur Inv.	MINSURI1	4.6929
7	Atacocha Inv.	ATACOI1	4.6392
8	Milpo	MILPOC1	4.2728
9	Luz del Sur	LUSURC1	3.6811
10	Cerro Verde	CVERDEC1	3.3158
11	El Brocal	BROCALC1	3.2665
12	Southern Corn	PCU	3.1675
13	EDEGEL	EDEGELC1	3.1313
14	Bco Continental	CONTINC1	2.7981
15	Graña y Montero	GRAMONC1	2.5915
16	Ferreyros	FERREYC1	2.5112
17	Cem Pacasmayo	CPACASC1	2.5106
18	Austral Group	AUSTRAC1	2.1064
19	Corp Aceros Areq Inv.	CORAREI1	1.9662
20	Alicorp	ALICORC1	1.9383
21	ADR Buenaventura	BVN	1.913
22	B Wiese Sudameris	WIESEC1	1.9001
23	Corp Aceros Areq	CORAREC1	1.8589
24	Cementos Lima Inv.	CEMLIM11	1.752
25	EDELNOR	EDELNOC1	1.6551
26	Min Corona Inv.	MINCORI1	1.578
27	Telefónica "B"	TELEFBC1	1.5733
28	Vidrios Planos Inv.	VIDPLAI1	1.4485
29	Casagrande	CASAGRC1	1.274
30	El Brocal Inv.	BROCALI1	1.1853
31	Andahuasi	ANDAHUC1	1.1408
32	Gloria Inv.	GLORIAI1	1.1117
33	Bco de Crédito	CREDITC1	0.9606
34	Yahoo Inc	YHOO	0.9474
35	Cementos Lima	CEMLIMC1	0.9442
36	Cem Pacasmayo Inv.	CPACASI1	0.9351

2.5- Conclusiones del Mercado de Valores Peruano

Se puede afirmar que el mercado de valores interno, se encuentra en un proceso de desarrollo truncado, el cual pareció mostrar su despegue hacia el año 1997, pero que luego sufrió una crisis marcando un retroceso en su evolución. Las reglas y normas están sentadas, y ofrecen al menos un marco sobre el cual depende ya de los actores y de las condiciones coyunturales, que vuelva a retomar el impulso que registró en años atrás.

La tendencia creciente medida en sus principales indicadores, como la capitalización bursátil, las emisiones de instrumentos financieros, así como la evolución del índice general de la bolsa de valores son algunas de las variables que en el último año han mostrado una recuperación que nos animaría a pensar en la recuperación de la plaza peruana. Sin embargo, existen factores externos en la economía que no ayudan al fortalecimiento de éste mercado, como lo es el ruido político o la inestabilidad de las decisiones de los gobernantes, que está comprobado ahuyentan a los inversionistas, y esta situación se deja sentir rápidamente en un mercado tan sensible como es el caso del mercado de capitales.

3- EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

3.1-Enfoque General Global

A lo largo del siglo pasado el Sistema de Pensiones de Reparto ha prevalecido en la mayoría de los países y básicamente consiste en aportar hoy parte de los recursos con la promesa de obtenerlos cuando se deje de laborar. En otras palabras, el trabajador distribuye su consumo a lo largo de la vida activa, para cuando deje de producir, poder seguir consumiendo. Por lo tanto, el sistema esta diseñado para que las generaciones activas, financien a las pasivas.

Sin embargo en todos los países en los cuales se aplica o se aplicó el sistema de reparto se encuentran en una crisis profunda. América Latina impulsada por Chile ha iniciado un proceso de transformación hacia un sistema de capitalización y ahorro

individual, desafiando el denominado paradigma de la solidaridad en los sistemas de reparto.

3.2-Definición del Sistema Privado de Pensiones

El Sistema Privado de Pensiones, surge entonces como la alternativa de manejo de fondos de jubilación de los trabajadores ante un entorno de liberalidad económica y una caótica situación de los sistemas públicos de pensiones, situación generalizada a nivel de Latinoamérica. Así entonces bajo un esquema de capitalización de cuentas individuales como explicaremos mas adelante, las AFPs se han convertido en las más importantes tenedoras de fondos de jubilación, y su tarea radica en obtener la rentabilidad necesaria de dichos fondos, vía inversiones en los mercados financieros, para hacer frente el pago futuro de pensiones a sus aportantes en el presente.

3.3- Características Genéricas

Los nuevos sistemas de capitalización y ahorro individual que se han implementado en Latinoamérica a partir de la exitosa experiencia chilena de los años ochenta, se basan en que los aportes que realizan los trabajadores son depositados en cuentas individuales que pertenece a cada trabajador. Por lo que dependiendo del tipo de régimen que se haya optado, el futuro de las pensiones depende en gran medida del comportamiento individual ya que el flujo de ahorro es estimado como una fracción del salario en cada período de la vida activa del trabajador.

El dinero que ahorra el trabajador es depositado en fondos de pensiones, administrados por sociedades especializadas que compiten en un mercado abierto con restricciones que les impone el órgano supervisor, pero que en definitiva tienden a lograr una mayor eficiencia (producto de la competencia), medida en menores costos de operación y mayor rentabilidad para sus afiliados por ejemplo.

Existe una separación de la propiedad entre el fondo de pensión y la entidad administradora. La propiedad del fondo pertenece por entero a los aportantes, quienes eligen libremente a la operadora o administradora que deseen.

La rentabilidad obtenida depende de los ahorros de quienes aportan al fondo y de los rendimientos del capital. Bajo el antiguo esquema de reparto, la rentabilidad estaba dada por el crecimiento real del salario de los contribuyentes (siendo menor que la rentabilidad de capital)

3.4- El Sistema Privado de Pensiones Peruano

El sistema peruano es mixto y tiene una cobertura nacional. La pertenencia al mismo es obligatoria para los trabajadores en relación de dependencia y optativa para los trabajadores autónomos.

La reforma del sistema previsional peruano, consistió en la creación de un régimen de capitalización individual, cuyo funcionamiento es paralelo al sistema nacional de pensiones existente en ese momento, y que aún se mantiene. Ambos regímenes funcionan completamente separados en la legislación, en la administración y en el control.

El régimen público funciona bajo la lógica del esquema de reparto y es administrado por la Oficina de Normalización Previsional. Este régimen opera con base en el sistema de prima escalonada contando con las siguientes fuentes de financiamiento: los aportes de los trabajadores, el producto de las multas y recargos por infracciones, el rendimiento de las inversiones, los intereses de sus capitales y reservas, y las donaciones que reciba.

3.5-Evolución del Sistema Privado de Pensiones

El Sistema Privado de Pensiones ha observado una importante evolución en sus principales variables a lo largo de su existencia que data de aproximadamente 10 años atrás, como por ejemplo el valor del fondo, el número de partícipes y principalmente en el tema que nos concierne acerca de sus inversiones realizadas y canalizadas hacia el mercado de capitales.

Al finalizar el año 2003, existen en el mercado 4 Administradoras de fondos de Pensiones, que fueron la resultante de las múltiples absorciones luego de la aparición

inicial de ocho en el mercado. Estas 4 la constituyen: Integra, Horizonte, Profuturo y Unión Vida. El total del fondo administrado ha registrado un notable crecimiento desde su aparición en 1994. De acuerdo con la información de los últimos 5 años el Fondo de Pensiones registró un crecimiento anual promedio de 27%, alcanzando al cierre del 2003 el total de S/ 21 844 millones.(aproximadamente US\$ 6,331 millones).

Según proyecciones de las propias administradoras, y considerando el promedio anual de crecimiento del fondo el valor del mismo alcanzaría en los próximos 3 años, los S/. 44 745 millones en el año 2007(aproximadamente el doble del valor a diciembre 2003). Por otro lado la participación del Fondo administrado con respecto al Producto Bruto Interno se ha incrementado desde 0,6% en 1994 hasta 7,9% durante el año 2002, a cifras oficiales, según afirmaciones del BCR.¹²

3.6 -La Cartera de Inversiones

La cartera de inversiones de las AFPs está constituida por la diversidad de títulos y valores que conforman los vehículos de inversión vía el mercado de capitales, a través de los cuales se pretende obtener los rendimientos de capital que le permitan el cumplimiento de pagos futuros par sus aportantes.

Algunos de los más importantes instrumentos los apreciamos en la tabla 4

Tabla 4 Vehículos de Inversión en el Mercado de Capitales

<u>Tipo</u>	<u>Descripción</u>	<u>Ejemplos</u>
Vehículos de corto plazo	Instrumentos de ahorro con plazos menores a un año. Se utilizan para guardar excedentes de dinero y para brindar liquidez.	Cuentas de ahorro Certificados de depósito (CDs) bancarios y del BCR Papeles comerciales Fondos mutuos de corto plazo
Acciones	Vehículos de inversión que representan propiedad en una empresa	Acciones comunes Acciones de inversión
Títulos de renta fija	Vehículos de inversión que ofrecen una rentabilidad prefijada	Bonos corporativos Bonos subordinados Bonos Brady
Instrumentos derivados	Títulos que no son ni deuda ni acciones pero que son estructurados para modificar las características de los valores o activos subyacentes y de los cuales derivan su valor	Opciones Futuros
Fondos Mutuos	Empresas que administran el dinero de terceros profesionalmente en una cartera diversificada	
Otros vehículos de inversión comunes	Otros vehículos de inversión que son utilizados comúnmente por inversionistas	Inmuebles Bienes tangibles

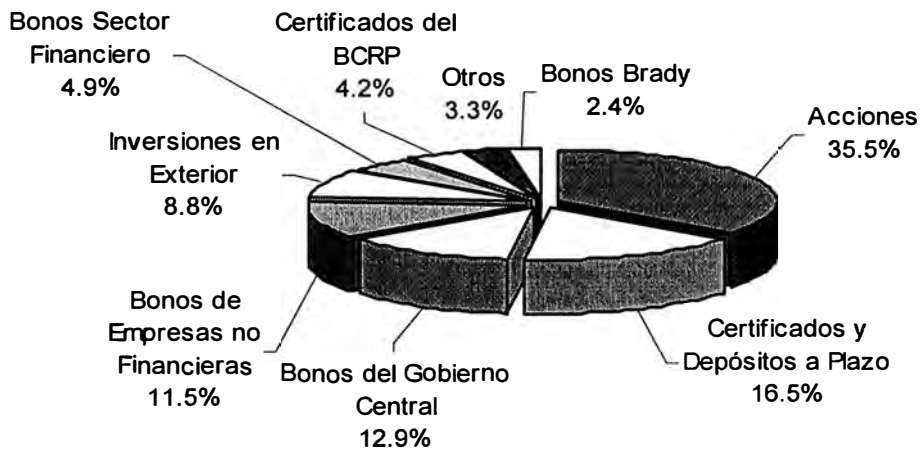
¹² Ver documento “Funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones y límites de inversión en el exterior” del BCRP- Junio 2003

Al cierre del 2003, la cartera de inversiones de los Fondos de Pensiones está concentrada en valores emitidos por instituciones financieras y no financieras del país (30% y 39% respectivamente) Por su parte, la deuda emitida por el Gobierno (19,5%) se concentra en la emitida por el Gobierno Central (12,9%). Luego, las inversiones en certificados del Banco Central alcanzan el 4,2%. Finalmente, las inversiones en el exterior alcanzan el 8,8% de la cartera administrada, manteniendo su tendencia creciente en los últimos años.

La modalidad de inversión de las AFPs ha ido variando paulatinamente. Por ejemplo hacia 1994, las AFP incorporaron en su cartera la mayoría de la deuda emitida por el Banco Central (20% de la cartera). Luego, una vez autorizadas por las regulaciones en el 2000, las AFP inician las adquisiciones de valores emitidos en el exterior (6,7% del valor de la cartera), las cuales se redujeron en el año 2001 (4,7%) y se recuperaron al cierre del 2003 (8,8%). Este es un tema de discusión actual pues la AFPs esperan se amplíen los límites operativos y legales de inversión en el exterior en busca de una mayor rentabilidad para sus afiliados.

La figura 8 ilustra la composición de la cartera al cierre del 2003:

Figura 8 Composición de la Cartera Administrada por las AFPs a Diciembre 2003



Fuente SBS

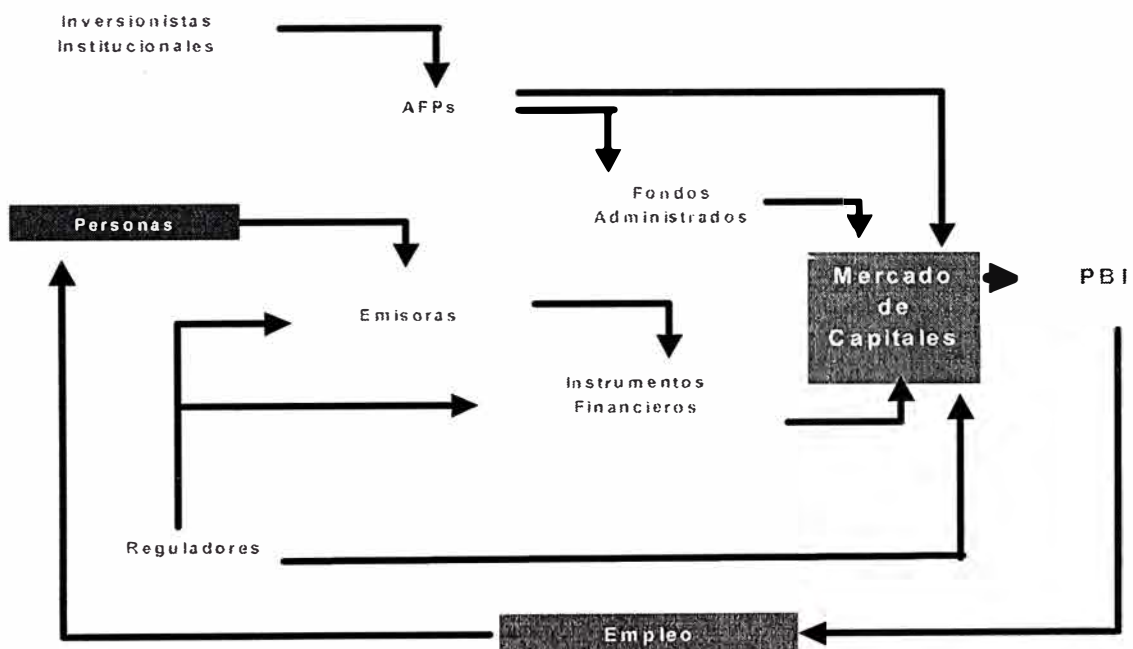
Elaboración propia

4- LA AFPS Y EL MERCADO DE CAPITALES

Hasta ahora hemos hecho una breve reseña, definiendo por un lado los elementos más importantes en el funcionamiento del mercado de capitales, y por otro los elementos característicos de las aseguradoras de fondos de pensiones. De manera implícita se ha podido ir observando ciertas condiciones que relacionan a las AFPs y el desarrollo de nuestro mercado de capitales. La inversión en instrumentos financieros es el puente que conecta a los factores monetarios como el exceso de liquidez del sistema privado de pensiones con elementos de desarrollo del mercado de capitales como la capitalización bursátil o el índice general, los cuales influyen a la postre sobre la economía real. La figura 9 esquematiza la relación que queremos describir:

Figura 9

Relaciones entre las AFPs, el Mercado de Capitales, y la Economía Real



Tras analizar la figura, observamos que el proceso se inicia vía los aportes que las personas canalizan vía los inversionistas institucionales, en éste caso las AFPs, las cuales se encargan de direccionar los recursos hacia los vehículos de inversión existentes. Mientras se efectúa esta dinámica, despierta el interés por emitir

instrumentos tras percibir la potencial demanda, además de mejores condiciones de financiamiento. Es entonces a través del mercado de capitales donde se conectan ambas partes y se inicia el proceso cíclico de expansión del mercado. Las empresas usan los montos captados en sus operaciones cotidianas y en nuevos proyectos, incrementándose el nivel de actividad que a nivel agregado y en el medio plazo se traduciría en incrementos del producto bruto. Del mismo modo una mayor producción está asociada con mayores niveles de empleo para las personas y por lo tanto potenciales aportantes al fondo de pensiones, que incrementarían el valor del mismo alentando nuevas emisiones de las empresas y empezar así nuevamente el período cíclico previamente descrito. No hemos considerado factores externos al analizar las razones de interdependencia previas.

Percibimos que el rol de las AFPs, ha sido vital en la mejora de variables claves relacionadas al mercado de capitales. Entre ellas destacan los volúmenes negociados, la liquidez que le brindan al sistema, la evolución de los precios de los activos financieros, los incentivos de nuevas emisiones, etc.

Para profundizar los factores de importancia que hemos descubierto a lo largo de esta revisión que vinculan de una manera tan relevante e interdependiente a las AFPs y el mercado de capitales revisaremos las siguientes sub-secciones, que ayudarán a precisar mejor las ideas genéricas hasta ahora obtenidas.

4.1 El Punto de Enlace: La Demanda de Acciones y Bonos

La dinámica mostrada en los últimos años por el mercado de capitales interno, traducida principalmente en crecientes emisiones de deuda por parte de agentes privados como públicos reviste una doble importancia puesto que los agentes deficitarios acuden a la alternativa del mercado de capitales en lugar del sistema bancario, pues encuentran mejores condiciones en cuanto al repago de intereses básicamente hablando de un mercado de renta fija, y además encuentran en los inversionistas institucionales un elevado potencial de demanda.

Por ejemplo si comparamos las principales tasas de interés y rentabilidades obtenidas durante el último mes del año 2003 en relación a Diciembre del año anterior,

vemos claramente que la rentabilidad de una inversión en la Bolsa de Valores de Lima fue de lejos la de mejor performance ubicándose por encima del 13% anual, considerablemente más atractiva que otras alternativas del mercado, si dejamos de lado por un momento el nivel de riesgo incurrido. La tabla 5 recoge las rentabilidades nominales comparativas entre los últimos meses de los años 2002 y 2003:

Tabla 5 Rentabilidades Nominales del Sistema Financiero Nacional

RENTABILIDADES DEL MERCADO FINANCIERO NACIONAL	2002	2003
	DICIEMBRE	DICIEMBRE
En Soles		
Indice General Bursátil (BVL)	1.38	13.20
Indice Selectivo (ISBVL)	1.63	15.94
Tasa Activa M/N	1.53	1.76
Tasa Pasiva M/N (Ahorros)	0.30	0.21
Tasa de Interés Interbancaria M/N (Prom. Mensual)	0.31	0.21
En Dólares		
Indice de Fondos Mutuos (expresado en US\$)	0.23	0.31
Tasa Activa M/E	0.81	0.75
Tasa Pasiva M/E (Ahorros)	0.11	0.08
Tasa de Interés Interbancaria M/E (Prom. Mensual)	0.18	0.09
Tipo de Cambio - Promedio del Periodo	3.520	3.474

Fuente Conasev

Si bien es cierto que ésta última comparación responde a circunstancias ciertamente coyunturales, como lo fue en éste caso el buen comportamiento de las acciones mineras debido al alza internacional del precio de los principales metales, evidencia también que la plaza bursátil es la que asimila mas rápidamente las fluctuaciones externas y permite justamente obtener insuperables rendimientos, (o también pérdidas) situación que no sucede con ninguno de los otros mercados ni alternativas de inversión.

Es fundamental entonces enfocar éste aspecto positivamente, y poder aprovechar las ventajas que ofrece muchas veces éste mercado en el corto plazo.

Por otro lado, no podemos referirnos conjuntamente a los instrumentos de renta variable con los de renta fija, pues ambos han seguido comportamientos distintos durante la trayectoria de evolución del mercado de valores que se inició a comienzos de la década de 1990, Referencialmente podemos afirmar de manera general que en el mercado primario de acciones las emisiones han sido mínimas. Sólo se registraron éstas

en 1993 por US\$ 3.0 MM, en 1996 US\$ 14.9 MM y en 1997 donde fueron las mas altas totalizando el monto de US\$ 22.6 MM.

Situación distinta se registró en las nuevas emisiones de instrumentos de deuda, específicamente en bonos en los cuales se observa un crecimiento importante llegando a su nivel máximo en 1998 donde tales emisiones alcanzaron los US\$ 1 048 MM. Ambos comportamientos los apreciamos en la tabla 6.

Tabla 6

Emisiones de Renta Fija y Renta Variable 1996-2003

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total emisiones inscritas	631,126	1,025,382	1,094,386	817,496	1,218,809	1,339,365	1,215,898	1,657,979
Acciones	14,937	22,552	46,130	0	0	0	0	0
Bonos	595,773	799,860	1,048,256	575,124	899,405	794,685	615,414	1,213,938
Otros	20,416	202,970	0	242,372	319,404	544,680	600,484	444,041

La disparidad antes mostrada se debe básicamente a las características propias de cada forma de financiamiento como veremos a continuación en el análisis separado de ambos mercados.

4.2 -Relación con el Mercado de Renta Variable

En renta variable como mencionamos antes, las nuevas emisiones han estado escasas por no decir nulas. Como sabemos esto se debe a una situación estructural propia de nuestro mercado, la cual recoge una variedad de factores por los cuales las nuevas emisiones no son bien vistas. Entre algunos de ellos podemos resaltar:

- La estructura de propiedad de las empresas peruanas, que como es sabido son básicamente de composición familiar, y la poca cultura corporativa de apertura de sociedades anónimas que permitiría contar con la participación de nuevos accionistas ajenos al seno de los fundadores. Este caso no solo ocurre en el Perú, es principalmente latinoamérica la región que concentra esta particularidad de los dueños de las principales compañías. En éste sentido se posee la temeridad de que nuevos partícipes puedan tener lugar en la toma de decisiones de la

empresa, y que dichas medidas atenten contra los accionistas originarios. Mucho tiene ver que al respecto la falta de implementación de un adecuado marco legal de gobierno corporativo de las empresas, por el cual se reconozcan y se establezcan las prioridades de la mayoría de accionistas.

- Otro factor relevante es que la apertura de las sociedades a bolsa implica la revelación de la información al mercado la cual se vuelve pública, hecho que no es muy del agrado en muchas ocasiones por los empresarios peruanos. Esta mención merece un comentario aparte, pues en la actualidad existen muchas empresas que estando listadas en bolsa y por lo tanto aptas para emitir valores, no han hecho uso de los beneficios derivados de ésta situación, incurriendo por el contrario en los costos de revelación de información.
- Los múltiples obstáculos que pueden representar la falta de una adecuada cultura bursátil, hecho por el cual se ve con mucha desconfianza aún al mercado de capitales tanto por los agentes deficitarios como por los potenciales inversores. Este es un factor de suma importancia pues es vital que exista una *sociedad de confianza*¹³ entre los partícipes de un mercado de capitales
- Los costos de intermediación así como los requisitos de montos negociados, por medio de los cuales se establece un filtro, y sólo empresas de determinada envergadura pueden acceder al mercado de capitales

Habiendo analizado de manera breve pero ilustrativa los factores que inciden en la poca dinámica de nuevas emisiones de instrumentos de renta variable, es decir en el mercado primario de acciones, podríamos interpretar erróneamente a priori que las AFPs como inversionistas no han tenido una influencia real en el mercado de capitales al menos en el segmento de renta variable.

Sin embargo, a estas alturas cobra relevancia el mercado de negociación secundaria sobre el que se pretende poner énfasis, y nuestra premisa planteada sugiere

¹³ Entiéndase por sociedad de confianza a la situación en la que todos los partícipes tengan la certeza que los otros cumplirán sus funciones y honrarán sus obligaciones a cabalidad.

que con las acciones ya existentes en el mercado que constituyen el float¹⁴, se genera un círculo de negociación mediante el cual la demanda por determinado valor más que financiar a la empresa que éste título representa (que es la idea primigenia que está detrás de un mercado de capitales), funciona como un indicador, o dicho más claramente envía señales de la bondad de determinado instrumento. Propiamente lo que queremos afirmar, es que las AFPs así como otros inversionistas cumplen un rol dinamizador y generador de buenas o malas señales a la economía sobre la idoneidad de las acciones (y por lo tanto de las empresas) que se quieren mantener en una cartera o portafolio de inversiones.

A partir entonces del análisis del mercado de renta variable, rescatamos dos ideas aplicativas que puedan respaldar la influencia de las AFPs sobre la plaza bursátil a la que constantemente hacemos referencia.

4.2.1- Inversiones de las AFPs en Renta Variable y su relación con el IGBVL

Esta primera premisa intenta inferir que las compras de las AFPs de instrumentos de renta variable tienen una incidencia en los movimientos del índice general de la bolsa, a través del cual en muchas ocasiones se pretende medir el nivel de actividad y también de la bonanza económica de una sociedad. Para ejemplificar la idea, asumimos un escenario bajo el cual las AFPs demandan constante y masivamente acciones; Por comportamiento racional de los agentes, estas señales podrían traducirse en atraer cada vez mayores partícipes al mercado (tanto emisores como inversores) dado el elevado nivel de actividad el cual es medido por el IGBVL, que reflejaría importantes tasas de rentabilidad, y finalmente conduciendo al mercado de capitales a una dinámica mas fluida.

Es importante aclarar en este momento que se asume que las inversiones realizadas tienen detrás criterios fundamentales de análisis, es decir interpretamos que una acción es atractiva para la cartera de las AFPs por el buen performance de la empresa a la que representa, y no por factores meramente especulativos o propios del

¹⁴ Float es el nombre en inglés con el que se le conoce a las acciones que no están en manos de la compañía , y están disponibles para la negociación secundaria.

trading en una gestión de portafolios, aunque ésta afirmación puede ser distinta de la realidad, pero practica para efectos de nuestro análisis.

Para contrastar cuantitativamente la relevancia de la participación de las AFPs como agente dinamizador del mercado secundario de renta variable, se estimó el grado de relación entre el stock de acciones mantenidos mes a mes por el Sistema Privado de Fondos de Pensiones contra la evolución del valor del IGBVL desde Diciembre 1999 hasta Diciembre 2003, con una periodicidad mensual. Para ello con información oficial obtenida de la Bolsa de Valores de Lima y la Superintendencia de Banca y Seguros, calculamos el coeficiente de correlación entre las variables antes mencionadas el cual fue de 0.78. Es decir se observa un alto grado de asociación positiva en el movimiento de ambas variables, que estaría reflejando ya de algún modo cierta consistencia de nuestra apreciación de la relación directa y positiva entre el crecimiento del índice, con los mayores volúmenes de instrumentos de renta variable que las AFPs incorporan en sus portafolios.

Sin embargo en búsqueda de una mayor correspondencia entre las variables tratadas y siguiendo la idea intuitiva plasmada líneas atrás, el mayor grado de asociación medido por éste mismo coeficiente fue arrojado cuando se relacionó el valor del IGBVL con los saldos de acciones mantenidos por las AFPs, pero con un período de rezago. Es decir, cuando se relacionó el monto mantenido en acciones en un período t , contra el valor del índice en un período $t+1$, se obtuvo un mayor grado de comovimiento o asociación lineal entre ambas variables, expresado por el coeficiente de correlación que en éste caso mostró una mayor fortaleza y fue de 0.81%.

Rescatamos de éste resultado la percepción de que las AFPs envían señales a través de sus compras netas (variación entre saldos de un mes a otro) para condicionar el accionar del mercado (cuya medida aproximada la recoge el IGBVL) en el siguiente mes. Es decir, los *inversionistas seguidores*¹⁵ partirán de la premisa de que una alta mantención en los saldos de renta variable de las carteras de AFPs, (siendo éstas las supuestas expertas en el mercado), impulsará al mercado al alza en el siguiente período ya que por alguna razón se ha incrementado la tenencia de esos valores. La diferencia en el tiempo es un problema de información pues nadie sabe con anticipación

que acciones están comprando o vendiendo los otros, y es por eso una vez que se cuenta con información por ejemplo, de un aumento o disminución de las compras netas de un mes a otro, a partir de ella de alguna manera se condicionará el comportamiento del mercado en el siguiente período.

Desde otro enfoque intentamos también explicar el comportamiento del índice producto de las variaciones en las tenencias de la cartera de renta variable del sistema privado de pensiones, usando el análisis de regresión, para el mismo período de análisis del caso anterior. Tomamos como variable dependiente el valor del IGBVL, y como variable explicativa el stock de acciones mantenidos en las carteras de las AFPs.

La ecuación que denota nuestro modelo viene definida por:

$$IGBVL = C(1) + C(2)StockAcciones$$

Donde : *IGBVL* = Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
StockAcciones = Stock de acciones de acciones de AFPs

Por lo tanto para poder probar la significancia del modelo, plantearemos la respectiva hipótesis nula en el caso de análisis individual de los estimadores (Prueba T-Student) así como del análisis en conjunto de los mismos (Prueba F).

Para el análisis individual

Ho: $C(1) = 0$ y $C(2) = 0$ H1: $C(2) \neq 0$ y $C(1) \neq 0$

Para el análisis en conjunto:

Ho: $C(1) = C(2) = 0$ H1: $C(1) \neq C(2) \neq 0$

Donde Ho: Hipótesis nula H1: Hipótesis alterna

¹⁵ Conducta de los inversionistas que siguen a los líderes o expertos en el mercado.

Tabla 7

Resultados de Test Econométrico

Dependent Variable: IGBVL

Method: Least Squares

Sample: 1 48

Included observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STOCKACCIONES	0.000184	1.96E-05	9.410391	0.000
C	720.4527	83.21216	8.658023	0.000
R-squared	0.658134	Mean dependent var		1463.021
Adjusted R-squared	0.650702	S.D. dependent var		309.6122
S.E. of regression	182.9854	Akaike info criterion		13.29746
Sum squared resid	1540248	Schwarz criterion		13.37543
Log likelihood	-317.1391	F-statistic		88.55546
Durbin-Watson stat	0.220329	Prob(F-statistic)		0.000

Elaboracion propia

Al observar los resultados obtenidos por la salida econométrica mostrada en la tabla 7, y a un nivel de confianza de 95% ($\alpha = 5\%$ = nivel de significancia), encontramos para la prueba individual que las probabilidades de los T estadísticos obtenidos son menores a 5% para los coeficientes de regresión, motivo por el cual se rechaza la Hipótesis nula y se acepta la significancia individual de los estimadores en el modelo.

Asimismo al analizar de manera global el modelo encontramos un F estadístico elevado, y una probabilidad del mismo menor igualmente al nivel de significancia del 5%. Nuevamente a un nivel de confianza del 95%, se rechaza la hipótesis nula de que los coeficientes sean iguales a cero en forma conjunta, considerándose por lo tanto significativos, para nuestro modelo en mención y validando la ecuación planteada.

Encontramos también una bondad de ajuste de 65%, medida por el coeficiente R-squared (R Cuadrado), indicador que refleja el grado de explicación de la ecuación en el comportamiento de la variable dependiente.

Estos resultados, aunados a los previos, nos llevan a afirmar que por medio del análisis del coeficiente de correlación se obtuvieron altos valores de asociación lineal en los comovimientos de las variables tratadas, resultados que podríamos considerar

como significativos estadísticamente, y además al correr el modelo de regresión lineal, se obtuvo también resultados que apoyan nuestra hipótesis de asociación positiva entre las posiciones en acciones mantenidas en cartera por las AFPs contra las subidas y caídas de IGBVL, situación que respaldaría la intuición de la influencia que tiene la participación activa en las compras y ventas de acciones por parte de las AFPs, sobre los movimientos oscilatorios del IGBVL.

4.2.2- Inversiones de las AFPs y la Formación de Precios de Mercado

Un segundo enfoque considera la posible influencia en la divergencia de la relación “*precio/valor contable*”¹⁶ de determinadas acciones componentes del IGBVL, con las compras netas de las AFPs en el periodo tratado. Dicho análisis nos puede dar una idea de la valoración por parte del mercado de una determinada acción y la influencia sobre la misma que tendrían los stocks mantenidos por las AFPs, es decir su nivel de inversión en las mismas. Mientras mayor sea esta influencia pues de alguna manera los accionistas habrían ganado valor y el efecto de la mayor tenencia de las AFPs de tales instrumentos sería un posible determinante en la divergencia precio/valor contable, pero sin embargo esta creación de valor no puede afirmarse si proviene de impulsos reales o artificiales. Con ésta última apreciación nos referimos a que ésta ganancia de valor puede ser resultado de que las mayores demandas de tales acciones por las AFPs, y por lo tanto un incremento de sus precios, pueden provenir de una inversión considerando los criterios fundamentales de las empresas a las que representan dichas acciones (impulso real), o por otro lado simplemente de una inversión especulativa basada en análisis técnicos de la evolución de los precios de los títulos (impulso artificial).

De esta manera se recopilaron datos de diferentes empresas cuyas acciones son componentes del IGBVL y que de alguna manera representen distintos sectores de la economía real. Las acciones representativas tomadas para esta muestra fueron las de Backus, Sourthen, Banco Continental, Credicorp y Luz del Sur, todas ellas con presencia en el IGBVL. Se calcularon sus respectivos indicadores de precio valor contable, y se estimó su correlación con las variaciones en las tenencias de la cartera de renta variable de las AFPs, es decir las compras netas realizadas para períodos

anuales comprendidos entre 1999 y el 2003, en los que se posee data homogénea. El valor contable para fines metodológicos y comparativos fue tomado del año 2003, para evitar las distorsiones que pudieran haber ocasionado los ajustes contables que hayan realizado las compañías durante el período de análisis.

Los resultados mostraron altos coeficientes de correlación, que estarían respaldando de otra forma, la incidencia que tienen las compras de instrumentos de renta variable por parte de las AFPs en la dinámica de negociación y de formación de los precios del mercado accionario. En la tabla 8 se presentan los resultados obtenidos:

Tabla 8

Resultados del Análisis de Correlación
Variación Neta de Acciones AFPs vs Ratio Precio Valor Contable

	Evolución Anual					Coeficiente de Correlación
	1999	2000	2001	2002	2003	
Stock de Renta Variable (AFPs)	3,136,653	2,753,453	3,077,929	4,961,823	7,833,659	
Variación Neta de Acciones		-383,200	324,476	1,883,894	2,871,836	
BACKUS	1.46	0.92	0.92	1.15	1	
Valor Contable	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	
P/V	1.390	0.876	0.876	1.095	0.952	0.62
SOURTHEN	15	12.53	11.18	14.2	48.3	
Valor Contable	7.72	7.72	7.72	7.72	7.72	
P/V	1.943	1.623	1.448	1.839	6.256	0.80
LUZ DEL SUR	2.5	2.03	1.97	3.45	3.5	
Valor Contable	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	
P/V	2.174	1.765	1.713	3.000	3.043	0.94
CREDICORP	11.91	5.85	8.75	9.5	13.2	
Valor Contable	8.29	8.29	8.29	8.29	8.29	
P/V	1.437	0.706	1.055	1.146	1.592	0.94
BANCO CONTINENTAL	2.1	1.61	1.34	1.59	1.8	
Valor Contable	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19	
P/V	1.765	1.353	1.126	1.336	1.513	0.64

Como observamos se presentan los datos de la cotización de las acciones para el cierre de cada período, sus valores contables homogéneos, sus relaciones precio valor contable, así como los coeficientes de correlación entre éste último indicador contra la variación neta de la posición de acciones que mantienen las AFPs, indicadas también en dicha tabla.

¹⁶ Esta relación muestra el cociente entre el precio de mercado de una acción y su valor en libros.

Al analizar los resultados de la tabla 8, notamos que en los periodos en los que las AFPs incorporaron mayor cantidad de las acciones bajo análisis, el indicador precio/valor contable mostró una tendencia creciente. De igual manera en el período en que se redujeron éstas tenencias de acciones, la divergencia Precio valor contable también se contrajo.

Así entonces los valores cuyo indicador precio /valor contable mostró mayor asociación con las compras netas fueron Luz de Sur (0.94) Credicorp (0.94) seguidos de Sourthen (0.80) Banco Continental (0.64) y Backus (0.62). Cabe mencionar que los grados de asociación entre las variables antes descritas, estuvieron por encima del 60%, y en promedio alcanzaron el 79%., cifra que podría considerarse como significativa.

En síntesis de lo antes expuesto, podemos afirmar que existe un alto grado de asociación entre los movimientos del índice y el movimiento de precios de las acciones con la inversión en instrumentos de renta variable que posee el fondo privado de pensiones. Su interacción, si validamos las conjeturas planteadas se traduciría en afirmar que los saldos mantenidos por las AFPs en instrumentos de renta variable, ya sea como stocks de acciones o por las compras netas (compras menos ventas) de un período a otro, serían algunos de los factores que estarían condicionando los movimientos del IGBVL por un lado, y de la divergencia entre el precio de mercado vs. el valor en libros de algunas importantes acciones componentes del IGBVL.

4.3 Relación con el Mercado de Renta Fija

Es quizás en este mercado donde se haya percibido mas claramente en los últimos tiempos la interdependencia eficaz entre el mercado de capitales y las AFPS, si nos referimos al mercado de emisiones primarias, las cuales han estado concentradas en instrumentos de renta fija en los últimos años. Esta situación se ha dado básicamente por las características propias de los instrumentos de deuda, que se adecuan tanto al emisor como al demandante.

Por el lado del emisor la emisión de instrumentos de renta fija no compromete la toma de decisiones o el control de las compañías por parte de los tenedores de sus

instrumentos. Lo único que hace es incurrir en un compromiso de deuda, que en entornos como el actual es bastante favorable debido las bajas tasas de interés y también al exceso de liquidez de éstos agentes que de igual modo conllevan a un endeudamiento mas barato y accesible.

Por el lado de las AFPs se adecua desde el punto de vista del perfil de inversiones que debe mantener dada su finalidad de preservación del capital para atender las necesidades futuras de sus afiliados. Así entonces, dado el marco de leyes vigente las inversiones en renta fija del fondo de pensiones calzan con el nivel de riesgo y rentabilidad moderada que exige la naturaleza misma del negocio.

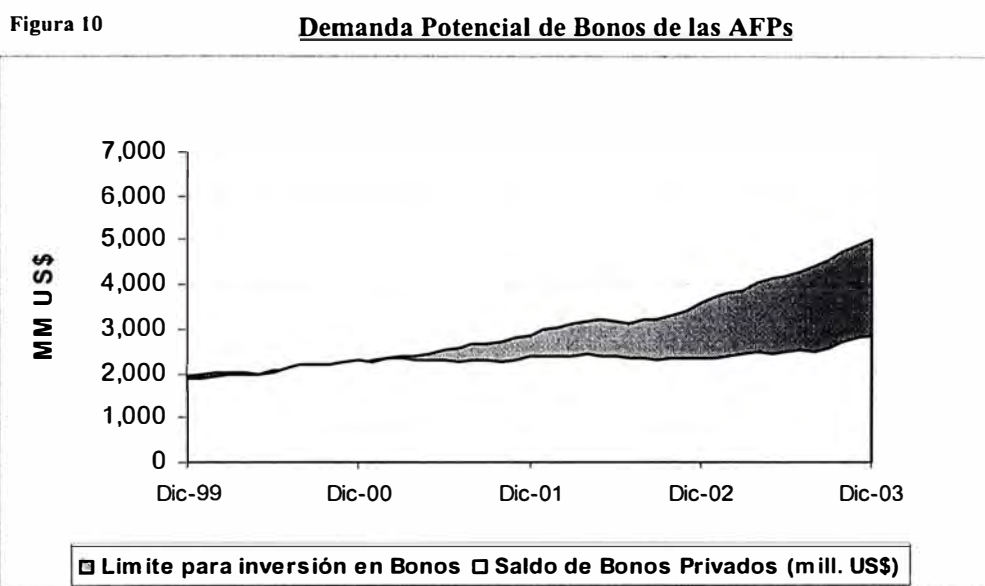
De manera tangible para ejemplificar lo antes dicho vemos que el total de emisiones inscritas de deuda (considerando bonos y certificados de depósitos durante 2003 ascendió a US\$ 1 658 millones, monto que representó el 136.1 por ciento del total de emisiones inscritas durante el año 2002. Tras la caída evidenciada en los últimos años de la década del 90, específicamente hacia 1999, ha retomado la tendencia creciente en lo concerniente a la emisión de instrumentos de deuda. En este período los valores más representativos fueron los bonos con 73.2 por ciento del total inscrito, seguido de los instrumentos de corto plazo con el 26.8 por ciento. Es notorio el repunte del mercado dadas las condiciones actuales de emisión y el escenario de bajas tasas de interés, que ha condicionado el nuevo impulso de éste segmento de mercado, ubicándolo en el nivel mas alto de los últimos años. La tabla 9 muestra su evolución en el período 1996-2003.

Tabla 9 **Resumen de Emisiones Inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total emisiones inscritas	631,126	1,025,382	1,094,386	817,496	1,218,809	1,339,365	1,215,898	1,657,979
Bonos	595,773	799,860	1,048,256	575,124	899,405	794,685	615,414	1,213,938
Composición %	94.4%	78.0%	95.8%	70.4%	73.8%	59.3%	50.6%	73.2%
Instrumentos de corto plazo	20,416	202,970	0	242,372	319,404	544,680	600,484	444,041
Composición %	3.2%	19.8%	0.0%	29.6%	26.2%	40.7%	49.4%	26.8%
Total Emisiones Renta Fija	616,189	1,002,830	1,048,256	817,496	1,218,809	1,339,365	1,215,898	1,657,979

Otro factor importante a tomar en cuenta en éste análisis es el saldo de bonos en circulación como una medida promedio del total existente de este tipo de instrumento en un momento dado. De ésta manera se podría estimar una relación entre la diferencia de los límites máximos de inversión en éstos instrumentos por parte de las AFPs y el total de éste saldo para ver cual sería la demanda potencial para cada período de tiempo, y que por falta de un mayor número de instrumentos de esas características, tal demanda queda insatisfecha.

Así entonces observamos en la figura 10 la brecha existente entre las variables antes descritas:



Al cierre del 2003 esta brecha supera los US\$ 2 000 millones, generando un exceso de liquidez que en lugar de ser canalizada hacia nuevos instrumentos, se encuentra en activos de menor rendimiento, generalmente depósitos bancarios.

5- Conclusiones Generales

Tras analizar el mercado de capitales así como la evolución y funcionamiento de las AFPS se han ido descubriendo las principales relaciones existentes entre ambos entes, las cuales se conectan básicamente a través de la inversión en activos financieros en sus distintas modalidades.

En tal sentido rescatamos las siguientes conclusiones.

- Uno de los mecanismos que conecta una economía real con una economía monetaria se da a través del mercado de capitales. La existencia de las AFPs tiene un efecto importante en la profundidad de éste mercado, es decir cada vez mas empresas acuden al mismo, emitiendo activos financieros, con el objetivo de conseguir los recursos necesarios para poner en marcha sus operaciones de generación de valor añadido o sus proyectos de inversión, los cuales vistos desde una óptica agregada se traducirán en un mayor nivel de producto y de demanda agregada, y por lo tanto en el bienestar general que la evolución de tales variables implica.
- Las AFPs han tenido una importante influencia en el crecimiento de los volúmenes de emisión, específicamente de instrumentos de renta fija, pues como se ha visto éstas mantienen en cartera un importante monto del total de activos con tales características. Así entonces con el correr de los años la existencia del fondo privado de pensiones, ha alentado continuamente la mayor oferta de títulos, y predecimos que ésta tendencia se mantendrá en el futuro. En todo caso es tarea de los potenciales emisores estructurar vehículos de inversión atractivos para la alta demanda existente, de modo que se reduzca la brecha entre los fondos disponibles para su canalización en éstos instrumentos, y el nivel de oferta de los mismos.
- Si bien las condiciones propias y estructurales de nuestro mercado de capitales no han permitido un desarrollo de las nuevas emisiones de instrumentos representativos de capital, las AFPs han mostrado su influencia a través de la negociación secundaria de dichos instrumentos. Dicha influencia la hemos intentado medir a través de los grados de asociación entre variables como el índice general de la bolsa

de valores, y la evolución del indicador precio/valor contable de importantes acciones, con los saldos de inversión mantenidos en acciones por parte de las AFPs, concluyendo con que existe cierta base estadística que respalda la hipótesis de dependencia positiva entre las variables analizadas.

- Condicionan la aparición de nuevos actores e instrumentos, así como de nuevos tipos de emisiones así como plazos mayores de repago de deuda (financiamiento a largo plazo).
- Se evidencia un aumento del Ahorro Nacional Interno canalizado a través de los fondos de pensiones y de las cuentas de capitalización individual.
- El desarrollo de los fondos de pensiones, en función de su curva de aprendizaje se podría traducir en mayores niveles de optimalidad del mercado de capitales medidos en términos de profundidad, liquidez y competencia.

BIBLIOGRAFÍA

1. **Brealey Myers** “*Principios de Finanzas Corporativas.*” Quinta Edición Mc Graw Hill España 2001
2. **Bodie Kane and Marcus** “*Investments*” Segunda Edición Irwin Mc Graw Hill
3. **Dorbunsh Rudiger** “*Macroeconomía*” Sexta edición Mc Grawl-Hill España
4. **Fabozzi Frank & Modigliani** “*Mercados e Instituciones Financieras*” Prentice Hall 1996
5. **Lopez Aliaga y Souza DeBarbieri 1997** “*Banca de Inversión el en Perú*” 1997
6. **Markowitz, Harry.** “*Portafolio Selection*”. New York: Willey, 1959,
7. **Sachs Jeffrey** “*Macroeconomía en una economía global*” México Prentice Hall 1999
8. **Saunders Anthony** “*Financial Institutions Management*” a modern perspective Second Edition Irwin Mc Graw Hill
9. **Shapiro Allyn & Bacon** “*Multinational Financial Management*” 1996

Otras Fuentes

10. **Banco Central de Reserva del Perú** *Funcionamiento del sistema privado de pensiones y límite de las inversiones en el exterior* Estudios y publicaciones Gerencia de crédito y regulación financiera junio de 2003

11. **Banco Central de Reserva del Perú** informe *“Incremento del límite para inversiones en el exterior de los fondos de pensiones”* Gerencia de crédito y regulación financiera - Mayo 2003
12. **Asociación de AFP Chile.***“Razones de la Expansión del Sistema de AFP en el Mundo”* Serie de estudios Boletín Noviembre 2000
13. **Federación internacional de administradora de fondos de pensiones** Los Fondos de Pensiones en Latinoamérica y su Implicancia Económica Working Paper 23
14. **Revistas Business** Enero 2003-Julio 2003
15. **Revista Valores Conasev** 2000-2003

Paginas web

www.sbs.gob.pe

www.bcrp.gob.pe/estudiosypublicaciones

www.bvl.com.pe/estadísticas

www.conasev.gob.pe

www.elsevier.com