

AA8609

TESIS
E 2000
L6



UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA

**DESEMPEÑO DE LOS FONDOS MUTUALES DE RENTA FIJA
EN VENEZUELA Y SU ESTRATEGIA DE INVERSIÓN.
1997-1999**



Autora:

Susana López González

Profesor-Guía:

María Inés Fernández

Caracas, octubre 2000.

A Dios por guiarme en la oscuridad,
A mis padres por darme la oportunidad
de hacer un sueño realidad,
A Alberto porque sin amor
no vale la pena vivir,
A María Inés por la
dedicación.
GRACIAS

Tabla de contenido

AGRADECIMIENTOS	1
TABLA DE CONTENIDO	2
INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO 1 MARCO TEÓRICO	11
1.1 MEDIDAS DE RIESGO.....	11
1.2 RIESGO TOTAL.....	12
1.3 MODELO CAPM	13
1.3.1 LÍNEA DE MERCADO DE CAPITALS (CML)	16
1.3.2 LÍNEA DE MERCADO DE VALORES (SML).....	17
1.4 INDICES DE DESEMPEÑO AJUSTADOS POR RIESGO.....	17
1.5 ESTRATEGIA DE INVERSIÓN.....	22
1.6 METODOLOGÍA	26
CAPÍTULO 2 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA VENEZOLANA.....	30
2.1 ENTORNO ECONÓMICO EN 1997.....	30
2.2 ENTORNO ECONÓMICO EN 1998.....	34
2.3 ENTORNO ECONÓMICO EN 1999.....	39

CAPÍTULO 3 FONDOS MUTUALES.....	44
3.1 DEFINICIÓN.....	44
3.2 CLASIFICACIÓN DE LOS FONDOS MUTUALES.....	46
3.3 RESTRICCIONES LEGALES	47
3.4 ESTRUCTURA ORGANIZATIVA.....	50
3.5 HISTORIA DE LOS FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA	52
3.6 MERCADO DE LOS FONDOS MUTUALES	57
3.7 ANÁLISIS DE LA MUESTRA.....	58
<i>Fondo Mutual BBO</i>	58
<i>Fondo Mutual Exterior</i>	58
<i>Fondo Mutual La Ceiba</i>	59
<i>Fondo Mutual Mercantil</i>	60
<i>Fondo Mutual Noroco</i>	60
<i>Fondo Mutual Primus</i>	61
<i>Fondos Mutuales Pro-dinero y Pro-renta</i>	61
CAPÍTULO 4 ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	63
4.1 ANÁLISIS DE LOS PORTAFOLIOS.....	63
<i>Fondo Mutual BBO</i>	63
<i>Fondo Mutual Exterior</i>	68
<i>Fondo Mutual La Ceiba</i>	71
<i>Fondo Mutual Mercantil</i>	73
<i>Fondo Mutual Noroco</i>	76
<i>Fondo Mutual Primus</i>	79
<i>Fondo Mutual Pro-dinero</i>	82
<i>Fondo Mutual Pro-renta</i>	85

CAPÍTULO 5 ANÁLISIS COMPARATIVO.....	90
CONCLUSIONES	103
BIBLIOGRAFÍA	106
ANEXOS.....	108

1	Indicadores Económicos
2	Evolución del patrimonio de los Fondos Mutuales de la muestra
3	1997 VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra
	1998 VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra
	1999 VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra
4	Dividendos otorgados por los Fondos Mutuales
5	1997 VUI ajustados por dividendos
	1998 VUI ajustados por dividendos
	1999 VUI ajustados por dividendos
6.1	Carteras de inversión del Fondo Mutual BBO
6.2	Carteras de inversión del Fondo Mutual Exterior
6.3	Carteras de inversión del Fondo Mutual La Ceiba
6.4	Carteras de inversión del Fondo Mutual Mercantil
6.5	Carteras de inversión del Fondo Mutual Noroco
6.6	Carteras de inversión del Fondo Mutual Primus
6.7	Carteras de inversión del Fondo Mutual Pro-dinero
6.8	Carteras de inversión del Fondo Mutual Pro-renta

CUADROS

Cuadro 1 Evolución de los Fondos Mutuales en 1997	54
Cuadro 2 Evolución de los Fondos Mutuales en 1998	55
Cuadro 3 Evolución de los Fondos Mutuales en 1999	55
Cuadro 4 Información general de los Fondos Mutuales de la muestra	62

Cuadro 5 Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los FM I semestre 1997.....	90
Cuadro 6 Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los FM II semestre 1997.....	92
Cuadro 7 Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los FM I semestre 1998.....	94
Cuadro 8 Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los FM II semestre 1998.....	96
Cuadro 9 Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los FM I semestre 1999.....	98
Cuadro 10 Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los FM II semestre 1999....	100

FIGURAS

Figura 1 Riesgo total	13
Figura 2 Línea de mercado de capitales	16
Figura 3 Esquema combinatorio	18
Figura 4 Índice de Sharpe	20

GRÁFICOS

Gráfico 1 Rendimientos de títulos	43
Gráfico 2 Evolución del patrimonio de los Fondos Mutuales	51
Gráfico 3 Evolución de los Fondos Mutuales, 1996-1999	53
Gráfico 4 Evolución patrimonial de los distintos tipos de Fondos Mutuales	56
Gráfico 5 Evolución del patrimonio de los fondos mutuales de la muestra.....	62
Gráfico 6 Evolución de las carteras del Fondo Mutual BBO	64
Gráfico 7 Evolución de las carteras del Fondo Mutual Exterior	69
Gráfico 8 Evolución de las carteras del Fondo Mutual La Ceiba	71
Gráfico 9 Evolución de las carteras del Fondo Mutual Mercantil	73
Gráfico 10 Evolución de las carteras del Fondo Mutual Noroco	77
Gráfico 11 Evolución de las carteras del Fondo Mutual Primus	80
Gráfico 12 Evolución de las carteras del Fondo Mutual Pro-dinero	83
Gráfico 13 Evolución de las carteras del Fondo Mutual Pro-renta	85
Gráfico 14 Índice de Sharpe (Jun 97)	91
Gráfico 15 Índice de Sharpe (Dic 97)	93
Gráfico 16 Índice de Sharpe (Jun 98)	95
Gráfico 17 Índice de Sharpe (Dic 98)	96
Gráfico 18 Índice de Sharpe (Jun 99)	99
Gráfico 19 Índice de Sharpe (Dic 99)	100
Gráfico 20 Mejores carteras por su desempeño	101
Gráfico 21 Peores carteras por su desempeño.....	102

Introducción

Los Fondos Mutuales se caracterizan por ofrecer una forma simple de invertir en los complejos mercados financieros de hoy. También actúan como intermediarios, al permitir a pequeños y medianos inversionistas invertir en papeles o títulos valores que no estarían a su alcance, si quisieran adquirirlos por sí solos. De esta forma ofrecen a los inversionistas la posibilidad de invertir en una cartera diversificada.

Otras de las principales características que tienen los Fondos Mutuales son que al manejar grandes cantidades de dinero tienen acceso a mejores precios, emisiones primarias, mayor capacidad de recolectar información, acceso a tecnología de punta y otras ventajas que el inversionista individual no está en capacidad de lograr.

El presente estudio nace de observar la volatilidad que existe en la economía venezolana y estudiar como ella afecta las estrategias de inversión de un fondo mutual y con ello su desempeño. Asimismo parte de observar que en Venezuela, frecuentemente, los pequeños inversionistas tienden a "... evaluar los Fondos Mutuales basándose sólo en el rendimiento que éste ha mostrado en un período de tiempo determinado. Este hecho se puede comprobar cuando vemos la cantidad de accionistas que captan estas instituciones al reflejar un alto rendimiento." (Revista Inversiones, 1995,p.50)

En términos generales parecería que los inversionistas en los fondos mutuales dejan de lado el riesgo que se corre al invertir en los Fondos Mutuales. Por ello en este estudio buscaremos estudiar la relación riesgo-rendimiento en este tipo de inversión. Para ello utilizaremos la desviación estándar como medida de riesgo, ya que descartamos el indicador Beta, pues su aplicación requería de un rendimiento de mercado (R_m) ineficiente,

pues el mercado bursátil de Venezuela es también poco representativo para la economía venezolana, además de no cumplir las características de un mercado eficiente, que es la base de cualquier cálculo de beta. Una posible forma de usar tal medida era tomarla de un mercado foráneo y adaptarla a la moneda local y riesgo país, pero esto podría haber desvirtuado los resultados, al no referirse a la economía venezolana propiamente.

Generalmente, en estudios realizados por publicaciones especializadas y en los informes de los fondos mutuales a sus accionistas, los resultados de los fondos son analizados normalmente con base en la determinación de sus rendimientos. Este tipo de análisis puede conducir a conclusiones incorrectas, ya que el retorno es un parámetro insuficiente para emitir un juicio sobre el desempeño de un fondo mutual. La solución a este problema fue utilizar la medida de desempeño ajustada por riesgo de Sharpe.

En particular para este estudio partimos del supuesto simplificador de que los inversionistas que invierten en los fondos mutuales venezolanos, son aquellos para los cuales el fondo representa el único activo en su portafolio, es decir, por ser pequeños inversionistas sólo poseen unidades de fondos mutuales y no tienen ningún otro activo financiero que conforme su cartera.¹ Este supuesto permite justificar el uso del índice de Sharpe para medir el desempeño de los fondos mutuales, ya que al ser el fondo el único activo en el portafolio del inversionista, este valora más el nivel de diversificación, que el valor agregado de este. Además, este índice está basado en la línea de mercado de capitales (CML) donde se incluyen los bonos y otros instrumentos financieros relevantes para este trabajo.

Al asumir este supuesto, fue necesario utilizar como tasa libre de riesgo, la tasa pasiva promedio de 90 días, por que los inversionistas pequeños no disponen del capital necesario

para invertir en títulos emitidos por el Gobierno (que normalmente son las proxy de tasa libre de riesgo) y cuya denominación suele ser elevada. Tampoco pueden ser fácilmente accesibles por el pequeño inversionista y adicionalmente son títulos que cambian de disponibilidad en el mercado, especialmente los emitidos por el Banco Central de Venezuela, que responden a coyunturas del mercado monetario y por lo tanto pueden no estar presentes en todos los periodos de un estudio. Por todo lo anterior en este estudio consideramos que el costo de oportunidad de una inversión libre de riesgo para los pequeños inversionistas son las colocaciones en los Bancos, ya que estas están garantizadas por Fogade, lo que le permite a estos inversionistas asumirlas como libres de riesgo.

A partir de todo lo anterior, planteamos la hipótesis de este estudio:

HIPÓTESIS

El desempeño de cada fondo mutual es consecuencia de su estrategia de inversión. En un entorno económico incierto, los fondos mutuales que presenten una estrategia de inversión más defensiva (mayor proporción de títulos de renta fija de corto plazo y en moneda nacional) presentarán un mejor índice de desempeño de Sharpe.

Tomando como base la hipótesis anterior, al relacionar desempeño con la estrategia de inversión se podría determinar aquella que sea adecuada ante un entorno económico cambiante y volátil como el venezolano para el período de estudio (1997-1999).

Para llegar a su comprobación se formularon los siguientes objetivos:

¹ Para este estudio se utilizó de forma indistinta los términos portafolio y cartera.

OBJETIVOS

1. Estudiar el mercado venezolano de Fondos Mutuales en general y los Fondos Mutuales de Renta Fija en particular.
2. Calcular los rendimientos diarios y anualizados de los Fondos Mutuales de la muestra en estudio para el período 1997-1999.
3. Evaluar el riesgo de los principales Fondos Mutuales de Renta Fija, basándonos en la medida de desviación estándar.
4. Calcular el desempeño de cada uno de los Fondos Mutuales, aplicando el índice de desempeño de Sharpe.
5. Analizar el entorno económico venezolano durante el periodo en estudio de forma semestral.
6. Obtener la composición de las carteras de inversión de cada uno los Fondos Mutuales en estudio, y determinar los cambios sucedidos en cada una de ellas en cada semestre.
7. Establecer la relación entre los cambios en la estrategia de inversión y los cambios en el entorno económico.
8. Determinar la relación entre índice de desempeño y estrategia de inversión, de manera de obtener la estrategia más adecuada en términos de desempeño ante los cambios en el entorno económico.

Es importante resaltar, que el estudio se enfocó en el análisis exclusivo del mercado de fondos mutuales de renta fija, ya que estos presentaron un aumento de su participación en el mercado de fondos mutuales.

El trabajo se desarrollará en cinco capítulos. En el primer capítulo se presenta una revisión de conceptos y elementos teóricos que se encuentran vinculados con la evaluación del desempeño y las estrategias de inversión de los fondos mutuales de renta fija, necesarios para el estudio. Además, se presenta la metodología aplicada para el desarrollo del trabajo. En el segundo capítulo se presenta una descripción de la economía durante el periodo en estudio, ya que los portafolios de inversión se adaptan a los cambios que se producen en la economía.

El tercer capítulo resume elementos relacionados con la evolución de los fondos mutuales en Venezuela, con la descripción de las clasificaciones, restricciones legales, estructura organizativa, historia y evolución del patrimonio de los distintos tipos de Fondos Mutuales. Este capítulo sirve de marco para la evaluación del mercado de Fondos Mutuales de Renta Fija en particular, que se estudiará por medio de una muestra representativa en el capítulo siguiente.

En el cuarto capítulo se hace el análisis de la composición y evolución de los portafolios de cada fondo mutual, para determinar su estrategia de inversión (defensiva o agresiva) dado el entorno económico del momento, y también se analiza como la estrategia de inversión afectó en el rendimiento, riesgo y desempeño. Finalmente, en el capítulo cinco se realizará el análisis comparativo de los fondos mutuales, para cada período de estudio. Por medio del índice de Sharpe se determinará cuales fueron los fondos mutuales que presentaron los mejores y peores resultados dada su estrategia de inversión. De esta manera, se llegará a las conclusiones de este trabajo.

Capítulo 1

Marco Teórico

En este capítulo se presenta una revisión de diferentes conceptos y elementos teóricos que se encuentran vinculados con la evaluación del desempeño y las estrategias de inversión de los Fondos Mutuales de Renta Fija en Venezuela, necesarios para el presente estudio, además de la metodología utilizada para los análisis siguientes.

1.1 Medidas de riesgo

Los especialistas en finanzas utilizan nociones estadísticas para expresar la noción de riesgo en términos de la volatilidad.

1) La Desviación Estándar: estima la proporción en que varían los retornos alrededor del rendimiento promedio esperado, es decir, será mayor el riesgo del valor cuanto mayor sea la magnitud de la desviación y mayor la probabilidad de que ocurra.

La Desviación Estándar es simplemente la raíz cuadrada de la varianza. La varianza “es la esperanza matemática del cuadrado de las diferencias entre los valores de x y su valor esperado”.(López,1996, p.46)

$$Var(x) = E[x - E(x)]^2 \quad \text{Ecuación 1}$$

“Cuando se miden en intervalos lo bastante pequeños, las tasas de rentabilidad históricas de casi todas las acciones se ajustan mucho a una distribución normal.

Una característica importante de la distribución normal es que puede definirse completamente con tan sólo dos parámetros. Uno es la media o “rentabilidad” esperada; el otro es la varianza o desviación estándar”.(Brealey, 1996, p.184)

2) El índice Beta (β_p), es una medida de la sensibilidad de los retornos del activo o cartera “p” a los retornos del mercado, definida como:

$$\beta_p = \frac{Cov(R_p, R_m)}{\sigma(R_m)} \quad \text{Ecuación 2}$$

donde: R_p son los retornos de la cartera p, R_m es el rendimiento del mercado y Cov es la covarianza entre los retornos de la cartera p, y la cartera del mercado.

Esta técnica estima la volatilidad del precio de la acción del Fondo Mutual (VUI) con relación al comportamiento del mercado de valores (el cual se mide por la variación de algún índice bursátil).

El activo libre de riesgo tiene una beta de cero (0) porque su covarianza con el mercado es de cero. Por otra parte, el mercado tiene una beta de 1 porque su covarianza con respecto a él mismo es idéntica a su varianza.

1.2 Riesgo total

El riesgo total de cualquier activo individual puede ser dividido en dos partes: el riesgo sistemático, el cual es una medida de cómo los activos covarian con la economía o mercado y el riesgo no sistemático, el cual potencialmente se puede eliminar con la diversificación y es independiente del mercado.

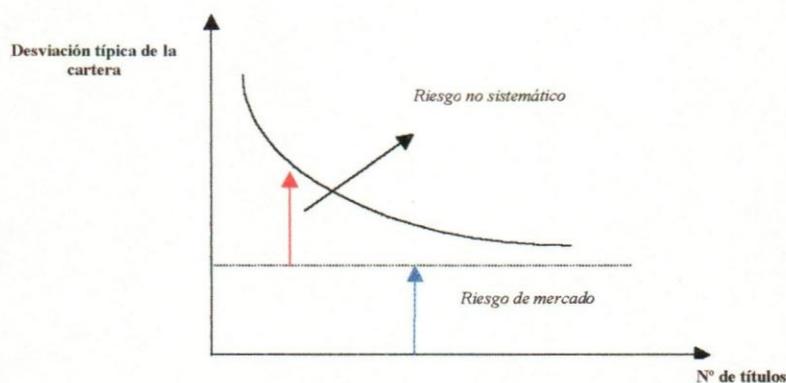
El riesgo no sistemático se reduce a una tasa decreciente hacia cero al agregarse al portafolio más títulos seleccionados aleatoriamente. Se puede visualizar la diversificación desde una perspectiva conceptual en la figura 1.

Riesgo total = Riesgo sistemático + Riesgo no sistemático.

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \cdot \sigma_m^2 + \sigma_{(\varepsilon_i)}^2 \quad \text{Ecuación 3}$$

Siendo: $\sigma^2(\varepsilon_i)$ el riesgo no sistemático, también conocido como riesgo específico o riesgo diversificable.

Figura 1
Riesgo total



1.3 Modelo CAPM

Basados en trabajos previos de Markowitz y Tobin en cuanto a cómo se establecen los precios de los activos de capital bajo incertidumbre, Sharpe (1964) y Lintner (1965) desarrollaron una teoría de equilibrio en los mercados de capital, hoy ampliamente

conocida como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) o en español, Modelo de Equilibrio de Activos Financieros (MEAF).

Los principales supuestos que sustentan el CAPM son

- Todos los inversionistas son adversos al riesgo y buscan maximizar el valor esperado de su utilidad.
- Para los inversionistas, tener más es mejor.
- Todos los inversionistas tienen el mismo horizonte de tiempo (un periodo).
- Cada inversionista puede evaluar una cartera exclusivamente en términos de la media y la dispersión o varianza de los retornos para un periodo dado.
- No hay costos de transacción. Las tasas de interés para prestar y pedir prestado son iguales a la tasa libre de riesgo. Los costos de información son nulos y todos los inversionistas están igualmente informados.
- Todos los inversionistas tienen expectativas idénticas o homogéneas acerca de la distribución de los retornos futuros.
- Las cantidades de activos son fijas y también todos los activos son transables e infinitamente divisibles.
- Todos los retornos están normalmente distribuidos.

Bajo estas asunciones, Sharpe y Lintner mostraron que el retorno esperado del activo o la cartera p , $E(R_p)$, está relacionado con el retorno esperado de la cartera de mercado, $E(R_m)$, mediante la ecuación:

$$E(R_p) = R_f + \beta_p [E(R_m) - R_f]$$

Ecuación 4

donde R_f es la tasa libre de riesgo y β_p es la beta del portafolio p.

Como paradigmas (*proxy*) de activo libre de riesgo se utilizan comúnmente los bonos emitidos por el gobierno, ya que no tienen, en principio, riesgo de pago y como paradigma de la cartera de mercado suele utilizarse un índice bursátil compuesto por la mayor parte de las acciones transadas en la bolsa.

Si la relación de equilibrio contenida en la ecuación 4 se cumpliera para todos los activos, no existiría la oportunidad de obtener ganancias extraordinarias, es decir, por encima de los retornos normalmente realizados dado el nivel de riesgo asumido. Esto se debe a que todos los activos estarían correctamente valorados. En la vida real, las suposiciones que están detrás del CAPM suelen no cumplirse en su totalidad, sin embargo, la ecuación 4 es la mejor aproximación de que se dispone en la actualidad.

Según el CAPM, sólo se considera el riesgo sistemático como el único tipo de riesgo, por el cual el inversionista estaría dispuesto a pagar, porque están expuestos a la incertidumbre del mercado independientemente del número de acciones que posean. En este caso la medida apropiada del riesgo sería entonces su beta. Este riesgo es no diversificable y se encuentra linealmente relacionado con la tasa de retorno requerida en un mercado en equilibrio.

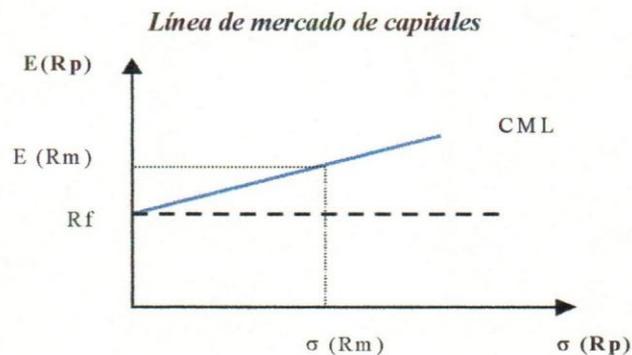
1.3.1 Línea de mercado de capitales (CML)

En la teoría del equilibrio en el mercado de valores se plantea que el rendimiento esperado o requerido de una cartera mixta es igual al rendimiento de los activos libres de riesgo (R_f) más una prima, calculada como $(E_m - R_f) / \sigma_m$ por cada unidad de riesgo σ_p según se deduce de la línea de mercado de capitales, CML (*Capital Market Line*). La línea CML se puede describir en términos de la tasa libre de riesgo y el retorno del portafolio de mercado:

$$E(R_p) - R_f = E(R_m) - R_f \cdot \frac{\sigma(R_p)}{\sigma(R_m)} \quad \text{Ecuación 5}$$

Las carteras que se sitúan sobre la CML son carteras de varianza mínima para su nivel de rendimiento, habiendo desaparecido su riesgo propio con la diversificación. En consecuencia, y por lo que se refiere al conjunto de carteras eficientes, la relación rendimiento-riesgo en una situación de equilibrio de mercado podrá expresarse gráficamente de este modo en el espacio $(\sigma_p, E(R_p))$, tal como se visualiza en la figura.

Figura 2



La pendiente de CML se conoce como el precio de riesgo (retorno anormal esperado por una unidad de riesgo adicional): $E(R_m) - R_f / \sigma(R_m)$

1.3.2 Línea de mercado de valores (SML)

Cuando el rendimiento de un título i está perfectamente correlacionado con el rendimiento del mercado, las ecuaciones de la SML y CML coinciden. Cualquiera de los Activos (individuales o carteras) situados por debajo de la frontera eficiente por la CML, tendrá un menor grado de correlación con el mercado.

La línea de mercado de valores SML, si bien está referida a activos individuales o títulos (aunque por extensión puede incluir también activos combinado o carteras), es más general que la CML, dado que expresa la condición teórica de equilibrio cualquiera que sea el grado de correlación con el mercado de los activos.

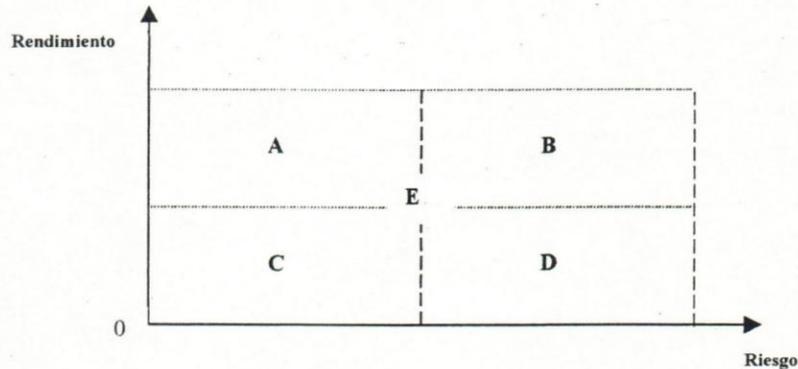
1.4 Índices de desempeño ajustados por riesgo.

Normalmente, cuando se habla de análisis de desempeño de activos financieros (títulos o carteras) se hace referencia al análisis de los resultados, que son expresados por un solo número, que suele ser, la rentabilidad media de la cartera durante un período de tiempo.

Con las teorías de selección de carteras y equilibrio en el mercado de capitales, el rendimiento producido por una cartera puede significar en realidad muy poco, si se hace abstracción del riesgo implícito en ella, para alcanzar ese retorno. Como se dijo anteriormente, en el mercado de valores en equilibrio existe una relación rendimiento-

riesgo, y ningún inversionista puede obtener un mayor rendimiento si no esta expuesto a soportar un mayor riesgo.

Figura 3
Esquema Combinatorio



Como se puede observar en la figura 3, sólo es posible asegurar que los activos cuya combinación rendimiento-riesgo se sitúa en la zona A son mejores que el activo E, porque con un menor riesgo obtienen un mayor rendimiento, y el activo E es preferible a los activos que se encuentran en la zona D, ya que con un menor riesgo su retorno es mayor, y también se puede afirmar que los activos que se encuentran en las zonas A y B dominan a los ubicados en las zonas C y D, respectivamente.

Para poder comparar al activo E con los de las zonas B y C es necesario algún tipo de índice, que relacione el rendimiento y el riesgo. Tales índices, que resumen a la relación rendimiento-riesgo en un sólo número, son medidas de desempeño ajustadas por riesgo que tienen su basamento en el CAPM, las cuales son medidas ex post, aunque pueden utilizarse como medidas ex ante, para juzgar la conveniencia de una determinada inversión financiera, cuando los resultados históricos son extrapolables por ser

considerado el futuro como una extensión del pasado (lo cual no da buenos resultados en una economía volátil y cambiante como la venezolana).

Una serie de académicos han focalizado su atención en el desempeño de los fondos mutuales, entre ellos se incluyen: “Friend y Vickers (1965), Sharpe (1966), Treynor (1965), Farrar (1962), Friend, Blume y Crockett (1970), Jensen (1968), Mains (1977)), Henriksson (1984), y Grinblatt y Titman (1986).” (Copeland, 1998, p.383)

Entre las medidas más usadas para calcular el desempeño de los fondos mutuales, se encuentran las medidas de Sharpe, Jensen y Treynor.

1) Índice de Sharpe (Sharpe, 1966, pp. 119-138): La medida de Sharpe, SH_p, también conocida como el precio del riesgo, es una relación definida como el retorno ganado en exceso a la tasa libre de riesgo del portafolio de inversión, p, dividido por la volatilidad del retorno, el riesgo total (desviación típica de los retornos).

$$SH_p = \frac{R_{pt} - R_{ft}}{\sigma(R_{pt})} \quad \text{Ecuación 6}$$

Donde: R_{pt} = Retorno del portafolio p en el período t.

R_{ft} = Tasa libre de riesgo para el período t.

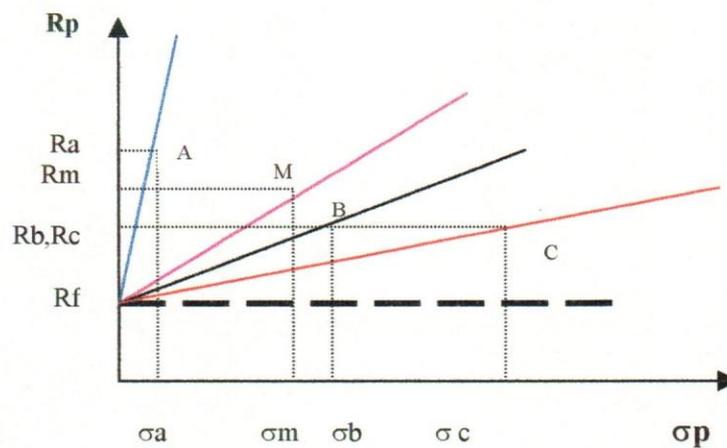
σ (R_{pt}) = Desviación típica de los retornos del portafolio p para el período t.

Los índices de Sharpe correspondientes a las carteras A, M, B y C representadas en la figura 4 vendrán dados por las pendientes o coeficientes angulares de las rectas que partiendo de la ordenada R_f pasan por los respectivos puntos, esto es:

$$S_a = \frac{R_a - R_f}{\sigma_a} \quad S_m = \frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \quad S_b = \frac{R_b - R_f}{\sigma_b} \quad S_c = \frac{R_c - R_f}{\sigma_c}$$

El orden de preferencia es precisamente A, M, B y C, dado que: $S_a > S_m > S_b > S_c$.

Figura 4
Índice de Sharpe



En consecuencia, según el índice de Sharpe, la cartera A ha batido a la cartera de mercado M, mientras que las carteras B y C han sido batidas por esta última.

2) Índice de Jensen (Jensen, 1968, pp. 389-419): La medida de Jensen, α_p , conocida como medida de selectividad o desempeño anormal, indica el retorno adicional con respecto a un portafolio de la misma beta ubicado en la línea de mercado de valores (SML), es decir, representa que tan lejos se encuentra el portafolio de inversión de la SML.

$$\alpha_p = (R_{pt} - R_{ft}) - \beta_p \cdot [E(R_{mt} - R_{ft})] \quad \text{Ecuación 7}$$

donde: β_p = Beta del portafolio p, $R_{mt} - R_{ft}$ = Prima de riesgo del mercado para el período t y $E(R_{mt} - R_{ft})$ = El valor esperado de la prima de riesgo del mercado para el período t.

3) Índice de Treynor: La medida de Treynor, T_p , conocida como el desempeño anormal, representa la pendiente de la SML para el portafolio de inversión en evaluación.

$$T_p = \frac{R_{pt} - R_{ft}}{\beta_p} \quad \text{Ecuación 8}$$

Si se observa detenidamente, la fórmula es igual a la medida de Sharpe, excepto que en el denominador se encuentra beta, en vez de la desviación típica. Estas medidas tienen una característica común y es que tratan de definir una medida de desempeño ajustado por riesgo. Sin embargo para lograrlo, utilizan distintos parámetros. En este sentido, las tres resultan ser complementarias a la hora de evaluar el desempeño de un fondo, ya que cada una de ellas captura distintas facetas del riesgo.

La medida apropiada también dependerá de la situación particular de cada inversionista, si el fondo representa el único activo en su portafolio, el inversionista hará más énfasis en el nivel de diversificación; pero si es uno entre muchos activos de su portafolio, se preocupará únicamente por el valor que le agrega al mismo. De esta manera, la medida de Sharpe parece más útil en el primer caso, mientras que las de Jensen y Treynor, lo serían en el segundo.

1.5 Estrategia de inversión

La ciencia financiera moderna se ha concentrado por más de 40 años en temas para explorar estrategias que tengan la mejor posibilidad de bajar costos, reducir riesgo y aumentar los rendimientos. Uno de los conceptos más útiles, que a la vez ha revolucionado la manera en que muchos invierten su dinero es la idea de invertir en “clases de activos”.

El concepto de invertir utilizando clases de activos nació de un estudio académico de Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, y Gilbert Beebower. El estudio "Determinantes de los Rendimientos en Carteras de Valor" (Determinants of Portfolio Performance) fue publicado en Financial Analysts Journal en Julio, 1986. La investigación demostró que lo que más influye en el rendimiento de una cartera es la asignación de activos (asset allocation) entre acciones, bonos y efectivo. Encontraron que 94% de la volatilidad de rendimientos es determinado simplemente por la cantidad que se asigna a las diferentes alternativas de inversión.

Recientes estudios han concluido que cuando tomamos en cuenta el tamaño y las características de nuestra cartera esto casi siempre determina en un 98% el resultado que tendrá nuestra inversión. Los factores que la mayoría de inversores piensan que más contribuyen a los rendimientos son la selección de una seguridad y el tratar de adivinar el momento para comprar o vender acciones (momento del mercado). En realidad, el estudio probó que sólo contribuye 6% de la volatilidad de rendimientos. Además, el emplear un sistema de selección de acciones y momento del mercado cuesta aproximadamente 2%. (Amstrong, 1999, Documento en línea)

Los administradores de carteras que se dedican a seleccionar acciones o adivinar el momento adecuado de vender y comprar, están perdiendo el tiempo y el dinero de sus inversionistas. El área con el impacto más fuerte en los rendimientos es la selección de las clases de activos y el monto que se asigna a cada uno.

Mientras tanto, otros universitarios han estado desarrollando la Teoría de Cartera de Valores Moderna (Modern Portfolio Theory) y CAPM (Capital Asset Pricing Model), el modelo que describe la relación entre el riesgo anticipado y el rendimiento anticipado. Han concluido que una cartera de valores eficiente debe mantener diversificación internacional en las diferentes clases de activos en todo el mundo. En otras palabras, diversificar lo suficiente para lograr el mejor rendimiento por cada unidad de riesgo que uno quiera enfrentar.

La distribución de activos y la diversificación internacional se unen para lograr el máximo rendimiento dentro de cierto nivel de riesgo. De esta manera se podría resumir los aspectos que se toman en cuenta para crear la estrategia de inversión de un Fondo Mutual.

Todos los Fondos Mutuales, incluso los que invierten en el mismo tipo de instrumentos (en nuestro caso los de renta fija), tienen carteras de inversión diferentes. Esto quiere decir que los asesores de inversión encargados de definir las estrategias de inversión tienen ideas distintas respecto a las oportunidades del mercado. Por tanto, el inversionista tendría que estar claro respecto a qué fondos se adaptan mejor a su forma

de pensar y a sus ideas. Entonces el inversionista tendrá que determinar su perfil o actitud al riesgo. Lo demás es mantenerse atento al desempeño.

Los economistas describen las actitudes hacia el riesgo definiendo tres tipos de consumidores (inversionistas): los que son renuentes al riesgo (defensivos, conservadores), los que son neutrales ante el riesgo y los que son amantes del riesgo (agresivos).

Los inversionistas conservadores buscan un alto grado de estabilidad del patrimonio, dado que sólo acepta pequeñas disminuciones eventuales en el valor de su inversión.

Sus metas de inversión son de un plazo menor de dos años, además, tienen necesidades de ingreso corriente y son aquellos que desean el mercado de crecimiento únicamente para protegerse contra la inflación.

En cambio, los inversionistas amantes al riesgo son considerados por hacer inversiones agresivas, donde buscan obtener máximos rendimientos aceptando fluctuaciones frecuentes e importantes en el valor de su inversión, la cual podría en algún momento verse afectada negativamente, además, quieren acumular riqueza y superar la inflación y no tienen como prioridad la disponibilidad de renta corriente.

Generalmente, dentro de cada fondo mutual hacen una tipología de los portafolios que proponen a sus clientes, y estos están calificados por nivel de tolerancia al riesgo. Por ejemplo, los portafolios de renta fija son conservadores, los mixtos son de riesgo moderado y los fondos de renta variable (acciones) son los agresivos. De la misma

manera se pueden calificar los distintos Fondos Mutuales de renta fija, pero basándonos en las características que tienen los instrumentos que conforman su portafolio.

Siempre se ha pensado que los bonos son “seguros”, y que las acciones son “riesgosas”. Pero en realidad la volatilidad (una buena forma de medir el riesgo) de un bono de 20 años de E.E.U.U (TreasuryBonds) ha sido más que la de S&P 500 en los últimos 20 años. Por el momento, sólo ha producido la mitad del total de retornos del S&P 500. En términos técnicos, los bonos no son “eficientes”, estos no producen suficientes retornos por cada unidad de riesgo.(Amstrong, 2000, Documento en línea)

Sin embargo, los bonos a corto plazo producen más rendimiento, ya que tienen una menor pérdida del valor de capital. Además, recuperan más rápido el valor a la par. De este modo, los bonos de corto plazo generan un beneficio para diversificar la cartera. En términos técnicos, los bonos de corto plazo tienen una correlación positiva a la inflación y a los aumentos de las tasas de interés, pero tienen una correlación negativa con las acciones y a los bonos de períodos más largos.

La estrategia de inversión defensiva (conservadora) se basa en una mayor proporción de títulos de renta fija de corto plazo y en moneda nacional. En cambio, **la estrategia de inversión agresiva** es la que tiene en su portafolio instrumentos de largo plazo (que crean problemas de liquidez) y en moneda extranjera, pues si las expectativas no se dan como se esperaban tendrán graves problemas, pero si los agentes pudieron predecir correctamente el comportamiento del mercado, entonces generaron grandes beneficios para sus inversionistas.

1.6 Metodología

En esta sección se presenta la metodología que se utilizó para los cálculos de rendimiento, riesgo e índice de desempeño presentados en los capítulos 4 y 5.

Para calcular los rendimientos diarios, utilizamos la tasa de rendimiento aritmética o discreta de las cotizaciones diarias de los VUI ajustados por dividendo (Precio).¹

La ecuación utilizada fue:

$$r_i = \frac{P_i}{P_{i-1}} - 1 \quad \text{Ecuación 9}$$

Donde: r_i = rendimiento diario del día i .

P_i = Precio (VUI ajustado por dividendo) del día i .

P_{i-1} = Precio del día $i-1$.

Para calcular los rendimientos semestrales y anuales utilizamos la técnica del promedio geométrico, ya que es la más recomendada y presenta varias ventajas para períodos más largos:

$$R_n = [(1+r_1) \cdot (1+r_2) \cdot (1+r_3) \dots (1+r_n)] - 1 \quad \text{Ecuación 10}$$

Donde: R_n = Rendimiento del periodo n (año).

r_i = Rendimiento diario del día i .

Donde $i = (1, 2, \dots)$

¹ Los VUI diarios sin ajustar se pueden observar en el anexo N° 3. Los dividendos por acción pagados por cada Fondo Mutual de la muestra durante el período en estudio, se encuentran en el anexo N° 4 y los VUI ajustados por estos dividendos se localizan en el anexo N° 5.

Aplicamos logaritmo neperiano en ambos lados de la ecuación, para hacer más fáciles los cálculos:

$$I_n(R_n + 1) = I_n(1 + r_1) + I_n(1 + r_2) + \dots + I_n(1 + r_n) \quad \text{Ecuación 11}$$

Despejando de la ecuación 11 obtenemos los rendimientos semestrales o anuales. Los retornos semestrales se anualizaron por medio de la siguiente ecuación:

$$Ra = (1 + Rs)^2 - 1 \quad \text{Ecuación 12}$$

Donde: Ra= Rendimiento anualizado.

Rs= Rendimiento semestral.

El método usado para calcular el riesgo fue la desviación estándar de los VUI ajustados por dividendos al cierre diario de los fondos mutuales, el llamado Riesgo Volatilidad.

Para esto utilizamos la ecuación:

$$\sigma(x) = \sqrt{(X - \bar{X})^2} \quad \text{Ecuación 13}$$

Donde: x = Son los VUI ajustados por dividendos diarios de los fondos mutuales.

E(x)= Es la media a los VUI ajustados por dividendos diarios de los fondos mutuales.

Es importante señalar que para varios estimadores de riesgo como Parkinson², se ha demostrado que utilizar la información en los valores extremos (máximo y mínimo

² Ver Parkinson, M. "The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return". Journal of Business 53. 1980. pp.61-65.

diario) conduce a una estimación que es doblemente eficiente en comparación con la volatilidad de los precios de cierre diarios.

Para calcular el desempeño de los Fondos Mutuales de la muestra se utilizó el índice de Sharpe y no otro por considerarlo mejor para nuestro análisis, pues está basado en la línea de mercado de capitales (CML) donde se incluyen los bonos y otros instrumentos financieros relevantes para este trabajo; en cambio los índices basados en la línea de mercado de valores (SML) no los incluyen. También es la medida más apropiada cuando el fondo mutual representa el único activo de la cartera del inversionista³, pues hace énfasis en el nivel de diversificación y no en el valor que le agrega. Además, este índice de desempeño no utiliza la medida de riesgo Beta (β) que implica usar un rendimiento de mercado (R_m) ineficiente, pues el mercado Bursátil de Venezuela es poco representativo para la economía y una forma de usar tal indicador sería tomarlo de un mercado foráneo y adaptarlo a la moneda local y riesgo país.

Por lo tanto, la ecuación que se utilizó fue la del índice de Sharpe:

$$SH_p = \frac{R_{pt} - R_{ft}}{\sigma(R_{pt})} \quad \text{Ecuación 6}$$

Se calificó el desempeño de cada fondo de acuerdo a este índice y de aquí en adelante nos referimos al desempeño en base a este índice.

³Se asume que la mayoría de los inversionistas de los fondos mutuales venezolanos son pequeños y medianos, por lo tanto, se considera que es el único activo en su cartera de inversión.

Dado el supuesto del que partimos (los inversionistas que colocan su dinero en los Fondos Mutuales son pequeños), la tasa libre de riesgo que se utilizó para este estudio fue la Tasa Pasiva promedio pagada por los Bancos del país. Estos inversionistas no tienen acceso a títulos emitidos por el Gobierno, entonces su costo de oportunidad en títulos con bajo riesgo son las colocaciones en los Bancos que están garantizados por Fogade, a diferencia de los Fondos Mutuales.

Explicada la metodología usada iniciaremos el análisis de estos indicadores, lo que permitió, junto con la comprobación gráfica, establecer cuales fondos mutuales presentaron los mejores y peores índices de desempeño.

Capítulo 2

Evolución de la Economía Venezolana

Los portafolios de inversión son dinámicos y se adaptan a los cambios que se producen en la economía, siempre buscando maximizar la ganancia. Por esta razón es imprescindible describir la evolución de la economía durante el período en estudio.

2.1 Entorno Económico en 1997

El año 1997 se inició con expectativas positivas, después de la liberación del tipo de cambio (el 15 de abril de 1996) y de varios controles que se habían establecido en años anteriores. La actividad económica se vio favorecida por una serie de variables que evolucionaron positivamente, especialmente el repunte del precio del petróleo ocurrido desde finales de 1996.

Producto Interno Bruto: en el año registró un crecimiento de 6,4%, especialmente importante en el segundo semestre del año, apuntalado por el dinamismo del sector petrolero, que vio los precios del crudo recuperarse desde mediados de 1996, y el sector no petrolero, especialmente el privado.

El crecimiento más importante se registró en el segundo trimestre, fuertemente impulsado por las perspectivas positivas que en buena parte indujo la apertura petrolera con la Tercera Ronda de Convenios Operativos, que significó un ingreso al país de US\$ 2.500 millones, registrándose un crecimiento en el sector no petrolero superior al 8%.

Junto con el aumento de los ingresos petroleros y la inversión extranjera directa se produjo una recuperación de la demanda agregada, una disminución de la inflación, muy elevada en 1996 por el ajuste después de los controles, el aumento de la competencia en el sector financiero luego de la entrada de los bancos extranjeros a finales del año anterior y en términos generales un mejor clima de confianza en la economía.

Petróleo: el mercado petrolero internacional, factor clave en el desempeño de la economía venezolana, estuvo influido por la perspectiva de una situación de sobreoferta especialmente por la entrada al mercado de Irak gracias al programa “petróleo por alimentos” desde finales de 1996. Sin embargo, la demanda mundial se mantuvo fuerte lo que permitió que los precios del petróleo se mantuvieran en el orden de los US\$20 por barril. Esta fortaleza de la demanda fue producto de un elevado crecimiento económico mundial, y no sólo de los países pertenecientes a la OCDE, si bien Estados Unidos fue el mayor demandante como consecuencia de su sostenido crecimiento económico. A lo largo del año el barril venezolano pasó de US\$20,36 en enero a US\$15,01 en diciembre.

Balanza de Pagos: el ingreso de la inversión extranjera directa por las inversiones petroleras explicó en buena medida la recuperación de las reservas internacionales en 1997. A finales de año se ubicaron en US\$17.818MM, presentando el máximo en los últimos cinco años, registrado en noviembre. En septiembre de 1997 el gobierno realizó el primer canje de bonos Brady por Bonos Globales, con vencimiento en 2027, liberando el colateral de los bonos anteriores. Las exportaciones petroleras se mantuvieron prácticamente estables con respecto a 1996, ubicándose en US\$18.331MM mientras que el resto de las exportaciones crecieron más de 7% en el año. Las importaciones por su

parte aumentaron un 25% mientras que los servicios lo hicieron en un 9,8%. El aumento en las importaciones hizo que la balanza comercial se deteriorara un 16% y, junto con los servicios, hizo que la cuenta corriente cayera 33,5% con respecto a 1996, aunque ambas se mantuvieron positivas. La cuenta capital siguió negativa, pero registró una importante disminución en su déficit, del 43%, dado el aumento de más del 170% en la inversión directa.

Tasas de Interés: se redujeron a lo largo de 1997, con un aumento en los dos meses finales del año. Esta evolución un tanto errática estuvo relacionada con el comportamiento de los excedentes en reservas del sistema financiero. El aumento registrado en mayo/junio estuvo estrechamente relacionado con la necesidad del sistema financiero de reponer reservas que requería para atender la expansión del crédito que se estaba produciendo. Con la amplia disponibilidad de crédito a lo largo del año dadas las tasas de interés, que se mantuvieron por debajo de la inflación y la estabilidad cambiaria, el sector financiero registró una recuperación significativa en su cartera de crédito, situación que no se registraba con tanta fuerza de hacía más de una década. Esto impulsó el aumento de la capacidad productiva de las empresas gracias a nuevas inversiones, además de un aumento en la producción.

En el segundo semestre la estructura de las tasas de interés se vió afectada por el aumento del encaje legal, lo que presionó al alza de las tasas de interés activas y una baja en la pasiva, originando una ampliación del margen financiero, lo que se evidenció con más fuerza en el tercer trimestre. Asimismo varios bancos, especialmente algunos extranjeros, usaron como medio de captación de depósitos sorteos de distinto tipo que

hizo que la tasa pasiva bajara aún más y no reflejara completamente el costo del dinero captado por parte de los bancos. Sin embargo este mecanismo permitió aumentar las captaciones de los bancos, ganando importancia los depósitos a plazo como fuente de fondos.

Inflación y Tipo de Cambio: la tasa de inflación se ubicó en el año en 37,6%, siendo más baja en el primer semestre. Por su parte la devaluación del bolívar fue moderada en términos de la inflación, al ubicarse en 5,77%. En buena parte la estabilidad cambiaria estuvo explicada por el ingreso petrolero que se mantuvo alto, además de las inversiones extranjeras directas.

Política Monetaria: durante el primer semestre los agregados monetarios crecieron moderadamente, con un aumento del 13,9% en la liquidez y 15,2% en la base monetaria. En el segundo semestre su crecimiento aumentó notablemente, un 42,5% en la liquidez y 55,6% en la base monetaria. Esto indica que el Banco Central monetizó en mayor proporción los ingresos externos del país, además de reducir el saldo de los TEM's emitidos. El aumento de la liquidez también se explicó por la mayor intermediación de los bancos. Por su parte, el público aumentó su tenencia de activos financieros denominados en bolívares ya que el diferencial de tasas de interés y devaluación favorecía la inversión en moneda local, influenciado además por la recuperación de la confianza de los agentes económicos en el desempeño de la economía y particularmente del sistema financiero.

Mercado de Capitales: 1997 fue un año muy favorable para este mercado. Las transacciones totales durante el año tuvieron un gran dinamismo, principalmente por la

negociación de títulos privados, que creció un 153,3%, mientras que los títulos públicos crecieron 19,1%. En el mercado primario su crecimiento fue producto del aumento de las emisiones de nuevas acciones y obligaciones, los aportes de capital a los fondos mutuales, capitalización de utilidades no distribuidas y revaluación de activos que realizaron las empresas del sector manufacturero, así como la oferta pública de las empresas inscritas por primera vez en Registro Nacional de Valores. Entre las emisiones primarias destaca Suelopetrol, como empresa relacionada al sector petrolero, muy atractivo en ese año. Igualmente Sudamtex hizo una emisión de nuevas acciones haciendo énfasis en su vinculación con ese sector.

La Bolsa de Valores de Caracas registró un crecimiento sostenido en el año hasta mediados de septiembre, cuando, siguiendo la tendencia de los mercados internacionales, comenzó a decrecer. El índice a septiembre se ubicaba en 10.489,10 mientras que al cierre del año se ubicó en 8.656,0. Si bien en 1997 creció 29,4%, este aumento fue sustancialmente menor al registrado en 1996 cuando fue de 231,3%.

2.2 Entorno Económico en 1998

El año 1998 fue signado por percepciones contradictorias donde el factor político cobró mucha importancia por tratarse de un año electoral y la Crisis Asiática impactó en la economía venezolana, ya que atacó principalmente a los países emergentes, de los que forma parte Venezuela. Este hecho, tuvo dos consecuencias: una baja en los precios de

las materias primas en general y el petróleo en particular, y el aumento de la percepción de riesgo por parte de los mercados internacionales.

Producto Interno Bruto: registró una contracción del 0,7%, reflejada tanto en el sector petrolero (-1%) como en el no petrolero (-0,8%). En el sector petrolero la caída del PIB fue producto de una política que buscó bajar el exceso de la oferta de este producto en el mercado reduciendo la producción. En el sector no petrolero, la caída fue producto del efecto de la caída del ingreso petrolero del gobierno y sus políticas económicas para evitar efectos adversos en las cuentas externas y fiscales. El aumento de las tasas de interés y la desconfianza en general, deterioró el PIB no petrolero.

Petróleo: uno de los efectos más contundentes de la Crisis Asiática fue la caída aparatosa de las materias primas. El petróleo no fue la excepción, dado que con la recesión esos países dejaron de consumir alrededor de 3 millones de barriles diarios, lo que, aunado al aumento de la producción por parte de los países de la OPEP y otros países productores, creó un mercado con exceso de oferta que hizo caer los precios del petróleo en forma vertiginosa. El West Texas Intermediate pasó de US\$17,67 al 31 de diciembre de 1997 a US\$12,11 lo que representa una caída del 31,5%. La cesta venezolana cayó un 46,5%, cerrando el año en US\$8,03 por barril. Los acuerdos para restringir la producción se manifestaron con mayor intensidad en el tercer trimestre del año, pero no logró compensar totalmente el incremento habido en enero de 1998 cuando entraron en vigencia las nuevas cuotas fijadas a finales de 1997.

Balanza de Pagos: la caída en el precio del petróleo implicó una caída del 34% en las exportaciones petroleras, y una caída del 27% en las otras exportaciones del gobierno,

que principalmente son materias primas como acero y aluminio, hizo que las exportaciones totales cayeran un 26% a pesar de un aumento del 15% en las exportaciones privadas. Las importaciones aumentaron un 20% lo que en conjunto deterioró en un 75% el resultado de la balanza comercial. Esto unido con la cuenta de servicios, que permaneció prácticamente en el mismo nivel, hizo que la cuenta corriente cayera un 140%, cerrando negativa. La cuenta capital, por su parte aumentó, pasando a presentar un superávit, por la continuación de la inversión directa que se mantuvo alta a pesar de haber caído un 4% y los flujos de corto plazo que aumentaron notablemente, mientras que los de mediano y largo plazo reflejaron una fuga de capitales importante. Las reservas internacionales a final de año se ubicaron en US\$14.849, lo que representó una caída del 17%. La tendencia fue a la baja a lo largo del año, con un mínimo en octubre cuando arreció la fuga de capitales por la unión de un clima político y económico negativo, ubicándose en US\$12.930MM el 18 de septiembre de 1998. En agosto, junto con la crisis asiática se produjo un "default" en el pago de la deuda externa de Rusia que se transmitió rápidamente en una corrida en contra de Brasil. La percepción de los participantes en los distintos mercados en ese momento fue que la siguiente economía en ser afectada sería la de Venezuela, especialmente desde mediados de agosto, lo que explicó la presión sobre el tipo de cambio y las reservas internacionales.

Tasas de Interés: presentaron una tendencia al alza producto de la inestabilidad macroeconómica, que generaron expectativas desfavorables en los inversionistas en cuanto a la inflación, el tipo de cambio y el riesgo país. El mayor aumento se produjo en

el tercer trimestre, cuando la expectativa general era de una maxidevaluación del bolívar que obligó al Banco Central a inducir tasas de interés más elevadas que hicieran atractivo al bolívar a pesar del mayor riesgo implícito. Del 42,37% en que se ubicaba la tasa activa en junio, pasó a 72,72% al cierre de septiembre, mientras la pasiva pasó de 34,09% a 51,31%. En el cuarto trimestre se registró una baja en las tasas de interés debido al despeje parcial del desfavorable panorama financiero internacional, el anuncio de medidas para contrarrestar el déficit fiscal, y un clima político-electoral más favorable. Al cierre del año la tasa activa cerró en 49,69% y la pasiva en 35,49%.

Inflación y Tipo de Cambio: la inflación en el año bajó a 29,9%, inferior al cierre de 1997. Los meses donde la inflación repuntó fueron marzo, abril y mayo, pero en el resto el índice de precios bajó en forma sostenida, especialmente durante el segundo semestre, cuando aumentó la tendencia recesiva en el PIB.

El 14 de enero de 1998 el BCV ratificó su sistema de bandas cambiarias, con una amplitud de +/- 7.5% sobre la paridad central, que se depreciaría en 1,28% mensual. En aquel momento se fijó una paridad central de Bs. 508,50 por dólar. A lo largo del año el tipo de cambio estuvo fuertemente presionado, empezando en enero, cuando el BCV tuvo incluso que reabrir su mesa de dinero, y especialmente en agosto y septiembre por el efecto de las crisis rusa y brasileña, lo que obligó al BCV a emitir más TEM's con altos rendimientos y así aumentar las tasas de interés para que el bolívar fuera más atractivo. En diciembre, después de las elecciones, el tipo de cambio, muy presionado la semana anterior a las elecciones cuando se depreció un 0,56%, se recuperó en forma abrumadora, colocándose sobre la banda inferior de la banda cambiaria y aumentando el

valor del bolívar en 2,7%, tocando incluso un mínimo de Bs. 555 por dólar en un momento dado.

Política Monetaria: las condiciones macroeconómicas adversas obligaron a que el Banco Central tuviera una política monetaria más activa de manera de absorber los excedentes de liquidez bancaria y enfrentar una mayor demanda de divisas, buscando moderar las fluctuaciones cambiarias. Los agregados monetarios en 1998 crecieron en menor magnitud que en 1997, aunque su comportamiento se ciñó a las tendencias del mercado en cada momento, que fue muy variable a lo largo del año. La liquidez creció un 18,59%, pero centrado especialmente en el cuarto trimestre cuando fue de 18% frente al 0,5% de los tres trimestres anteriores. La base monetaria por su parte aumentó 23,7% en términos nominales, pero con un patrón semejante a la liquidez, habiendo aumentado sólo 2,2% hasta septiembre.

Mercado de Capitales: el deterioro de este mercado en 1998 fue extraordinario, hacia los países emergentes, impulsado por el aumento de la percepción de riesgo país además de un clima internacional desfavorable en general, producto de la Crisis Asiática iniciada en octubre de 1997, además de factores internos, tales como el deterioro del desempeño de la actividad económica. A lo largo del año el Índice Bursátil Caracas mostró una tendencia a la baja, con una recuperación significativa en la semana siguiente a las elecciones de diciembre, pero de corta duración. El 10 de septiembre la Bolsa de Valores de Caracas tocó su mínimo en los últimos cinco años, al ubicarse en 2.694,7 puntos. Al cierre del año la caída en términos nominales de la Bolsa fue de 44,7%. En términos de papeles comerciales, se produjeron emisiones en septiembre que llegaron a pagar un

80%, ya que la percepción de devaluación era muy elevada, pero posteriormente fueron reduciéndose tanto los rendimientos como las emisiones. Los papeles que más importancia tuvieron en el mercado fueron los TEM's, emitidos en grandes cantidades por el Banco Central para proteger al bolívar.

2.3 Entorno Económico en 1999

El año 1999 en Venezuela estuvo completamente influenciado por el aspecto político, teniendo tres elecciones a lo largo del año y pocos planteamientos concretos en materia económica. De esta forma la economía se hundió en una profunda recesión que arrastró consigo el empleo y la inflación. En el plano internacional, la percepción hacia los países emergentes mejoró, gracias a la rápida recuperación de los países asiáticos y el buen desempeño de Brasil, después de su gran crisis cambiaria en enero del año anterior, que lo obligó a devaluar fuertemente su moneda.

Producto Interno Bruto: cayó un 5,2% en el año a pesar del sustancial aumento de los precios del petróleo, que no contrarrestaron la caída en la producción e inversión en el sector. El sector petrolero cayó 6,8% mientras que el sector no petrolero se redujo en 6,9%. En el primer semestre la caída fue más aguda, con una reducción del 6,2% en el sector petrolero y de 9,7% en el no petrolero. En cambio en el segundo semestre las caídas fueron de 7,4% y 4,1% respectivamente. El factor que incidió en la caída del PIB fue una reducción drástica de la demanda agregada, especialmente de la inversión privada, mientras que la caída en el consumo fue más moderada. La consecuencia

directa de la caída del PIB fue un aumento del desempleo que alcanzó el 15% de la fuerza de trabajo y un sector informal empleando a más del 50%.

Petróleo: el inicio del año fue catastrófico para el petróleo, cuando sus precios alcanzaron mínimos. Sin embargo, después de la decisión de la OPEP de recortar la producción en el mes de marzo, decisión a la que se unieron países no miembros de la organización como México y Noruega permitieron que los precios se recuperaran, sosteniéndose en el tiempo favorecidos por la recuperación económica del sureste asiático, cuya demanda volvió a aumentar. Venezuela en aquel momento redujo su producción en 650.000 barriles diarios y redujo al mínimo la inversión petrolera, trayendo consigo un agravamiento del proceso recesivo iniciado el año anterior en toda la economía. El precio del petróleo venezolano se recuperó un 40% al cierre de 1999 con un precio al cierre de US\$22,77 por barril, lo que permitió mejorar las cuentas fiscales del gobierno, que al principio del año estimaban un déficit del 9% del PIB.

Balanza de Pagos: se recuperó significativamente en 1999 producto del aumento de las exportaciones petroleras (37%) y la caída de las importaciones (20,7%) arrastradas por la recesión económica. La balanza comercial mejoró 233%, pero con una caída en las exportaciones no petroleras del 21%. Los servicios bajaron en 28,3% lo que junto con la mejora en la balanza comercial permitió que la cuenta corriente se recuperara notablemente (313%). En la cuenta capital, las inversiones directas cayeron en un 50% con grandes fugas de capitales que casi compensan el notable aumento de la cuenta corriente. Las reservas internacionales a finales de año aumentaron en US\$807 millones cerrando en US\$15.164 millones.

Tasas de Interés: registraron una tendencia a la baja a lo largo del año. Las tasas activas en promedio se ubicaron en 27,6% mientras que las pasivas promediaron 13,4%. La tasa pasiva se mantuvo negativa en términos reales desde mediados de 1999. En agosto el gobierno llegó un acuerdo con la Banca representada por la Asociación Bancaria, Banco Central de Venezuela, Fogade y Sudeban en la búsqueda de tasas de interés menores. Asimismo regresó el concepto del crédito agrícola con un monto de la cartera obligatoriamente destinado a este tipo de crédito.

Inflación y Tipo de Cambio: la inflación mantuvo su tendencia a la baja, iniciada en el segundo semestre de 1998, esta vez favorecida por la brusca caída de la demanda agregada. Al cierre del año la inflación se ubicó en 20%, casi diez puntos porcentuales menos que el año anterior. El tipo de cambio se depreció un 15% a lo largo del año, con ciertos vaivenes en los picos electorales pero manteniéndose estable en términos generales, si bien permaneció la percepción de una moneda sobrevaluada. El aumento de los precios del petróleo a partir del segundo trimestre que conllevó a un aumento en las reservas internacionales, permitió mantener la estabilidad cambiaria. Al cierre del año el tipo de cambio se ubicó en Bs. 649,25 por dólar.

Política Monetaria: durante el primer semestre el comportamiento de los agregados monetarios se revirtió con respecto a lo que había sido en 1998. En el segundo semestre se inició un proceso de desmonetización producto de la caída en la demanda de dinero a consecuencia de la caída en el Producto Interno Bruto. A finales de año mostró un aumento, en parte producto de las provisiones de las empresas en general y de la banca en particular frente al efecto del año 2000. La liquidez monetaria aumentó 22,1% en el

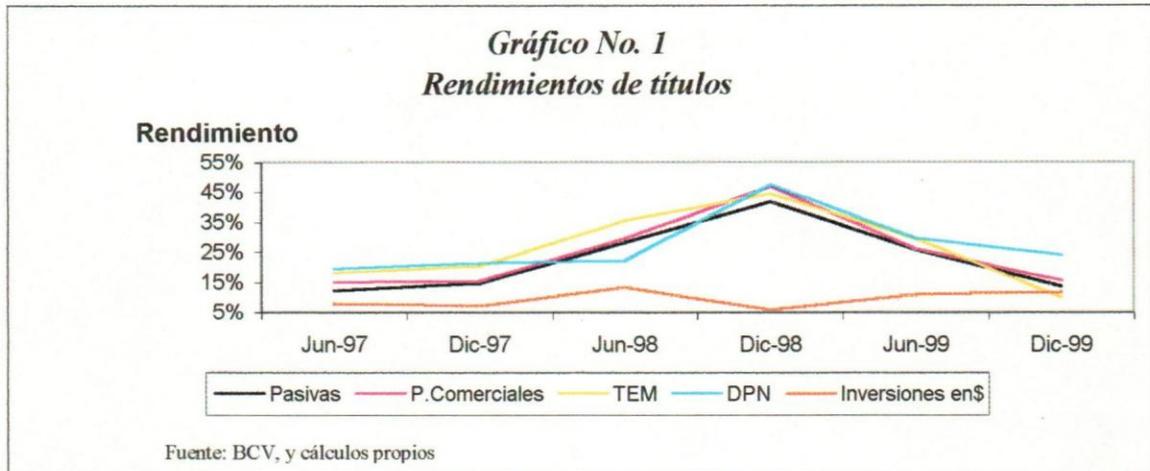
segundo semestre frente a la disminución del 1,8% del primer semestre. Por su parte la base monetaria registró un fuerte incremento de 40,7% en el segundo semestre frente al aumento de 5,9% del primer semestre.

Mercado de Capitales: el panorama político signó todo el año 1999, impidiendo una recuperación económica en general y de los mercados de capitales en particular. Las emisiones de papeles comerciales se redujeron notablemente, y el mercado quedó completamente cubierto con títulos del gobierno donde el factor de mayor interés fue el intercambio de TEM's, emitidos por el Banco Central, por letras del tesoro primero y Bonos de Deuda Pública Nacional (DPN) posteriormente, emitidos por el Ministerio de Finanzas. Los volúmenes negociados en la Bolsa de Valores de Caracas fueron muy bajos a lo largo del año, y la implementación del Impuesto al Débito Bancario, que golpeó fuertemente a este mercado, hizo que los inversionistas transfirieran sus acciones a Nueva York bajo la figura de ADRs disminuyendo aún más el mercado local. Debido a lo anterior sólo registró recuperaciones puntuales, de corta duración, como en el mes de abril por una percepción mejorada del futuro debido a la aprobación de la Ley Habilitante. Sin embargo, dada la gran caída registrada en 1998, el Índice Bursátil Caracas aumentó 13,56% en 1999 con respecto al año anterior.

De la descripción anterior que se hizo de la economía venezolana se desprende su gran volatilidad durante los tres años sujetos al análisis.

A continuación se presenta el gráfico No. 1, donde se describe los rendimientos de los principales títulos que conforman las carteras de inversión de los Fondos Mutuales del

estudio, para tener una referencia de su evolución que servirá para explicar los resultados de los portafolios que los contengan.



Capítulo 3

Fondos Mutuales

En este capítulo se presentan los elementos relacionados con la evolución de los Fondos Mutuales en Venezuela, con la descripción de las clasificaciones, restricciones legales, estructura organizativa, historia y evolución del patrimonio de los distintos tipos de Fondos Mutuales. Este capítulo sirve de marco para la evaluación del mercado de Fondos Mutuales de Renta Fija en particular, que se estudiará por medio de una muestra representativa.

3.1 Definición

“Los Fondos Mutuales de Inversión son aquellas entidades de inversión colectiva que tienen por objeto la inversión en valores, cuya oferta pública sea autorizada con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico, operativo o financiero”. (Resolución por la cual se dictan...,1997,art.20)

El Fondo Mutual es un instrumento de inversión que combina el dinero de un grupo de personas. Este dinero está manejado por una Gerencia profesional especializada en administración de carteras de inversiones. Esta Gerencia y el respectivo Comité de Inversiones decide acerca de los componentes de la cartera, tales como acciones, bonos,

y equivalentes en efectivo o en instrumentos del mercado monetario. Al agrupar el dinero, los fondos mutuales permiten que los inversionistas formen parte de una cartera de valores más grande de la que ellos mismos podrían tener si compraran valores por su cuenta.

Los Fondos Mutuales obtienen sus ganancias por dos vías:

- Ingresos de sus inversiones: recibe dividendos de las acciones o intereses de los títulos de renta fija que mantiene en su portafolio.
- Apreciación del capital: por medio de la revalorización de los títulos que mantiene en su cartera, esto es el crecimiento que implica un alza en el precio de mercados de estos títulos.

Cuando el inversionista hace una colocación en un Fondo Mutual, la manera de calcular su utilidad personal es a través del comportamiento del Valor de la Unidad de la Inversión (VUI). El VUI es publicado y calculado diariamente por los Fondos Mutuales. Este cálculo consiste en la suma del valor de mercado de las inversiones y demás activos que conforman la cartera de inversión del fondo, restándole los pasivos y gastos totales para la fecha del cálculo; así la cifra obtenida se divide entre el número de unidades de inversión suscritas para ese día.

Un factor muy importante a tener en cuenta es que, a diferencia de las colocaciones bancarias, los fondos mutuales no son instrumentos garantizados. Estos ofrecen un mayor potencial de rendimiento en comparación con los instrumentos bancarios

tradicionales, pero no aseguran una ganancia, ni la preservación del capital invertido al momento de vender las acciones del fondo mutual, lo cual implica un mayor riesgo.

3.2 Clasificación de los Fondos Mutuales

Los fondos mutuales pueden ser de dos modalidades: de capital abierto o cerrado.

- Los fondos mutuales de capital abierto deberán constituirse con un número mínimo de doscientas (200) personas y con un capital o patrimonio, no menor de cincuenta mil Unidades Tributarias (50.000 UT). Si en algún momento después de la constitución, se produjera la disminución del número mínimo de personas que deben integrar el fondo o la disminución del capital o patrimonio mínimo requerido debido a las recompras de las unidades de inversión de los inversionistas o a la desvalorización de las inversiones, el fondo o la sociedad administradora deben comunicarlo a la CNV en los primeros cinco (5) días hábiles bursátiles siguientes al descenso. La Comisión Nacional de Valores, siempre que las circunstancias que produjeron el descenso así lo ameriten, podrá conceder un plazo de hasta un (1) año, prorrogable por períodos iguales, para que el fondo se adecue al número mínimo de personas o al capital o patrimonio mínimo exigido por la Ley. (Resolución por la cual se dictan..., 1997, art. 24)
- Los fondos mutuales de capital cerrado deberán constituirse con un número no menor de doscientas (200) personas y con un capital o patrimonio no menor de cien mil Unidades Tributarias (100.000 UT) e inscribir sus unidades de inversión en una bolsa de valores del país, la cual deberá estar indicada en el prospecto. (Resolución por la cual se dictan..., 1997, art. 38)

Al cierre de 1996 algunos Fondos Mutuales mostraban una cartera de inversiones bastante diversificada (renta fija y renta variable). No es sino a partir de 1997 que la AVAF comienza la clasificación de los fondos según sus tipos de inversiones, agrupándolos en cuatro tipos:

- **Fondos Mutuales de Renta Fija:** Son fondos que tienen como objetivo invertir en papeles comerciales, bonos del estado y bonos privados, en moneda nacional o extranjera emitidos por empresas del sector público y/o privado. Estos instrumentos ofrecen un rendimiento predecible si son mantenidos hasta su vencimiento.
- **Fondos Mutuales de Renta Variable:** Son fondos que buscan maximizar el rendimiento, invirtiendo en acciones de empresas que se cotizan en las Bolsas de Valores, tanto nacionales como extranjeras.
- **Fondos Mutuales Mixtos:** Son fondos que tienen como objetivo diversificar su inversión en valores de renta fija y renta variable, en diferentes proporciones.
- **Fondos Mutuales en Divisas:** Son fondos que tienen como objetivo realizar sus inversiones en moneda extranjera, pudiendo dedicarse a invertir en diversos tipos de valores, los cuales pueden ser de renta variable en los mercados locales y foráneos, renta fija y/o combinaciones de ambos (estructura mixta).

En otros países con mercados de capitales más desarrollados, los Fondos Mutuales llegan a ser muy especializados. La ventaja de esta especialización es que cada quien invierte en el fondo de su agrado, de acuerdo a sus propias expectativas de rendimiento y riesgo.

3.3 Restricciones legales

Los fondos mutuales de inversión, pueden invertir en los siguientes títulos valores e instrumentos:

Aquellos cuya oferta pública haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores, los inscritos en las bolsas de valores, los que hayan sido emitidos o avalados por la República, u otras instituciones de derecho público, que hayan sido emitidos de conformidad con la Ley del Banco Central de Venezuela, los que hayan sido emitidos por instituciones regidas por la Ley General de Bancos y otras instituciones Financieras y los emitidos de acuerdo a la Ley del Sistema nacional de Ahorro y Préstamo. (Ley de Entidades...,1996, art.31)

Los fondos mutuales de inversión deben diversificar sus inversiones de forma que:

No posean acciones que en su totalidad representan más del diez por ciento (10%) del capital social de la sociedad de inversión, no posean más del quince por ciento (15%) de los instrumentos de deuda en circulación emitidos o avalados por una sociedad, no mantengan invertidos más del veinte por ciento (20%) de su patrimonio en valores emitidos o garantizados por una sociedad, no posean unidades de inversión emitidas por otros fondos mutuales de inversión, no posean títulos valores emitidos por el grupo empresarial o financiero del cual forma parte la sociedad administradora del fondo. Se exceptúan de estas limitaciones los títulos valores emitidos o avalados por la República y títulos valores e instrumentos emitidos de conformidad con la Ley del Banco Central de Venezuela. (Ley de Entidades...,1996,art.32)

3.4 Estructura Organizativa

La estructura administrativa de los Fondos Mutuales está constituida, en principio, por una trilogía:

- Fondo Mutual de Inversión: Es aquella Entidad de Inversión Colectiva (EIC) que tiene por objeto la inversión en valores e instrumentos financieros con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico, operativo o financiero.

- **Sociedad Administradora de Entidades de Inversión Colectiva:** Es aquella que tiene por objetivo exclusivo administrar el patrimonio de las EIC, cualesquiera sea su tipo, y representar a las mismas de acuerdo al contrato de administración que celebren al efecto. La Sociedad Administradora así como el contrato de administración que celebren con el Fondo deberán estar previamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores. El capital social de la Sociedad Administradora no será menor a veinte mil Unidades Tributarias (20.000 UT) y su capital pagado será por lo menos dos por ciento (2%) del patrimonio de la EIC administrada. La Sociedad Administradora podrá encargarse de la distribución, mercadeo, traspaso y cobranza de las unidades de inversión, así como también de la emisión de las unidades de inversión, llevar el registro y la contabilidad de los inversionistas de la EIC, verificar el traspaso de las unidades de inversión, mantener el control del pago de dividendos y otras funciones administrativas del Fondo Mutual.
- **El Banco Depositario y Custodio:** Es aquella institución Bancaria o Financiera que tiene a su cargo, de acuerdo a los términos y condiciones del respectivo Contrato de Custodia, el servicio de depósito y custodia de los títulos valores y del efectivo que constituyen la cartera de inversiones del Fondo Mutual y depositarlos en cuenta corriente o en depósitos a la vista y emplear dichos fondos para honrar los pagos que el Fondo Mutual deba hacer.

3.5 Historia de los Fondos Mutuales en Venezuela

Las sociedades de Fondos Mutuales en Venezuela "...fueron creadas legalmente con la entrada en vigencia de la primera Ley de Mercado de Capitales en 1974."(Briceño, 1992, p.6)

A partir de 1981 comienzan las regulaciones que controlan el funcionamiento de los Fondos Mutuales en Venezuela, con la entrada en vigencia de "las Normas Relativas a la Organización y Funcionamiento de las Sociedades Administrativas de Fondos Mutuales de Inversión" y "las Normas Relativas a la Inscripción en el registro Nacional de Valores, a las Organización y Funcionamiento de los Fondos Mutuales de Inversión de Capital Variable y a la Determinación del Valor de Recompra de sus Acciones".

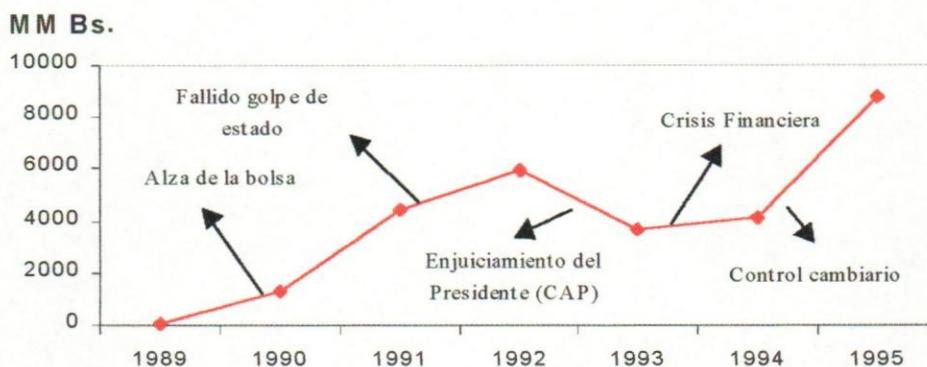
La primera empresa en el mercado venezolano de Fondos Mutuales se creó en 1983 bajo el nombre "Patria Fondo Mutual de Inversión de Capital Variable", el cual se mantuvo en operaciones durante sólo cuatro meses.

En 1989, había apenas tres fondos compitiendo en el mercado (La Ceiba, Bancor y Venezuela), los cuales poseían un patrimonio de apenas Bs. 38,21 millones. Fundamentalmente eran fondos no especializados, que se crearon con la finalidad de formar parte de los servicios ofrecidos por un grupo financiero.

Durante 1990 hubo una significativa alza en el mercado bursátil, lo que estimuló a los pequeños y medianos inversionistas colocar su dinero en los Fondos Mutuales.

A partir de 1991 se comenzó a observar un crecimiento de los Fondos Mutuales (Ver gráfico2), pues se contaba con doce fondos inscritos definitivamente en la Comisión Nacional de Valores (CNV) y el patrimonio manejado por estos era de Bs. 4.458,71 millones.

Gráfico N° 2
Evolución del patrimonio de los Fondos Mutuales



Fuente: BCV

Los Fondos Mutuales sufrieron un fuerte impacto negativo en 1993 producto del deterioro de los mercados financieros y bursátiles a consecuencia de la inestabilidad política que incidió en la economía a partir del 4 de febrero de 1992 (fallido Golpe de Estado).

La crisis financiera del año 1994, con la intervención por parte de Fogade de algunos bancos implicó también el cierre, fusión o adquisición de los Fondos Mutuales.

Después de la intervención del Banco Latino en enero de 1994, cerró sus puertas el Fondo Mutual Muctuactivo (Grupo Latino), el cual para ese momento manejaba el 27% del total del mercado de los Fondos Mutuales en Venezuela. Después de éste, once Fondos más cerraron sus puertas: Amazonas, Bancor, Banguaira, Confinanzas, Cordero, Financorp, Profesional, Principal, Progreso, Multiprogreso y Cavendes. (Revista Inversiones, 1995, p.28)

La crisis financiera generó la pérdida de credibilidad en el sistema financiero venezolano, produciendo una gran salida de capitales, lo que trajo consigo la puesta en marcha de un control de cambio que contribuyó para que las inversiones se mantuvieran en el país y se concentraran en los Fondos Mutuales.

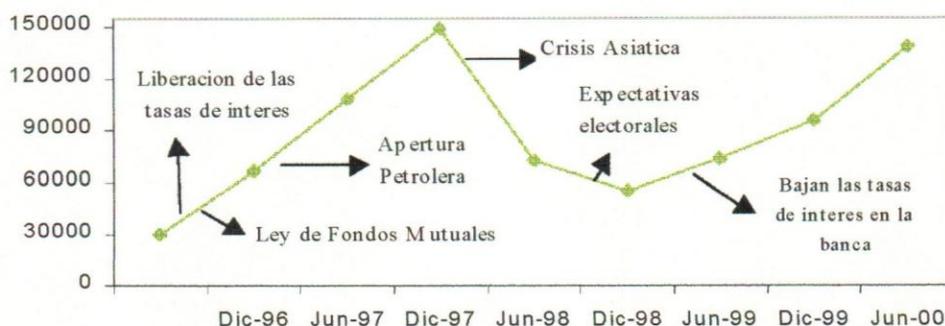
Los Fondos Mutuales incrementaron su patrimonio 671% en 1996 (Ver gráfico N° 3) con respecto al cierre del año anterior alcanzó Bs. 67,6 millardos, y se colocaron en el sexto lugar como instituciones captadoras de ahorros del público entre el espectro de la banca comercial. Este avance de los fondos estuvo estimulado por la promulgación de la Ley de Entidades de Inversión Colectiva (22 de agosto de 1996), la cual generó una serie de expectativas favorables que se tradujeron por la creación de nuevos Fondos Mutuales.

3.6 Mercado de los Fondos Mutuales

1997

El mercado de los Fondos Mutuales durante 1997 tuvo un comportamiento positivo, gracias a la estabilidad macroeconomía y las favorables expectativas en la economía, pero esta propicia evolución no se reflejó en la rentabilidad promedio de los Fondos Mutuales, ya que pasó de 63,9% del cierre de 1996 a 13,4%, explicado principalmente por la vigencia de un nivel de tasas de interés inferiores a las del año anterior.

Gráfico No 3
Evolución de los Fondos Mutuales, 1996-1999



Fuente: AVAF

La incorporación de nuevos fondos y el aumento del patrimonio de los ya existentes contribuyó al aumento patrimonial del mercado. Los Fondos Mutuales que experimentaron un significativo aumento (2.477,1%) de su patrimonio fueron los especializados en moneda extranjera, seguidos de los Fondos Mutuales de Renta Variable (293,6%) los cuales el año anterior obtuvieron el rendimiento más alto del mercado de Fondos Mutuales (115,0%), lo que atrajo inversionistas. Mientras tanto los Fondos Mutuales de Renta Fija sólo incrementaron su patrimonio 24,8%.

La participación de mercado se mantuvo concentrada entre cinco Fondos Mutuales pertenecientes a los grupos Provincial, Mercantil y BBO (Banex), entre los cuales cubrieron el 64% del mercado. Los otros 29 Fondos Mutuales captaron el 36% restante. No obstante, si se compara esta situación con la existente para el cierre de 1996, podemos ver que la concentración disminuyó, ya que, a esa fecha el 75% del mercado pertenecía a cinco fondos de los mismos grupos financieros mencionados anteriormente.

CUADRO N° 1
Evolución de los Fondos Mutuales en 1997

Tipo de Fondo Mutual	30/06/1997		31/12/1997		Rentabilidad
	Patrimonio de los Fondos Mutuales (Miles de Bs.)	Participación en el mercado	Patrimonio de los Fondos Mutuales (Miles de Bs.)	Participación en el mercado	
Renta Fija	26.650.430,13	24,62%	25.814.722,16	17,25%	14,30%
Renta Variable	36.652.700,81	33,86%	60.209.825,90	40,23%	16,80%
Mixtos	41.908.218,02	38,72%	53.218.525,35	35,56%	12,10%
Divisas	3.034.225,86	2,80%	10.433.618,90	6,97%	10,20%
Total	108.245.574,82		149.676.692,31		13,40%

Fuente: CNV y AVAF

1998

Al cierre de 1998, operaban 42 Fondos Mutuales (8 nuevos) con un patrimonio de Bs. 55.801,52 millones que representan una disminución de 62,71% con relación al año anterior, producto de la incertidumbre ante la recesión económica de la crisis financiera internacional, el descenso de los precios del petróleo y de las perspectivas electorales. La significativa disminución patrimonial de los Fondos Mutuales, produjo una menor rentabilidad promedio (3,5%) con respecto a los resultados de 1997, cuando se registró una rentabilidad de 13,4%. Esta caída de la rentabilidad de los Fondos Mutuales fue causada, principalmente, por la rentabilidad negativa de los Fondos Mutuales de Renta Variable (-22%), la cual estuvo influenciada por el descenso de los precios de las acciones.

En cambio el mercado de renta fija se reactivó con la reaparición de las subastas de los TEM en el mes de abril, pero esta revitalización no se reflejó en los Fondos Mutuales especializados en este tipo de papeles, pues experimentaron una caída patrimonial de 34,4% en el primer semestre, suavizándose para el segundo (19,3%). La rentabilidad registrada por este tipo de fondos fue la mayor (33,9%) para el período y superior a la alcanzada en el año anterior.

CUADRO N° 2
Evolución de los Fondos Mutuales en 1998

Tipo de Fondo Mutual	30/06/1998		31/12/1998		
	Patrimonio de los Fondos Mutuales (Miles de Bs.)	Participación en el mercado	Patrimonio de los Fondos Mutuales (Miles de Bs.)	Participación en el mercado	Rentabilidad
Renta Fija	16.932.021,57	23,16%	13.664.192,62	24,49%	33,90%
Renta Variable	21.374.076,90	29,24%	14.622.408,44	26,20%	-22,00%
Mixtos	22.254.577,18	30,44%	14.191.035,42	25,43%	1,50%
Divisas	12.538.203,77	17,15%	13.323.893,42	23,88%	-
Total	73.098.879,42		55.801.529,90		3,50%

Fuente: CNV y AVAF

Se debe resaltar que el entorno económico desfavorable, junto con la preferencia por parte de los agentes económicos de activos en moneda extranjera, favoreció el desenvolvimiento de los Fondos Mutuales especializados en este tipo de inversión, los cuales fueron los únicos que presentando un incremento patrimonial de 27,7%.

1999

En 1999 el mercado de Fondos Mutuales tuvo una recuperación del patrimonio, aumentando 72,22% con relación al año anterior. Su rentabilidad alcanzó 15,6% en promedio, básicamente por la recuperación de los retornos de los Fondos Mutuales Variables, Mixtos y en Divisa.

CUADRO N° 3
Evolución de los Fondos Mutuales en 1999

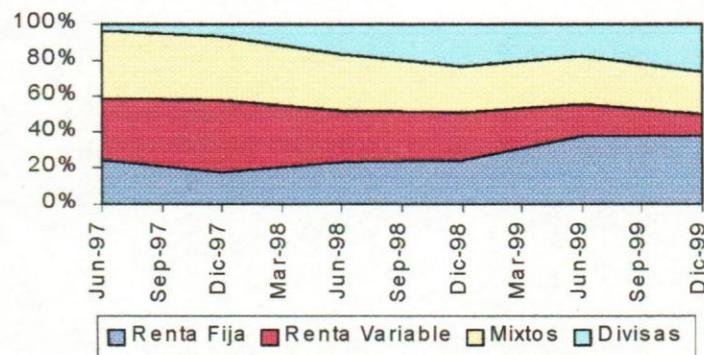
Tipo de Fondo Mutual	30/06/1999		31/12/1999		
	Patrimonio de los Fondos Mutuales (Miles de Bs.)	Participación en el mercado	Patrimonio de los Fondos Mutuales (Miles de Bs.)	Participación en el mercado	Rentabilidad
Renta Fija	27.881.941,49	37,61%	36.132.427,01	37,60%	28,60%
Renta Variable	12.978.624,67	17,51%	12.190.368,88	12,69%	-0,20%
Mixtos	19.827.801,45	26,74%	22.281.996,31	23,19%	21,10%
Divisas	13.452.137,22	18,14%	25.495.630,00	26,53%	12,90%
Total	74.140.504,83		96.100.422,20		15,60%

Fuente: CNV y AVAF

La puesta en vigencia del Impuesto al Débito Bancario (IDB) encareció las negociaciones locales, desestimulando las transacciones con acciones, lo que hizo menos atractivos los Fondos Mutuales de renta variable, que disminuyeron su patrimonio en 16,63%.

En cambio los Fondos Mutuales de renta fija ganaron participación en el mercado de fondos, con un crecimiento patrimonial de 164,43%. Este incremento puede ser explicado por sus resultados del año anterior, lo que pareciera indicar que la mayoría de los inversionistas son atraídos por los retornos alcanzados en el período precedente. Los fondos de este rubro fueron los únicos que presentaron rendimientos promedios positivos. En este año fue la rentabilidad (28,6%) más alta del mercado de Fondos Mutuales del período analizado.

Gráfico No 4
Evolución patrimonial de los distintos tipos de Fondos Mutuales



Fuente: Cuadros 1, 2 y 3.

Los Fondos Mutuales en Divisa mantuvieron su patrimonio para el primer semestre, pero en el segundo semestre tuvieron un significativo aumento (89,52%) patrimonial, en relación con el semestre anterior. Este comportamiento se debió, principalmente, al efecto adverso derivado de las presiones cambiarias que afectaron a algunos países latinoamericanos, en particular Colombia, que desmejoró la percepción de riesgo cambiario en el país.

Al comparar la concentración del mercado, se observa que cada vez es menos concentrado, pues para el cierre de 1999 el 53,62% del mercado era controlado por las Sociedades Administradoras Provincial, Mercantil, Interfondo y BBO. Además, sólo se registraron tres nuevos Fondos Mutuales durante el año.

En el gráfico N° 4 se puede observar la evolución del mercado venezolano de los distintos tipos de Fondos Mutuales descritos anteriormente.

3.7 Análisis de la Muestra

El presente trabajo se basó en los fondos mutuales de renta fija, ya que se observó un aumento de su participación en el mercado, posiblemente, las condiciones del entorno económico favorecieron este crecimiento.

Para el análisis se utilizó una muestra conformada por ocho (8) de los quince (15) Fondos Mutuales de renta fija que mantenían operaciones en Venezuela para el mes de Diciembre de 1999, es decir, más del 50% de los fondos de este mercado. Estos fondos concentraban en conjunto el 88% del mercado de Fondos Mutuales de renta fija a esa fecha. Ellos son:

- BBO Mercado Monetario, Fondo Mutual de Inversión de Capital Abierto S.A.
- Exterior Fondo Mutual C.A.
- La Ceiba Fondo Mutual de Renta Fija de Capital Abierto, S.A.
- Portafolio Mercantil de Inversión en Renta Fija, Fondo Mutual de Inversión de Capital Variable, C.A.
- Noroco Renta Fija, Fondo Mutual de Inversión de Capital Abierto, C.A.

- Primus Renta Fija, Fondos Mutuales de Inversión de Capital Variable, C.A.
- Pro-dinero Provincial Fondo Mutual de Renta Fija de Inversión de Capital Variable C.A.
- Pro-renta Fondo Mutual de Renta Fija de Inversión de Capital Variable C.A.¹

Fondo Mutual BBO

El BBO inicialmente se llamó Banex Mercado Monetario, Fondo Mutual de Inversión de Capital Abierto S.A. Fue aprobado por la Comisión Nacional de Valores (CNV) el 28 de mayo de 1997. Este fondo tiene el respaldo del Banco Citibank (Banco Universal), el cual presta el servicio de depósito y custodia y contaba con 7 oficinas en el país al mes de diciembre de 1999. En el prospecto del fondo se señala el cobro a sus accionistas de una comisión de 1% por suscripción (la más baja de los fondos mutuales de la muestra), pero al mes de febrero de 2000, no realizaba el cobro de tal comisión.

Este fondo ha venido aumentando su participación en el mercado de Fondos Mutuales de renta fija, pasando de 3,21% en junio de 1997 a 6% en diciembre de 1999, pero con un significativo 23% del mercado en diciembre de 1998.

Fondo Mutual Exterior

El fondo que presentó la menor participación del mercado para todo el período en estudio, fue el Exterior, el cual mantenía 3,16% del mercado de Fondos Mutuales de

¹Para dar fluidez y simplicidad al desarrollo de este trabajo, cuando nos referimos a los nombres de los fondos mutuales de la muestra, utilizaremos los siguientes: BBO, Exterior, La Ceiba, Mercantil, Noroco, Primus, Pro-dinero y Pro-renta, respectivamente.

renta fija al cierre de 1999. También es el fondo que posee el menor número de accionistas (257) para esta fecha, posiblemente por la poca difusión del fondo. Está respaldado por el Banco Exterior, C.A. (Banco Universal), quien presta el servicio de depósito y custodia, y disponía de 67 agencias para diciembre de 1999. El fondo Exterior es el único que solicita a sus inversionistas el monto mínimo inicial expresado en unidades de inversión, equivalente a 20 unidades de inversión, en vez de exigir un monto fijo en bolívares, y una comisión máxima de 4% del monto invertido. Es importante destacar que este fondo es el más antiguo de la muestra, autorizado por la CNV en 1992.

Fondo Mutual La Ceiba

La Ceiba es el fondo mutual de la muestra que tiene menos tiempo en la competencia por el mercado de Fondos Mutuales de renta fija. Inició operaciones el 8 de julio de 1998, con la respectiva aprobación de la CNV (resolución 365-98), y para diciembre de 1999 este fondo concentraba el 5% del mercado.

El Banco Venezolano de Crédito S.A.C.A. (Banco Comercial) lo respalda, además de prestar el servicio de depósito y custodia. Este Banco para diciembre de 1999 contaba con 94 oficinas a nivel nacional, lo que permite captar un gran número (555 para el mes de diciembre de 1999) de inversionistas para los fondos mutuales de sus 188.304 depositantes. El inversionista que desea iniciar una suscripción en el fondo tendrá que disponer de un monto mínimo de Bs. 100.000, y después puede aumentar su inversión desde Bs. 1.000. La comisión máxima que el fondo puede cobrar es de 7% del monto

invertido (una de las más altas del mercado), según su prospecto. Este fondo cuenta con un novedoso y práctico sistema de recompra automatizado de unidades de inversión con la utilización de una Tarjeta Visa de Débito: La Ceiba Superefactiva.

Fondo Mutual Mercantil

El fondo Mercantil se ha mantenido como uno de los Fondos Mutuales que posee mayor patrimonio, ya que desde junio de 1998 concentra la mayor participación del mercado desplazando Pro-dinero y Pro-renta del Banco Provincial. Exige un monto mínimo de inversión inicial relativamente alto (Bs. 500.000) y de las inversiones sucesivas (Bs. 200.000), que deben aportar los inversionistas. Además, es uno de los fondos que exige un balance mínimo de Bs. 200.000. La Institución que presta el servicio de depósito y custodia es el Banco Mercantil C.A. S.A.C.A. (Banco Universal), el cual para el cierre de 1999 era el segundo banco en número de depositantes (2.079.553) y posee una red de 285 agencias en todo el país, lo que favorece la captación de inversionistas para sus Fondos Mutuales, de hecho contaba con 1.265 para el mes de diciembre de 1999.

Fondo Mutual Noroco

En cambio, el fondo Noroco tiene el respaldo del grupo Noroco, y su Banco custodia (Banco Noroco, Banco Comercial) posee apenas 7 agencias y estas están ubicadas sólo en el área Metropolitana, lo cual puede explicar en parte, el pequeño número de accionistas (483) que tiene el fondo. Hay que resaltar, su alto monto de inversión inicial (Bs. 250.000), dificulta captar más accionistas. Este fondo, desde que inició operaciones

(agosto de 1997) ha ido creciendo hasta alcanzar el 6% del mercado de Fondos Mutuales de renta fija para 1999, ubicándolo por encima de fondos con mayor trayectoria como el Exterior.

Fondo Mutual Primus

Primus es el único fondo de la muestra que no está respaldado por un Banco Comercial o Universal, sino por una organización financiera conformada en su mayoría por Entidades de Ahorro y Préstamo (E.A.P.), de hecho, el ente custodio es Central E.A.P. El fondo solicita a sus capitalistas el monto más bajo (Bs. 10.000) para iniciar la compra de unidades de inversión y no cobra comisiones de ningún tipo, aunque en su prospecto hace referencia a una comisión máxima de 8%, la cual sería la más alta de la muestra.

Este fondo es otro de los que su patrimonio ha crecido para alcanzar un 9% del mercado en diciembre de 1999.

Fondos Mutuales Pro-dinero y Pro-renta

Los fondos Pro-dinero y Pro-renta pertenecen al mismo grupo financiero, Grupo Provincial. Además, BBVA Banco Provincial (Banco Universal), les suministra el servicio de depósito y custodia. Esta institución era la líder en número de depositantes (4.363.321) para 1999 y contaba con la mayor red de agencias en todo el país (353 agencias). Esto puede explicarse por que sus Fondos Mutuales son los que tenían el mayor número de accionistas (5.333 posee Pro-dinero y 6.922 tiene Pro-renta) para el mes de diciembre de 1999. Es importante resaltar que estos fondos al mes de junio de 1997 eran

los dos principales fondos por su participación en el mercado, entre ambos poseían el 66% del mercado de Fondos Mutuales de renta fija, pero fueron perdiendo participación, pues al cierre de 1999 sólo concentraban el 24% del mercado.

A continuación se presenta un cuadro comparativo con las características mencionadas anteriormente de los Fondos Mutuales de la muestra.

CUADRO N° 4
Información general de los Fondos Mutuales de la muestra

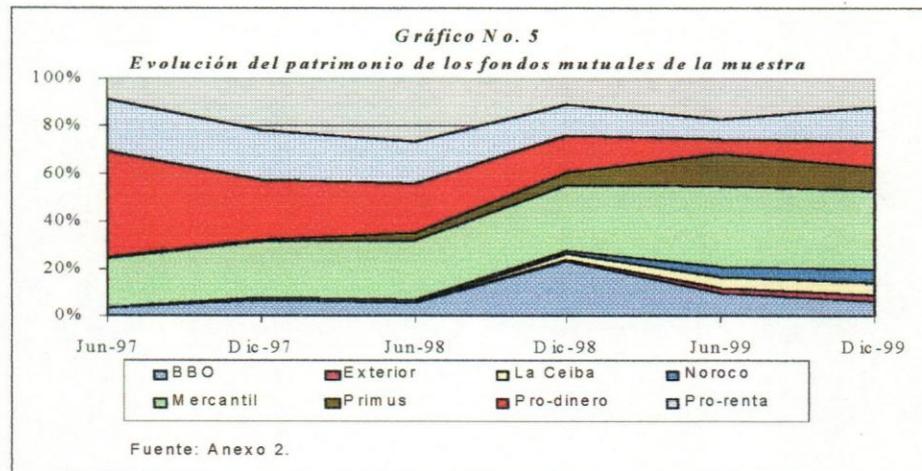
Fondo Mutua	Inversión Inicial (Bs.)	Inversión Sucesiva (Bs.)	Comisión Máxima por suscripción	Agente Depósito y Custodio	N° de agencias * *	N° de Depositantes **	N° de Accionistas *	Director Principal *
BBO	20.000	10.000	1%	Citibank	7	92.198	364	Carlos Raúl Villanueva
Exterior	40.000	-	4%	Banco Exterior	67	108.067	257	Yraida Guerra
La Ceiba	100.000	1.000	7%	Bco. Venezolano de Crédito	94	188.306	555	José J. López Pérez
Mercantil	500.000	200.000	5%	Banco Mercantil	285	2.079.553	1.265	Giampiero Riccio
Noroco	250.000	50.000	N/S	Banco Noroco	7	7.183	483	Rafael Santandreu
Primus	10.000	-	8%	Central EAP	31		N/D	Manuel Gutiérrez Nuñez
Pro-dinero	N/S	N/S	N/S	BBVA Bco. Provincial	353	4.363.321	5.333	José A. Anton Burgos
Pro-renta	N/S	N/S	N/S	BBVA Bco. Provincial	353	4.363.321	6.922	José A. Anton Burgos

Fuente: los Fondos Mutuales

* Para 31/12/1999

** Corresponde al agente depósito y Custodio

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución patrimonial de los fondos mutuales de la muestra.



Capítulo 4

Estrategias de inversión

En este capítulo se presenta el análisis de la composición y evolución de los portafolios de cada Fondo Mutual de la muestra, para determinar cual fue su estrategia de inversión dado el entorno de la economía en ese momento. Además, se analizó cómo la estrategia de inversión afectó en el rendimiento, riesgo (calculado por la desviación estándar) y desempeño (medido por el índice de Sharpe) del Fondo.

4.1 Análisis de los portafolios

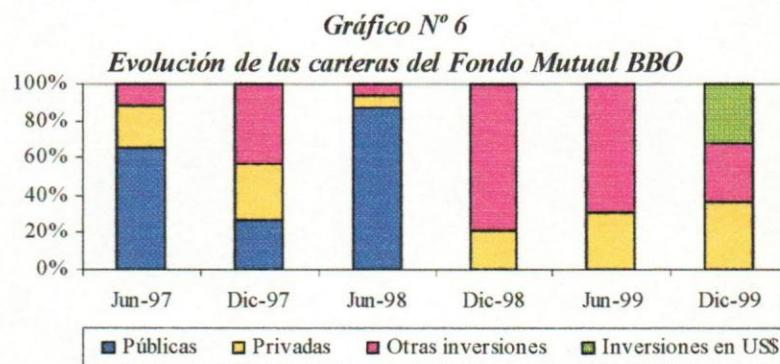
Fondo Mutual BBO

El fondo BBO durante los cinco primeros semestres del estudio se caracterizó por mantener una estrategia defensiva, ya que sus carteras estaban compuestas por inversiones en bolívares, y distribuidas principalmente en títulos de corto plazo. En los tres primeros semestres, mantuvo títulos públicos, principalmente TEMs (deuda de corto plazo), pero para los dos períodos siguientes sus inversiones fundamentales son colocaciones, mesa de dinero, entre otras, las cuales también son de corto plazo. Para el segundo semestre de 1999 el fondo BBO cambió su estrategia de inversión, ya que incluyó inversiones en moneda extranjera y esta la consideramos una estrategia agresiva.

A continuación analizaremos la evolución de la cartera por semestre.

Primer semestre de 1997: El portafolio de BBO en el primer semestre de 1997 se componía de inversiones en moneda local distribuidas en títulos públicos, específicamente TEMs (66%), papeles comerciales (22%) y colocaciones de corto plazo (12%) para mantener la liquidez. Esta cartera indica confianza en la economía, acorde con el clima que existía en el país en aquel momento.

Este fondo presento un rendimiento de 19,69%, superior a la tasa libre de riesgo, reflejado en su índice de desempeño, positivo. El riesgo fue 0,58%, ya que su cartera estuvo formada por títulos poco volátiles para ese momento.



Fuente: Anexo 6.1

Segundo semestre de 1997: Las expectativas de una economía estable se mantuvieron porque las inversiones extranjeras y locales aumentaron, las empresas incrementaron su capacidad de producción, lo que implicó un aumento de la cartera de crédito del sector financiero y un incremento (153,3%) de las emisiones de títulos privados. Esto influyó en la estrategia de inversión del fondo BBO, pues aumentó su posición en títulos privados (30%) y disminuyeron significativamente las inversiones públicas, que se

distribuían entre TEMs (15%) y DPN (12%), dirigiendo estos recursos a otras inversiones (43%).

El riesgo fue superior al semestre anterior, por que los DPN presentaron una mayor volatilidad en su precio, por el alza de las tasas de interés locales. En cambio el rendimiento disminuyó, también a causa de los DPN, porque son títulos de largo plazo y estos mantenían un rendimiento rezagado al alza de las tasas de interés.

Primer semestre de 1998: Este semestre fue el peor período para los fondos mutuales, ya que sus expectativas estaban basadas en un entorno económico favorable como el del año anterior y la economía venezolana tuvo grandes cambios a raíz de la crisis asiática que afectó los precios de las materias primas en general y el precio del petróleo en particular, reduciendo los ingresos por exportaciones y aumentando el riesgo país, por tratarse de un mercado emergente.

El fondo BBO sostuvo su estrategia de inversión defensiva, pero cambio la composición del portafolio, pasó a estar formado por TEMs (87%), papeles comerciales (6%) y colocaciones (7%).

A pesar de que su rendimiento (23,10%) aumentó aproximadamente 5 puntos porcentuales con relación al semestre anterior, su desempeño fue negativo porque las tasas del mercado de renta fija (pagadas por los TEMs, DPN y papeles comerciales) registraron un incremento de 15 puntos porcentuales aproximadamente. Además, su riesgo se incrementó con relación al semestre anterior, porque la volatilidad de los rendimientos de los TEMs (7,24%) y de los papeles comerciales(6,51%) aumentó para este lapso, debido a que el mercado venezolano era afectado por la Crisis Asiática.

Segundo semestre de 1998: La inestabilidad macroeconómica se agravó para el segundo semestre después del “default” en el pago de la deuda externa de Rusia y la corrida en contra de Brasil, lo que generó expectativas desfavorables en los inversionistas en cuanto a la inflación, el tipo de cambio y el riesgo país. Esto obligó al BCV elevar las tasas de interés, lo que hizo más atractivas las inversiones en bolívares. El fondo BBO no compartió las expectativas de devaluación de los otros agentes, ya que mantuvo su portafolio en moneda local, pero en instrumentos más líquidos como lo son las colocaciones en mesa de dinero (47%), aceptaciones bancarias (16%) e inversiones cedidas bajo acuerdo de recompra del agente custodio (Citibank, Banco Universal) (15%), además de papeles comerciales (22%).

El fondo presentó un rendimiento superior al del semestre anterior, ya que los rendimientos de todos los títulos de su cartera, aumentaron para este semestre.

A pesar de que el riesgo de los papeles comerciales aumentó en ese momento, estos eran los únicos títulos de la cartera que tenían riesgo y ellos sólo representaban una pequeña proporción del portafolio. De esta manera, el fondo mejoró significativamente su desempeño al compararlo con el semestre anterior, debido al aumento del rendimiento y la reducción del riesgo.

Primer semestre de 1999: La economía venezolana mantuvo su incertidumbre. BBO conservó su estrategia de inversión del semestre anterior, con una cartera en moneda local, distribuida entre papeles comerciales (32%) y colocaciones (68%).

En este período no le fue tan bien como en el anterior, pues su rendimiento (23,40%) disminuyó 50% con relación al semestre anterior, mientras que las tasas de interés del

mercado cayeron, pero en una proporción inferior (aproximadamente 40%) dando como resultado una prima de riesgo negativa lo que fue el principal causante del desmejoramiento del índice de Sharpe. En cambio, el riesgo disminuyó porque la cartera se encontraba más diversificada en cuanto a número de títulos y no a tipos de títulos. Para este semestre la cartera contaba con 12 títulos (4 papeles comerciales y 8 colocaciones) mientras que en el período anterior sólo eran 9 (3 papeles comerciales, 4 inversiones de mesa de dinero, 1 aceptación bancaria y 1 inversión cedida).

Segundo semestre de 1999: Ante la recesión económica que se profundizó, la percepción de una moneda sobrevaluada se mantuvo, lo que impulsó a los administradores del portafolio BBO a poner en práctica una estrategia de inversión agresiva al incluir inversiones en moneda extranjera (32%) en la cartera, pues esperaban una maxidevaluación. El portafolio se componía de inversiones en moneda local (68%) distribuidas en papeles comerciales (37%) y colocaciones (31%), mientras que las inversiones en moneda extranjera eran papeles comerciales (18%) y colocaciones (14%). El aumento del precio del petróleo, que contribuyó a la recuperación de las reservas internacionales, ayudó a mantener la estabilidad cambiaria, por lo que sus expectativas de devaluación no se hicieron efectivas, lo que produjo la caída del desempeño del fondo. El riesgo de los papeles comerciales disminuyó para ese momento, lo que explica la caída del riesgo del fondo, porque estos representaban una mayor parte de la cartera. El rendimiento de las inversiones en moneda extranjera aumentó un punto porcentual, pero no se reflejó en el rendimiento del fondo, porque representaban una proporción

muy baja de la cartera. Por lo tanto, la caída del rendimiento del fondo fue causada por la disminución del retorno de los papeles comerciales en moneda local.

Fondo Mutual Exterior

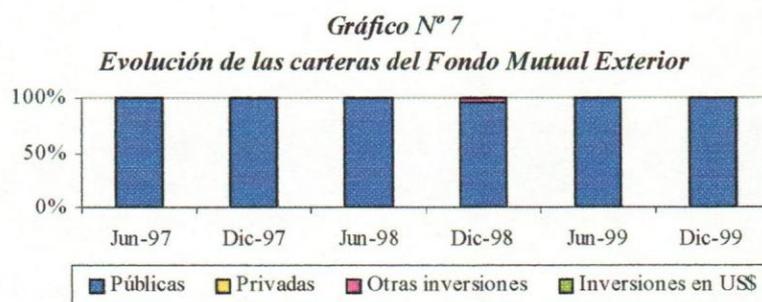
El fondo Exterior durante todo el período de estudio estructuró sus carteras fundamentalmente con inversiones en bolívares y títulos de entes públicos como lo son los Títulos de Estabilidad Monetaria (TEMs) y Bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN), manteniendo una estrategia de inversión defensiva independiente del comportamiento de la economía.

Al consultar a uno de los asesores del fondo sobre su estrategia de inversión, comentó que ellos tenían la política de estructurar la cartera y mantener los títulos a su vencimiento, es decir, se basan en la teoría de clases de activos (ver en el capítulo 1), de esta manera podían contar con unos rendimientos predecibles.

La estrategia de inversión de este fondo le permitió obtener rendimientos atractivos para los inversionistas a pesar de que algunas veces han sido inferiores a la tasa pasiva promedio.

Primer semestre de 1997: Para este período la cartera del fondo estaba compuesta por TEMs (43%) y DPN (57%), la cual indicaba confianza en el país. El riesgo fue alto, por que los DPN y TEMs presentaron volatilidades altas, y el rendimiento fue superior a la tasa libre de riesgo.

Segundo semestre de 1997: La cartera se mantuvo en moneda local, pero su composición fue concentrada principalmente en TEMs (91,26%), aunque también mantenía DPN (8,74%). Su riesgo disminuyó significativamente, reducción explicada por el aumento de los títulos de corto plazo (TEMs), los cuales presentaban un menor riesgo en ese momento. Su rendimiento (16,27%) disminuyó, lo que confirma la relación riesgo-rendimiento, es decir, los títulos que tienen un menor riesgo, también presentan un menor rendimiento.



Fuente: Anexo 6.2

Primer semestre de 1998: Este período fue desfavorable para la economía, ya que fue afectada por la crisis asiática, que influyó en las expectativas de los agentes económicos, básicamente en los mercados emergentes, de los cuales Venezuela forma parte.

El fondo Exterior cambió la estructura de su cartera, pues para ese momento el 97 % de ella estaba formada por DPN, y el resto por TEMs, ya que había aumentado la emisión de DPN. Su riesgo aumentó con relación al semestre anterior, ya que para este lapso los títulos con mayor proporción del portafolio son títulos de largo plazo (DPN). Además, su rendimiento se incrementó pero en una menor proporción con relación al incremento

registrado por las tasas pasivas, lo que resultó en una prima de riesgo negativa para el fondo, que explicó la significativa caída del índice de desempeño.

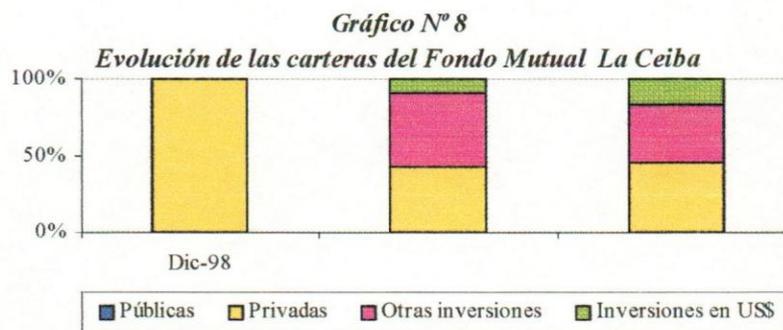
Segundo semestre de 1998: El fondo para este semestre presentó la cartera más diversificada (de las mantenidas por él) de las evaluadas para este estudio, pues el portafolio estaba compuesto por TEMs (3%), DPN (85%), Letras del tesoro (8%) y colocaciones (4%). Con esta diversificación registró un menor riesgo con relación al semestre anterior, mientras que su rendimiento (39,89%) aumentó, por que el BCV tuvo que incrementar las tasas de interés para hacer más atractivas las inversiones locales. A consecuencia de este doble efecto el desempeño del fondo mejoró levemente, pero mantuvo un índice negativo.

Primer semestre de 1999: Para este período el fondo Exterior no diversificó pues su cartera esta formada exclusivamente con DPN. Esto afectó su riesgo, al incrementarlo por depender exclusivamente de un título como el DPN, que presentó una volatilidad alta para este período. Los rendimientos de los DPN disminuyeron 18 puntos porcentuales, mientras que la tasa libre de riesgo sólo cayó 16, lo que resulto una prima de riesgo negativa.

Segundo semestre de 1999: El fondo, después del pobre resultado obtenido en el semestre anterior, incorporó una pequeña proporción (0,06%) de la cartera en colocaciones, para mantener la liquidez. Con esta estrategia pudo reducir su riesgo, ya que las colocaciones representan un riesgo bajo o nulo, además de la reducción de la volatilidad de los DPN. Con la reducción del riesgo y el aumento del rendimiento, el desempeño presentó un significativo aumento.

Fondo Mutual La Ceiba

Este fondo en ninguna de sus carteras estudiadas incorpora títulos emitidos por entes públicos. Sus inversiones fundamentalmente son títulos privados y en 1999 inicia inversiones en moneda extranjera. La estrategia de inversión buscó anticipar cambios en el entorno económico.



Fuente: Anexo 6.3

Segundo semestre de 1998: Las expectativas de devaluación aumentaban en el país, pero este fondo mantuvo una estrategia de invertir en moneda local. Entre los títulos disponibles, se enfocó en instrumentos privados, especialmente en papeles comerciales, los cuales eran escasos al compararlos con la fuerte emisión de TEMs realizada por el BCV para controlar la salida de divisas y hacer más atractivas las inversiones nacionales. Para este período los papeles comerciales registraron rendimientos promedios más altos que los TEMs, lo que explicó el alto rendimiento (55,99%) del fondo. Es importante resaltar que el papel comercial que representaba la mayor proporción de la cartera era Bamerinvest, el cual pagaba una tasa de interés de 80%.

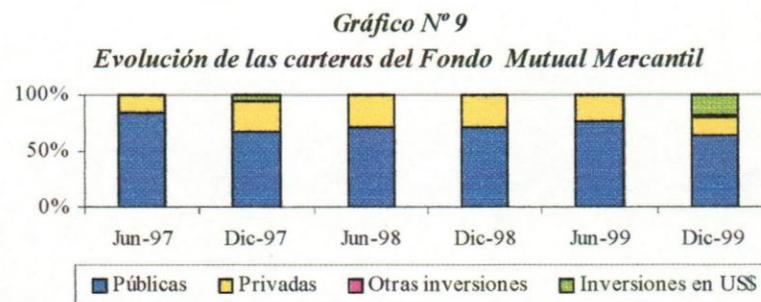
Primer semestre de 1999: A pesar del buen resultado obtenido en el segundo semestre de 1998, La Ceiba cambió sus expectativas con relación al entorno económico y comenzó a percibir una moneda sobrevaluada, lo que influyó para incorporar un 10% de su cartera en moneda extranjera (10%) y ante una posible falta de liquidez incluyó inversiones temporales (47%), además de sus inversiones en papeles comerciales (43%). El riesgo se incrementó con relación al semestre anterior, a pesar de la diversificación de la cartera, ya que las inversiones en moneda extranjera incluyen los vaivenes del tipo de cambio lo que automáticamente incrementa el riesgo. Por otra parte, el rendimiento disminuyó por la caída de las tasas de interés locales y porque las inversiones en moneda extranjera para ese momento mantenían un rendimiento bajo (10,87%). Su desempeño fue inferior al semestre anterior, por la caída del rendimiento y el incremento del riesgo.

Segundo semestre de 1999: Para este semestre la perspectiva de una devaluación se hizo más evidente y esto lo demuestra la estructura del portafolio del fondo, ya que es más agresiva al aumentar su posición en moneda extranjera (17%), la cual se dividía entre papeles comerciales (6%), colocaciones (5%) y bonos corporativos (6%). La cartera mantuvo 83% en moneda local que estaba distribuida entre papeles comerciales (34%), obligaciones quirografarias (11%) y colocaciones (38%). Con la diversificación del portafolio, disminuyó el riesgo el fondo mutual, pero su rendimiento también decreció, porque los títulos en moneda extranjera presentaron rendimientos menores a los locales y los valores en bolívares que mantenía el fondo, se encontraban entre los que presentaban los rendimientos inferiores.

La decisión de invertir en dólares esperaba una devaluación fuerte, que habría hecho un mayor rendimiento de estos títulos que los obtenidos por las inversiones en bolívares.

Fondo Mutual Mercantil

El fondo Mercantil en cuatro de los períodos en estudio, mantuvo el portafolio en moneda local, lo que denominamos una estrategia de inversión defensiva, pero en los segundos semestres de 1997 y 1999 incorporó títulos en moneda extranjera, lo que hizo la estrategia de inversión agresiva.



Fuente: Anexo 6.4

Primer semestre de 1997: El fondo Mercantil mantenía expectativas positivas para ese momento, lo que se reflejaba en su portafolio conformado por títulos en moneda local como TEMs (83%) y papeles comerciales (17%).

Con esta estrategia obtuvo un desempeño negativo, porque su retorno (10,75%) fue inferior a la tasa libre de riesgo, mientras que el riesgo fue 1,25%.

Segundo Semestre de 1997: Dado el resultado del semestre anterior, cambió su estrategia de inversión volviéndola más agresiva, pues incorporó un 5% en inversiones

en dólares. Por otra parte aumentó su proporción en papeles comerciales (28%), cambio favorecido por el crecimiento de la emisión de estos títulos.

Esta estrategia de inversión arrojó mejores resultados que la anterior, porque el riesgo disminuyó por la diversificación de la cartera. El rendimiento (28,48%) se incrementó, por que las tasas pagadas por los TEMs (68% de la cartera) se incrementaron en los dos últimos meses del año, aunado a la reducción de las emisiones de estos títulos, lo que influyó en el aumento de su valor en el mercado. En cuanto al índice de desempeño este aumentó con relación al semestre anterior, debido al mayor rendimiento presentado y la disminución del riesgo.

Primer semestre de 1998: El fondo volvió a una estrategia de inversión defensiva, porque presentaba un portafolio en moneda local, que estuvo distribuido entre TEMs (71%) y papeles comerciales (29%).

El riesgo disminuyó porque las inversiones fueron en moneda local, y no presentan riesgo cambiario ni problemas de liquidez.

Como lo indica la relación riesgo-rendimiento (correlación positiva), el rendimiento (20,30%) del fondo disminuyó con relación al período precedente, ya que eliminó su principal fuente de riesgo, como fue los títulos en moneda extranjera.

Segundo semestre de 1998: El fondo estructuró su cartera en este período en forma similar a la del semestre anterior (72% en TEMs y 28% en papeles comerciales), lo que indica que sus expectativas se conservaron iguales. Con esto demostraba una confianza en que los rendimientos de inversiones en bolívares eran mayores que las inversiones en dólares.

Su rentabilidad obtuvo un incremento significativo con relación al período anterior, ya que las tasas de interés aumentaron, principalmente las pagadas por los papeles comerciales (ver capítulo 2). El riesgo disminuyó levemente, porque la proporción de TEMs en la cartera se incrementó tenuemente y esto se reflejó en el mejoramiento del índice de Sharpe.

Primer semestre de 1999: Aunque la economía se presentaba desfavorable, el fondo conservó su estrategia defensiva, ya que los rendimientos de las inversiones en bolívares eran atractivas para los inversionistas. Nuevamente la cartera estaba conformada sólo por inversiones en bolívares, pero incorporando los DPN(15%) en su composición.

Con esta estrategia de inversión mantuvo un desempeño positivo pero inferior al anterior, debido a que el riesgo se incrementó producto de la inclusión de los Bonos de Deuda Pública (DPN), que para ese momento presentaban una volatilidad mayor y eran más riesgosos (ver capítulo 2). Además, el rendimiento (50,43%) decreció con relación al alcanzado en el lapso anterior, porque los rendimientos de los títulos en general presentaron una tendencia a la baja.

Segundo semestre de 1999: Ante la caída de las tasas de interés locales por el acuerdo al que llegó el gobierno con la banca, el Fondo Mercantil cambió su estrategia de inversión convirtiéndola en agresiva, al incorporar inversiones en moneda extranjera (18%) a su portafolio, lo que indica que tenían expectativas de devaluación ya que consideraban mejor negocio la rentabilidad de inversiones en dólares que la ofrecida en el país en moneda local.

El portafolio estaba diversificado para ese momento, pues se componía de DPN (65%), papeles comerciales (7%), obligaciones quirografarias (8%), colocaciones (2%) en bolívares, mientras que los títulos en moneda extranjera eran Bonos Treasury Bill (17%) y colocaciones temporales (1%).

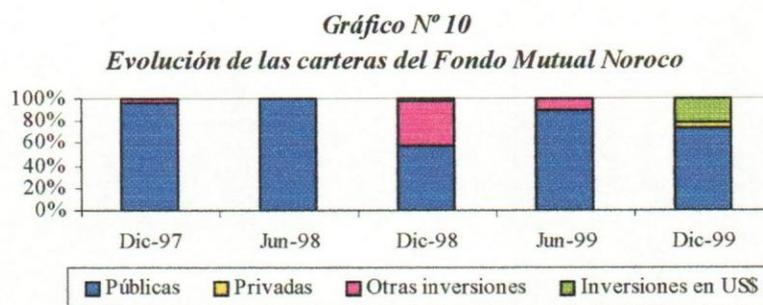
La prima por unidad de riesgo (desempeño) mejoró, ya que disminuyó el riesgo por la diversificación de la cartera y por que las volatilidades de los DPN y papeles comerciales disminuyeron. El rendimiento disminuyó, por las tasas de interés internas que cayeron en una mayor proporción que el aumento del rendimiento de las inversiones en moneda extranjera. De esta manera, el desempeño se recuperó, ya que la caída del riesgo fue mayor a la registrada por el rendimiento.

Fondo Mutual Noroco

Los portafolios del fondo Noroco se caracterizaron por invertir en bonos públicos y colocaciones temporales en moneda local, es decir, una estrategia defensiva. Para el segundo semestre de 1999 cambió su estrategia de inversión, ya que una parte significativa de la cartera estaba formada por colocaciones en moneda extranjera, una estrategia de inversión agresiva.

Segundo semestre de 1997: Las expectativas para 1997 fueron favorables, por lo tanto el Fondo Noroco inició sus operaciones con inversiones en bolívares, distribuidas entre DPN (46%), TEMs (50%) y 4% de la cartera en colocaciones temporales para evitar problemas de liquidez.

El fondo presentó un índice de desempeño positivo, porque su cartera estaba formada por títulos de corto plazo, que son buenas inversiones cuando en el mercado hay un alza de las tasas de interés.



Fuente: Anexo 6.5

Primer semestre de 1998: El escenario económico fue distinto en este semestre con relación al anterior, pero analizando las expectativas del fondo Noroco, este los consideró semejantes, ya que la cartera estaba compuesta por los mismos títulos, pero con proporciones diferentes, 54% TEMs, 45% DPN y 1% colocaciones.

El desempeño del fondo fue negativo, porque fue un lapso difícil para la economía venezolana en general, y para los fondos mutuales en particular, ya que las volatilidades de sus títulos aumentaron. El aumento de la percepción de riesgo por parte de los mercados internacionales, hizo que aumentara el riesgo implícito de los títulos públicos emitidos en el país, y por tal razón aumentó el riesgo del fondo, ya que su cartera contaba con un 99% de estas inversiones. El rendimiento disminuyó, porque los DPN son títulos de largo plazo y cuando las tasas de intereses se encuentran en alza (como en ese momento), no es rentable mantener títulos de estas características. Por lo tanto, con

el aumento del riesgo y la disminución de la rentabilidad en relación con la tasa libre de riesgo el fondo presentó un desempeño inferior.

Segundo semestre de 1998: En agosto se produjo una suspensión en el pago de la deuda externa de Rusia que transmitió inestabilidad al mercado de Brasil, y además de existir la percepción de que la economía venezolana podía ser la siguiente en presentar problemas cambiarios, creando una presión sobre el tipo de cambio.

Las expectativas habían cambiado y la estrategia de inversión se hizo más agresiva por parte del Fondo Noroco, incorporando inversiones en dólares (3%) en su portafolio, además de mantener TEMs (7%), DPN (49%) y colocaciones (41%).

El desempeño mejoró al igual que la rentabilidad, debido a que se mantuvo una mayor proporción de títulos de corto plazo, como las colocaciones, que son buenas inversiones cuando las tasas de interés están en subida, porque permiten captar estos movimientos. Además, el riesgo del fondo disminuyó, porque las percepciones internacionales de riesgo ya habían disminuido, además que las colocaciones son muy líquidas y tienen un escaso riesgo.

Primer semestre de 1999: Para este semestre se retomó la estrategia defensiva, porque el fondo mantuvo sus inversiones en moneda local, distribuidas entre TEMs (6%), DPN (84%) y colocaciones (11%).

La rentabilidad se incrementó por el aumento de la proporción de los DPN en la cartera, ya que las tasas de intereses comenzaban a caer y estos títulos son de largo plazo, por lo que son buenas inversiones para mantenerse por encima del mercado, que estaba cayendo. El riesgo también disminuyó por que las volatilidades de los TEMs y DPN se

redujeron. Por lo tanto el desempeño mejoró, gracias al aumento de la rentabilidad y la disminución del riesgo.

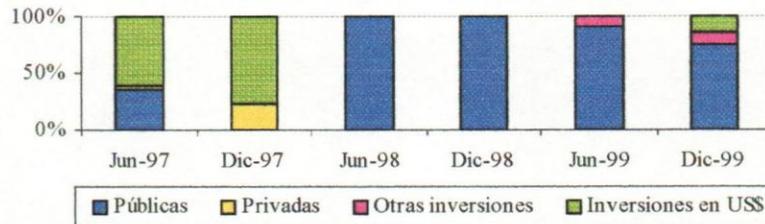
Segundo semestre del 1999: Nuevamente se percibió una moneda sobrevaluada, considerando más atractivas las inversiones en moneda extranjera. A este hecho se unió una caída de las tasas de interés internas.

La cartera estaba formada por DPN (73%), papeles comerciales (5%), y colocaciones en moneda extranjera (22%). La estrategia agresiva disminuyó el rendimiento, porque las inversiones en moneda extranjera presentaron un rendimiento inferior a las inversiones en bolívares. El riesgo aumentó, por la volatilidad del tipo de cambio implícito en las inversiones en moneda extranjera. Al no cumplirse las expectativas de devaluación de la forma que se esperaba, el rendimiento disminuyó, lo que aunado con el incremento del riesgo, empeoró el índice de desempeño.

Fondo Mutual Primus

El fondo Primus presentó una estrategia de inversión poco homogénea, ya que en 1997 su portafolio contaba con acciones (lo que no tiene sentido para un fondo de renta fija) y títulos en moneda extranjera (una estrategia de inversión agresiva) en su composición, es decir, el fondo presentó para ese momento una estrategia de inversión agresiva. En 1998 cambió su estrategia de inversión, ya que mantuvo su portafolio en bolívares, invertidos en títulos públicos (una estrategia defensiva). En cambio, en el año 1999 mantuvo una estrategia de inversión defensiva para el primer semestre y una agresiva para el segundo período.

Gráfico N° 11
Evolución de las carteras del Fondo Mutual Primus



Fuente: Anexo 6.6

Primer semestre de 1997: En la economía se mantenía una perspectiva positiva de crecimiento y una caída de las tasas de interés. Parecía que la estrategia de inversión de Primus consideraba mejor negocio las inversiones en moneda extranjera, ya que mantuvo el 62% de su portafolio en estos títulos y el resto de la cartera distribuido entre TEMs (35%) y acciones (4%) (que no son títulos que debería incluir en su portafolio un fondo mutual de renta fija).

Este fondo inició operaciones en este semestre, y el simple hecho de haber incluido acciones en su portafolio, explicó que no estuvo bien definida su estrategia de inversión como un fondo mutual de renta fija, lo que se reflejó en su desempeño negativo.

Segundo semestre de 1997: En este semestre, el fondo no tenía las mismas perspectivas de devaluación, porque para el primer semestre no les resultó rentable. En este período su portafolio estuvo conformado por 23% de acciones y 77% en Bonos Globales 27 (Bonos de deuda externa venezolana denominada en dólares). Con esta estrategia de inversión les fue peor que en el período anterior, ya que los precios de las acciones

cayeron como consecuencia de la Crisis Asiática que se inició en octubre de 1997, que afectó negativamente el desempeño de la Bolsa venezolana, cuyo índice cayó 17,47% entre septiembre y diciembre del año. El riesgo fue superior, porque los Bonos Globales 27 son muy volátiles, ya que sus cotizaciones fueron afectadas por el mal desempeño de los mercados bursátiles emergentes, para este lapso, haciendo caer la rentabilidad. Es importante resaltar que esta cartera careció de sentido para un fondo que se consideraba de renta fija, porque las acciones son instrumentos para los fondos de renta variable o mixtos.

Primer semestre de 1998: El mercado se encontraba inundado de TEMs, por lo tanto el fondo cambió su estrategia de inversión y compuso su cartera sólo con estos títulos. Gracias a esta estrategia de inversión el riesgo disminuyó, ya que los TEMs son de corto plazo, y sin riesgo de pago, por lo tanto tienen un bajo riesgo. Además la rentabilidad aumentó, por que las tasas de estos títulos se incrementaron, pero en una proporción inferior al aumento de la tasa libre de riesgo, lo que reflejó un desempeño menor al anterior.

Segundo semestre de 1998: El fondo mantuvo su estrategia de inversión conservadora, pero con una cartera compuesta por TEMs (82%) y DPN (17%). El rendimiento mejoró, ya que las tasas de interés internas se encontraban en alza, y la mayor parte de su cartera fue TEMs, que son de corto plazo. El riesgo disminuyó, por que la volatilidad de los TEMs decreció para ese momento. El fondo para este semestre pudo alcanzar un índice de desempeño positivo, ya que su rendimiento fue superior a la tasa pasiva del mercado.

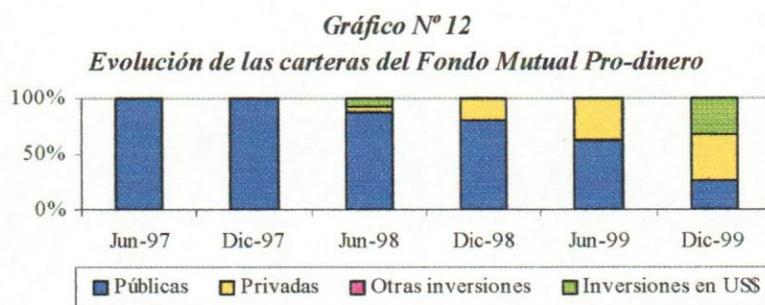
Primer semestre de 1999: Con problemas políticos afectando la economía, aunado a la caída del precio del petróleo que causó la disminución de las reservas internacionales, surgieron expectativas de devaluación en el país, que el fondo Primus no siguió. Su portafolio estaba compuesto por 41% TEMs, 51% DPN y 8% en colocaciones. El riesgo se mantuvo, ya que se recompensó el mayor riesgo por parte de los DPN con la incorporación de las colocaciones que por su liquidez son de muy bajo riesgo. El rendimiento bajó levemente (8 puntos porcentuales), por que las tasas de interés locales estaban cayendo (17 puntos porcentuales), lo que reflejó un buen índice de desempeño, superior al anterior.

Segundo semestre de 1999: El fondo comenzó a predecir una devaluación del tipo de cambio, por lo tanto incorporó 14% de su portafolio en moneda extranjera, mientras que le resto se distribuyó entre 1% TEMs, 75% DPN, y 10% en colocaciones. El rendimiento disminuyó, como consecuencia de incorporar inversiones en moneda extranjera, ya que estas pagaron bajos rendimientos. El riesgo también disminuyó, por la diversificación de la cartera, aunado a la caída del riesgo de los DPN. El fondo obtuvo como resultado, un desempeño mejor que el anterior, por la reducción del riesgo fue significativa.

Fondo Mutual Pro-dinero

El fondo Pro-dinero, no sostuvo una estrategia de inversión estable para todo el período de estudio. En el primer año de estudio (1997) solamente mantuvo bonos públicos en su cartera (estrategia de inversión defensiva). En 1998 llevó a cabo una estrategia agresiva en el primer semestre y una defensiva para el segundo. En cambio, en el año 1999

realizó una estrategia de inversión defensiva para el primer semestre y una agresiva para el segundo.



Fuente: Anexo 6.7

Primer semestre de 1997: Ante las expectativas positivas, el fondo estructuró su portafolio con inversiones en bolívares distribuidas entre TEMs (45%), DPN (54%) y Letras del Tesoro (1%). Su estrategia mantuvo un riesgo alto, por que las volatilidades de los TEMs fue más alta para ese momento. La rentabilidad del fondo fue inferior a la tasa libre de riesgo, por que mantenía una gran proporción de su cartera en DPN, los cuales son bonos de largo plazo y no es bueno mantenerlos en una cartera cuando las tasas de interés se encuentran en alza.

Segundo semestre de 1997: Para este semestre mantuvo una estrategia de inversión defensiva. El portafolio prácticamente estaba formado por DPN (99%) y TEMs (1%) lo que hizo aumentar el riesgo no sistemático, ya que la cartera no estaba diversificada, de esta manera se justifica el aumento del riesgo total (desviación estándar), además de que su principal título (DPN) aumentó su riesgo para ese momento. El rendimiento se incrementó porque los rendimientos de los DPN estaban en aumento, pero este fue

inferior al registrado por las tasas pasivas. Por lo tanto, el desempeño fue negativo, por la prima de riesgo negativa.

Primer semestre de 1998: Con el aumento del riesgo país por causa de la Crisis Asiática, se inició un proceso de fuga de capitales por las expectativas de devaluación. Esta expectativa fue la que indujo la estrategia de inversión agresiva del fondo, ya que incorporó inversiones en moneda extranjera (7%) y diversificó sus inversiones en bolívares (86% TEMs y 7% papeles comerciales). El fondo, como aumentó la proporción de TEMs en su portafolio, registró para ese momento un riesgo inferior al anterior, pero al tener en su cartera títulos en moneda extranjera, bajó su rentabilidad por debajo de la tasa libre de riesgo, generando el índice de desempeño negativo.

Segundo semestre de 1998: El BCV aumentó la emisión de TEMs lo que impulsó las tasas de interés al alza. Este fondo cambió su estrategia (pasó a una defensiva) buscando aprovechar el alza de las tasas de interés. La cartera estuvo compuesta por TEMs (77%), Letras del Tesoro (5%), y papeles comerciales (19%). La rentabilidad del fondo mejoró, ya que para ese momento los papeles comerciales llegaron a pagar 80%. El riesgo también se incrementó, por la reducción de la proporción de los TEMs en la cartera y por incluir papeles comerciales, los cuales presentaban una volatilidad mayor a la de los TEMs, causa del aumento del riesgo del fondo. El desempeño mejoró, pero siguió siendo negativo, ya que su rentabilidad estaba rezagada a las registradas en el mercado.

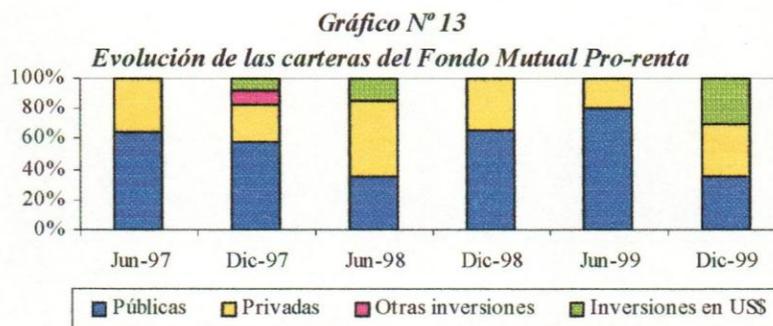
Primer semestre de 1999: Gracias a la recuperación rápida de los países asiáticos y el buen desempeño de Brasil, las perspectivas hacia los países emergentes mejoró. El fondo consideró estas expectativas y mantuvo su portafolio en bolívares, distribuido en

TEMs (5%), DPN (8%), Letras del Tesoro (51%) y papeles comerciales (37%). Con la incorporación de los DPN, el riesgo aumentó ya que la volatilidad de estos títulos era la mas alta del mercado para ese momento. El rendimiento disminuyó, porque los rendimientos de los títulos, principalmente de los TEMs, se redujeron. Por lo tanto, una caída de la rentabilidad y un aumento del riesgo, resultaron en un desempeño peor.

Segundo semestre de 1999: A causa de las caídas de las tasas de interés y las expectativas de una moneda sobrevaluada, el fondo cambió nuevamente su estrategia de inversión. La cartera estaba distribuida entre TEMs (27%), papeles comerciales (41%) e incluyó inversiones en dólares (32%). El rendimiento cayó, porque los papeles comerciales y las inversiones en moneda extranjera pagaron rendimientos inferiores a los DPN, aunado a la caída de las tasas de interés locales. El riesgo disminuyó, particularmente el de los TEMs y de los papeles comerciales. La caída del rendimiento fue lo que causó el empeoramiento del índice de Sharpe.

Fondo Mutual Pro-renta

Este fondo presentó una estrategia de inversión muy cambiante, es decir, cada cartera semestral no tiene similitud con la precedente.



Fuente: Anexo 6.8

Primer semestre de 1997: La cartera para este período estuvo estructurada con TEMs (27%), DPN (38%), papeles comerciales (9%), obligaciones hipotecarias (2%) y obligaciones quirografarias (25%), por lo tanto las inversiones fueron en moneda local, ya que parecía tener confianza en la economía. El rendimiento fue inferior a la tasa pasiva del mercado, porque mantenían una proporción considerable de su cartera invertida en DPN que son bonos de largo plazo, lo que no le permitía captar el alza de las tasas de interés que estaba ocurriendo en ese momento. Por lo tanto, la prima de riesgo fue negativa, resultando el desempeño con signo negativo.

Segundo semestre de 1997: Para este semestre cambió sus perspectivas, ya que disminuyó las inversiones en moneda local. En bolívares se distribuyó entre TEMs (15%), Bonos de Fogade (43%), papeles comerciales (2%), obligaciones hipotecarias (2%), obligaciones quirografarias (2%), e incorporó el 7% del portafolio en moneda extranjera. Esta estrategia de inversión agresiva resultó inadecuada en una economía donde no existían fuertes y generales expectativas de devaluación, lo que se evidenció al comparar el desempeño con el semestre anterior. El riesgo disminuyó, porque la cartera estuvo más diversificada, y las volatilidades de los TEMs, papeles comerciales y del mismo tipo de cambio disminuyeron. El rendimiento se incrementó, pero en una proporción inferior al aumento de la tasa pasiva, ya que los Bonos de Fogade son títulos de largo plazo que no podían registrar las subidas de las tasas de interés que ocurrían en el mercado, a diferencia de los otros títulos de la cartera que fueron los que ayudaron a subir el rendimiento. Gracias a la subida inferior del rendimiento del fondo con relación

al incremento de la tasa libre de riesgo, se registró una prima de riesgo negativa, lo que explicó el índice de desempeño negativo.

Primer semestre de 1998: La estrategia de mantener inversiones en moneda extranjera recobró fuerzas, pues aumentó su proporción en la cartera (14%). Esta estaba formada con títulos privados (51%) (papeles comerciales, obligaciones hipotecarias y quirografarias), TEMs (36%) y Eurobonos (14%). El riesgo aumentó porque la volatilidad de todos los títulos de la cartera aumentó, pero el incremento más significativo fue el registrado por la volatilidad del tipo de cambio. El rendimiento también aumentó, pero en una proporción menor al aumento de la tasa pasiva del mercado, ya que las inversiones en moneda extranjera presentaban rendimientos inferiores a esta tasa. Por lo tanto, el desempeño para ese momento resultó negativo, por una prima de riesgo de este signo.

Segundo semestre de 1998: Las perspectivas de una moneda sobrevaluada se mantuvieron en las expectativas de los agentes económicos, pero el BCV para hacer más atractivas las inversiones en bolívares incrementó las tasas de interés, lo que fue captado por el fondo Pro-renta y cambió su estrategia de inversión agresiva por una defensiva, colocando su portafolio en moneda local distribuido entre TEMs (61%), Letras del Tesoro (5%), papeles comerciales (16%), y obligaciones quirografarias (19%). El rendimiento aumentó, pero en una proporción inferior al registrado por la tasa libre de riesgo, porque las Letras del Tesoro fueron títulos que en ese momento no tenían casi movimiento en el mercado, lo que no permitía reflejar las alzas de las tasas de interés del momento. Esto produjo una prima de riesgo negativa, que aunado a la disminución del

riesgo, resultó en un peor desempeño. El riesgo disminuyó, ya que la cartera mantuvo una mayor proporción de TEMs para ese momento, y estos títulos registraron una volatilidad inferior a la del semestre anterior.

Primer semestre de 1999: El fondo mantuvo sus expectativas del entorno económico, pues los títulos que conformaron la cartera anterior eran los mismos para este período, pero se incrementó la proporción de los títulos públicos (80%), distribuidos entre TEMs (48%), DPN (10%) y Letras del Tesoro (22%), mientras que el resto del portafolio lo conformaban los papeles comerciales (10%) y obligaciones quirografarias. El desempeño volvió a ser negativo, por que las tasas de interés mantuvieron una tendencia hacia la baja para ese momento. El riesgo disminuyó con relación al período anterior, por que los papeles comerciales registraron un riesgo menor al semestre anterior.

Segundo semestre de 1999: Después de haber presentado bajos desempeños, el fondo cambió la estrategia de inversión, ahora apostando por una agresiva, ya que parecía tener expectativas de una maxidevaluación por la incertidumbre electoral. El portafolio estuvo conformado por TEMs (21%), DPN (15%), papeles comerciales (21%), obligaciones quirografarias (14%) e incorporaron títulos en moneda extranjera (31%). Al cierre del año no hubo tal devaluación, lo que se reflejó en su desempeño, el cual fue más bajo que todos los anteriores, demostrando que no era la estrategia apropiada para el entorno económico. Además, el rendimiento (4,87%) fue el más bajo de todos los registrados por el fondo, porque los TEMs y las inversiones en moneda extranjera presentaron

rendimientos inferiores a la tasa libre de riesgo, lo que explicó el rendimiento del fondo por debajo de la tasa pasiva.

Capítulo 5

Análisis comparativo

En este capítulo se presenta un análisis comparativo de los fondos mutuales de la muestra, para cada período de estudio. Se utilizó el índice de desempeño para determinar cuales fueron los fondos mutuales que presentaron los mejores y peores resultados dadas sus estrategias de inversión para cada lapso de tiempo. De esta manera, se llegó a las conclusiones de este trabajo.

Primer semestre de 1997: Al analizar las estrategias de inversión de los fondos mutuales, cinco de los seis que operaban en ese momento mantuvieron estrategias defensivas, por que el entorno económico era favorable.

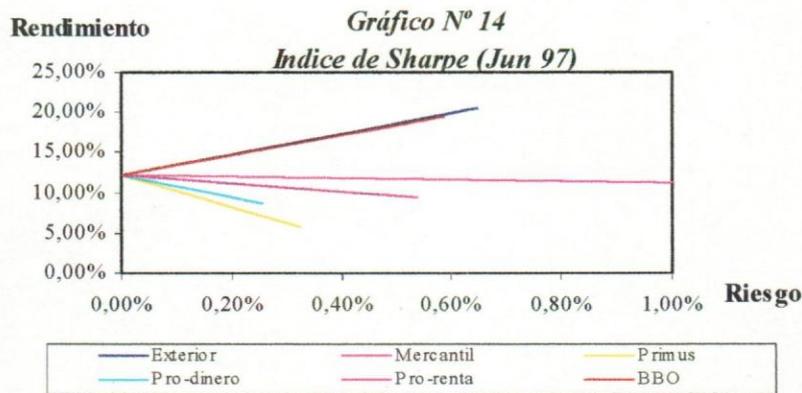
CUADRO N° 5
Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los Fondos Mutuales
Primer semestre de 1997

	Riesgo	Rendimiento anualizado	Tasa libre de Riesgo	Desempeño
BBO	0,58%	19,61%	12,20%	12,6991
Exterior	0,65%	20,53%	12,20%	12,8853
Mercantil	1,60%	10,75%	12,20%	-0,9078
Primus	0,32%	5,63%	12,20%	-20,2400
Pro-dinero	0,26%	8,68%	12,20%	-13,6837
Pro-renta	0,54%	9,38%	12,20%	-5,2535

Fuente: Cálculos propios con los datos del anexo 5.

Con el análisis del índice de Sharpe de los fondos mutuales, se determinó que el fondo Exterior registró el mejor desempeño, ya que alcanzó el rendimiento más alto del período y fue uno de los que compensó a sus accionistas por asumir riesgos, es decir, su

retorno fue superior a la tasa pasiva promedio utilizada como tasa libre de riesgo para este estudio. En cambio, Primus presentó el menor retorno y esto se reflejó en su desempeño, para colocarse en el último lugar. Esto se puede observar en el gráfico N° 14, donde la línea de desempeño del fondo Exterior es la más cercana al eje de las abscisas, es decir, presenta la mayor pendiente indicando su mejor desempeño. En cambio la línea del fondo Primus, es la de menor pendiente.



La estrategia de inversión del Fondo Exterior para el período fue defensiva, ya que la cartera estaba compuesta por títulos públicos (TEMs 43% y DPN 57%) y en bolívares. Esta estrategia fue la más adecuada ante el escenario económico de aquel momento, pues había expectativas positivas sobre la economía, además, una serie de variables evolucionando favorablemente, tales como: la inversión extranjera, el precio del petróleo, la inflación, la estabilidad cambiaria, entre otras. En cambio, Primus no presentó una estrategia de inversión clara en su cartera, ya que en ese momento su portafolio estaba compuesto por TEMs (35%), acciones (4%) y papeles comerciales en

moneda extranjera. Además, parecía que predecían una devaluación, lo que trajo como resultado una estrategia agresiva (la única para ese momento en la muestra) que no era rentable. Los otros fondos, presentaron carteras variadas, pero tenían en común una mayor proporción en títulos públicos. BBO y Mercantil, mantenían TEMs, mientras que Pro-dinero y Pro-renta diversificaban entre TEMs y DPN, con mayor proporción en estos últimos.

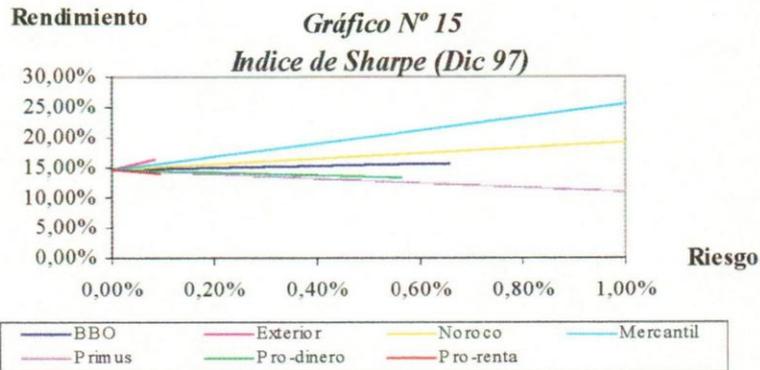
Segundo semestre de 1997: La economía se mantuvo estable, y los agentes económicos tenían confianza en ella, lo que se reflejó en que cuatro de los seis fondos mantuvieron estrategias defensivas.

CUADRO N° 6
Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los Fondos Mutuales
Segundo semestre de 1997

	Riesgo	Rendimiento anualizado	Tasa libre de Riesgo	Desempeño
BBO	0,66%	15,50%	14,61%	1,3553
Exterior	0,08%	16,27%	14,61%	20,1172
Noroco	1,70%	22,17%	14,61%	4,4527
Mercantil	1,25%	28,48%	14,61%	11,1025
Primus	3,02%	3,82%	14,61%	-3,5768
Pro-dinero	0,56%	13,20%	14,61%	-2,5026
Pro-renta	0,10%	13,98%	14,61%	-6,5847

Fuente: Cálculos propios con los datos del anexo 5.

Al igual que en el semestre anterior, la estrategia defensiva del Fondo Exterior registró el mejor desempeño para el período, en cambio el Fondo Pro-Renta resultó el peor. Este último fondo presentaba para ese lapso una estrategia agresiva, es decir, incorporó inversiones en moneda extranjera y parecía tener perspectivas de devaluación.



Fuente: Cuadro N° 6

La cartera del fondo Exterior estaba formada por TEMs (91%) y DPN (9%), lo cual le permitió obtener el menor riesgo de la muestra para ese momento. En cambio, el fondo Pro-renta mantenía una cartera con una variedad de títulos, por lo que presentaba un riesgo bajo (semejante al del fondo Exterior), pero su rendimiento fue inferior a la tasa libre de riesgo, por que su portafolio incluía inversiones en moneda extranjera, que rendían muy poco en comparación con las inversiones en bolívares.

Hay que resaltar el alto riesgo que corrió el fondo Primus, ya que su cartera mantenía 77% en Bonos Globales, que son muy volátiles, aunado a un riesgo cambiario implícito.

Por lo tanto, para el año 1997 la composición de cartera apropiada y acorde con el ambiente económico fue un portafolio en bolívares y distribuido entre títulos públicos (TEMs y DPN), es decir, una estrategia de inversión defensiva. La composición de la mejor cartera para el primer semestre, fue formada por 43% en TEMs y 56% de DPN, mientras que para el segundo semestre la estructura fue 91% TEMs y 9% DPN.

Primer semestre de 1998: Este fue el peor semestre de este estudio para los fondos mutuales, pues todos obtuvieron un desempeño negativo como consecuencia de sus rendimientos inferiores a la tasa libre de riesgo, porque se puede pensar que en los fondos no esperaban que la economía venezolana podía ser afectada por la Crisis Asiática, para ese momento.

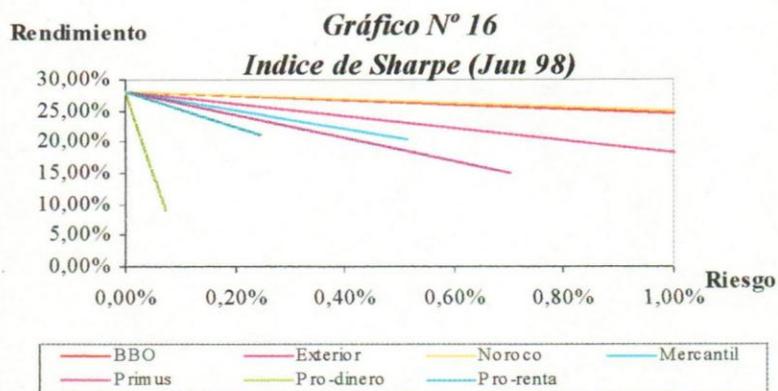
CUADRO N° 7
Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los Fondos Mutuales
Primer semestre de 1998

	Riesgo	Rendimiento anualizado	Tasa libre de Riesgo	Desempeño
BBO	1,47%	23,10%	0,2811	-3,4047
Exterior	1,17%	16,63%	28,11%	-9,8366
Noroco	2,46%	20,42%	28,11%	-3,1255
Mercantil	0,51%	20,30%	28,11%	-15,2329
Primus	0,70%	15,03%	28,11%	-18,6019
Pro-dinero	0,07%	8,84%	28,11%	-264,8956
Pro-renta	0,25%	21,10%	28,11%	-28,5686

Fuente: Cálculos propios con los datos del anexo 5.

En ese lapso los agentes no pudieron predecir correctamente el comportamiento de la economía. Sus perspectivas se basaron en una economía que mantendría la tendencia positiva del año anterior, pero el impacto de la Crisis Asiática atacó principalmente a los países emergentes, de los que forma parte Venezuela. Este hecho afectó de manera negativa el precio del petróleo (entre otras materias primas), el cual es la principal fuente de entrada de divisas del país, lo que provocó una caída de las reservas internacionales, que a su vez creó las expectativas de devaluación.

Se observó que el fondo Noroco obtuvo el mayor índice de Sharpe (-3,13), debido a su mayor rendimiento. Por otro lado el fondo mutual Pro-Dinero obtuvo el peor rendimiento de la muestra y resultando el desempeño más bajo.



Fuente: Cuadro N° 7

El Fondo Noroco presentaba una cartera de inversión (TEMs 54%, DPN 45% y 1% colocaciones) similar a la que mantenía en diciembre de 1997, es decir, una estrategia defensiva, por lo tanto se pudo adaptar al desfavorable entorno económico. La estrategia del fondo Pro-dinero parecía apostar a una devaluación, ya que mantuvo 7% de su portafolio en inversiones de moneda extranjera. La devaluación esperada no ocurrió, lo que explica su resultado en la medición de desempeño.

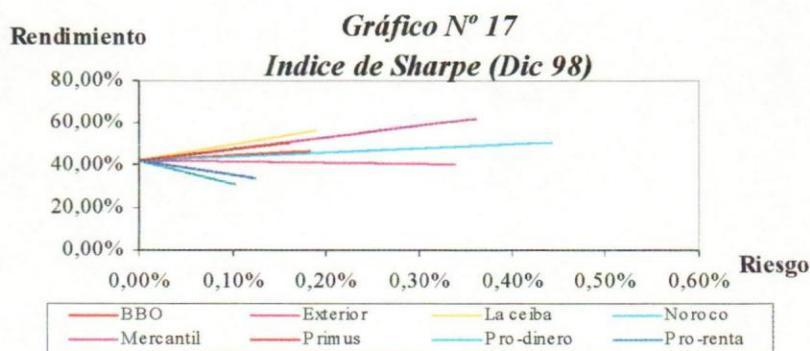
Segundo semestre de 1998: Para este semestre los fondos se recuperaron ya que cambiaron su estrategia de inversión ante el mal resultado obtenido en el semestre anterior. La mayoría (con excepción de Noroco) de los fondos mantuvieron una estrategia defensiva, ya que el BCV para evitar la salida de capitales impulsó al alza las tasas de interés locales, lo que logró hacer más atractivas las inversiones en bolívares.

CUADRO N° 8
Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los Fondos Mutuales
Segundo semestre de 1998

	Riesgo	Rendimiento anualizado	Tasa libre de Riesgo	Desempeño
BBO	0,18%	46,27%	42,00%	23,5226
Exterior	0,34%	39,89%	42,00%	-6,2488
La ceiba	0,19%	55,99%	42,00%	74,1078
Noroco	0,44%	49,96%	42,00%	18,0213
Mercantil	0,36%	61,86%	42,00%	54,9986
Primus	0,16%	49,78%	42,00%	48,4410
Pro-dinero	0,10%	30,91%	42,00%	-107,0268
Pro-renta	0,12%	33,23%	42,00%	-70,7809

Fuente: Cálculos propios con los datos del anexo 5.

La Ceiba resultó tener el mejor desempeño del período porque sus perspectivas fueron correctas al percibir como mejor negocio el alza de las tasas de interés locales en vez de confiar en un maxidevaluación. Su cartera estaba compuesta con 100% de papeles comerciales en bolívares (estrategia defensiva).



Fuente: Cuadro N° 8

En cambio el fondo Pro-Dinero, que también mantuvo una estrategia defensiva (100% de la cartera en bolívares), no obtuvo unos buenos resultados, ya que su portafolio mantenía una mayor proporción en títulos públicos (81%) que privados (19%), los cuales presentaron unos rendimientos inferiores (ver capítulo 2).

En conclusión, en 1998, año en que la economía fue afectada por variables externas (Crisis Asiática, Rusa y Brasileña) e internas (incertidumbre electoral), la estrategia adecuada era una de tipo defensivo, porque los fondos Pro-dinero (en el primer semestre), Pro-renta (en el primer semestre) y Noroco (en el segundo semestre) que realizaron, una estrategia agresiva no obtuvieron buenos resultados. La cartera adecuada para el primer semestre fue la que mantuvo 54% TEMs, 45% DPN y 1% colocaciones, mientras que la cartera para el segundo semestre sólo tuvo que estar formada por papeles comerciales.

Primer semestre de 1999: Los desempeños de los fondos mutuales para este semestre fueron diversos (4 positivos y 4 negativos), de los cuales destacó el fondo Noroco, por su alto rendimiento y bajo riesgo asumido, seguido de Primus. El peor desempeño lo presentó Pro-Renta, ya que registró el riesgo más bajo, pero su rendimiento fue inferior al de la tasa libre de riesgo.

Los dos mejores fondos por el índice de desempeño tuvieron semejantes expectativas de la economía, ya que sus carteras mantenían títulos iguales, pero en proporciones distintas. El portafolio de Noroco poseía inversiones en bolívares distribuidas en títulos públicos (6% TEMs y 84% DPN) y colocaciones (10%), es decir, una estrategia de

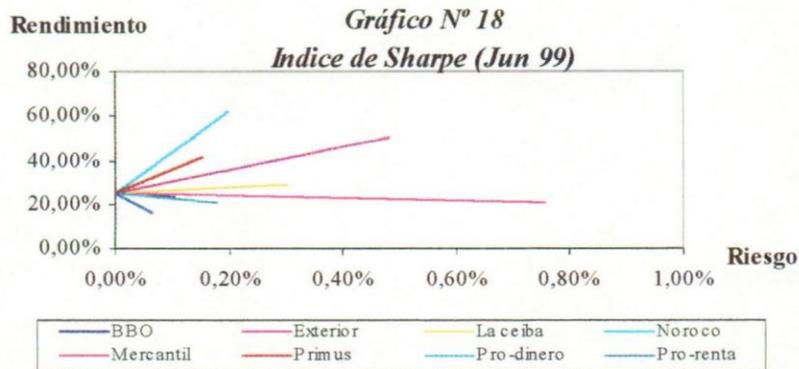
inversión defensiva. Mientras, el portafolio de Primus mantuvo una mayor proporción de TEMs (41%) lo que explica su menor riesgo al compararlo con el alcanzado por Noroco, y el rendimiento también fue inferior, porque las tasas de interés en el mercado estaban presentando una tendencia a la baja, por lo tanto las carteras que mantenían una mayor proporción de DPN (Noroco) presentaron un rendimiento mayor.

CUADRO N° 9
Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los Fondos Mutuales
Primer semestre de 1999

	Riesgo	Rendimiento anualizado	Tasa libre de Riesgo	Desempeño
BBO	0,10%	23,40%	25,61%	-21,5530
Exterior	0,76%	20,66%	25,61%	-6,5484
La ceiba	0,30%	29,13%	25,61%	11,7031
Noroco	0,20%	62,31%	25,61%	185,7069
Mercantil	0,48%	50,43%	25,61%	51,5055
Primus	0,15%	41,39%	25,61%	103,4100
Pro-dinero	0,18%	20,43%	25,61%	-29,4613
Pro-renta	0,06%	16,22%	25,61%	-144,5081

Fuente: Cálculos propios con los datos del anexo 5.

En cambio, el fondo Pro-Renta también poseía una cartera en bolívares, pero distribuida en títulos públicos (80%) y privados (20%), lo que indicó que no era rentable una estrategia donde se incluyó títulos privados, ya que estos para este año eran escasos y de rendimientos bajos con relación a las tasas de interés pagadas por los DPN, que representaba la mayor emisión de títulos públicos para ese momento.



Segundo semestre de 1999: A medida que se fue acercando la fecha de las elecciones (mes de diciembre) se mantuvo la perspectiva de una moneda sobrevaluada, por lo que la mayoría de los fondos mutuales (a excepción el fondo Exterior) mantuvieron una estrategia de inversión agresiva incluyendo inversiones en moneda extranjera en sus carteras. Sus expectativas no se produjeron ya que el aumento del precio del petróleo implicó un crecimiento de las reservas internacionales, permitiendo conservar la estabilidad cambiaria.

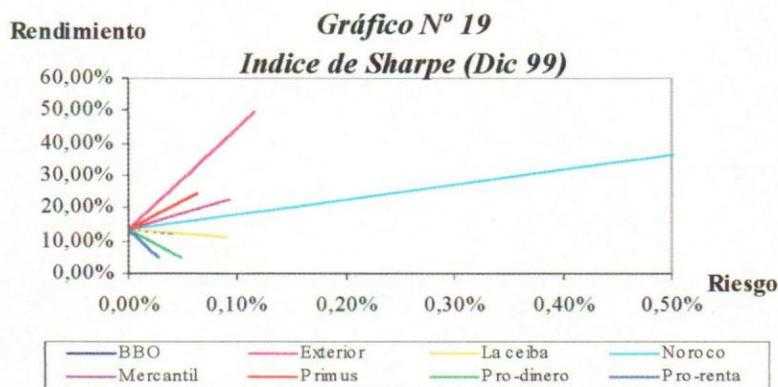
Los peores resultados se observan en los fondos que asumieron una estrategia agresiva, como Pro-Renta, Pro-dinero y BBO, ya que sus carteras poseían las más altas proporciones (31%, 32% y 33%, respectivamente) de inversiones en moneda extranjera. Por esta razón se explica el bajo desempeño de los fondos que confiaban en una maxidevaluación.

CUADRO N° 10
Comparación del riesgo, rendimiento y desempeño de los Fondos Mutuales
Segundo semestre de 1999

	Riesgo	Rendimiento anualizado	Tasa libre de Riesgo	Desempeño
BBO	0,04%	12,03%	13,75%	-43,0471
Exterior	0,12%	49,71%	13,75%	308,2159
La ceiba	0,09%	11,31%	13,75%	-27,0830
Noroco	0,60%	40,75%	13,75%	45,3255
Mercantil	0,09%	22,66%	13,75%	97,7550
Primus	0,06%	24,40%	13,75%	168,4011
Pro-dinero	0,05%	4,59%	13,75%	-188,3055
Pro-renta	0,03%	4,87%	13,75%	-330,2552

Fuente: Cálculos propios con los datos del anexo 5.

El Fondo Exterior mantuvo una cartera totalmente en bolívares (el único para ese momento). La cartera estaba formada por 99% en DPN y sólo 1% en colocaciones. Con esta estrategia de inversión defensiva resultó el mejor fondo por su índice de desempeño, debido a que su rendimiento fue el más alto de todos los fondos mutuales, ya que los DPN tuvieron los rendimientos más altos al compararlos con otras inversiones (ver capítulo 2) para ese momento.

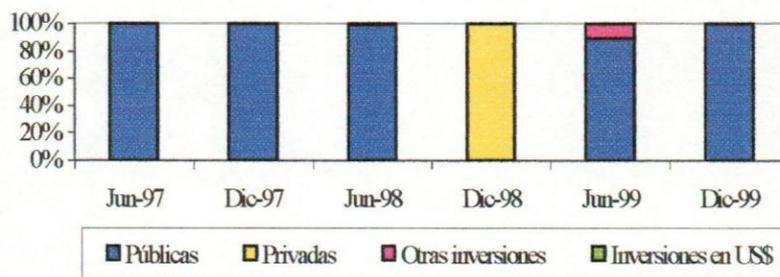


Fuente: Cuadro N° 11

Por lo tanto, para 1999, la estrategia de inversión apropiada fue una cartera en bolívares con una distribución de 6% TEMs, 84% DPN y 10% colocaciones, para el primer semestre, mientras que el segundo semestre era mejor simplemente mantener casi toda la cartera invertida en Bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN).

En el gráfico No. 20 se puede observar la composición de las carteras que presentaron los mejores índices de desempeño para cada semestre del estudio, y demuestra que todas estaban conformadas por títulos en moneda nacional, característica principal de una estrategia defensiva.

Gráfico N° 20
Mejores carteras por su desempeño

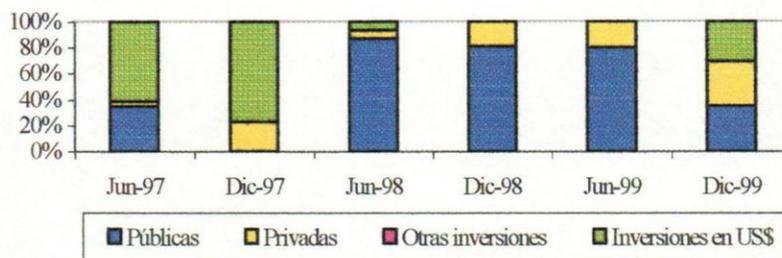


Fuente: Anexos 6.

En cambio, en el gráfico No. 21 se observan las carteras que mantuvieron los fondos mutuales que presentaron los peores índices de desempeño para cada período de estudio, de donde se puede concluir que la mayoría presentó una estrategia de inversión agresiva,

pero también hubo carteras con estrategia defensiva, lo que permite concluir que no sólo el hecho de mantener una estrategia de este tipo trae como resultado un buen desempeño, además es necesario tener una composición de la cartera acorde a la evolución del entorno económico.

Gráfico N° 21
Peores carteras por su desempeño



Fuente: Anexos 6.

Conclusiones

Los años contemplados en este estudio presentaron escenarios económicos con grandes diferencias entre sí. Al analizar las estrategias de inversión llevadas a cabo por los fondos mutuales de renta fija de la muestra y los respectivos resultados de las mismas, se pudo concluir que una estrategia de inversión defensiva es la más apropiada ante una economía volátil e impredecible como la venezolana, permitiendo confirmar la hipótesis de la presente investigación, en la que se establecía que mayor proporción de títulos de renta fija de corto plazo y en moneda nacional presentaría un mejor índice de desempeño de Sharpe. Pero el simple hecho de tener una estrategia de inversión defensiva, no es la única condición necesaria para obtener buenos resultados, ya que también se debe tener cuidado a la hora de decidir los títulos que van a formar parte de la cartera y su proporción en ella. En el estudio algunos fondos mutuales presentaron en sus portafolios los mismos títulos, pero con una distinta distribución, hecho que cambió su desempeño en forma significativa.

En Venezuela, cuyo entorno es cambiante, parece más favorable adaptarse a la realidad de un momento dado que tratar de anticipar acontecimientos. En este trabajo, se pudo demostrar que, para los años de estudio, fue mejor mantener una estrategia poco elaborada, es decir, los administradores de los fondos más exitosos no reflejaron su esfuerzo de predicción en el índice de desempeño del fondo.

De hecho, los fondos que presentaron estrategias muy cambiantes y los que trataron de predecir el mercado fueron los que registraron los peores índices de desempeño. Esto se evidenció cuando algunos fondos mutuales trataron de anticipar una posible devaluación que no ocurrió. Una de las limitaciones de este trabajo fue no haber tenido un año con maxidevaluación (como por ejemplo 1996), para determinar como habrían sido los resultados para este hecho en particular, y tener un análisis más completo. Esto no fue posible porque la muestra antes de 1997 habría sido muy pequeña y poco significativa dentro del mercado de los fondos mutuales en general dado que la división entre los fondos se puso en práctica por la Asociación Venezolana de Sociedades Administradoras de Fondos (AVAF) a partir de 1997.

En economías estables, los rendimientos de los títulos son más altos cuando la duración del bono es más larga, pero en economías como la venezolana, que presenta mucha volatilidad, los títulos de corto plazo rinden más y tienen la ventaja de vencer en corto tiempo lo que permite mover con más rapidez la composición de la cartera. Esto se debe a que si las tasas de interés cambian, la volatilidad del precio de un título con mayor vencimiento será mayor que la del menor vencimiento. Por lo tanto, son mejores las inversiones cortoplacistas, ya que tienen un riesgo inferior y pueden alcanzar rendimientos superiores a las inversiones de mayor madurez, además de permitir aprovechar cualquier cambio en las condiciones del mercado que pueda favorecer el rendimiento de la cartera, o liquidar una posición desfavorable.

Quizás una manera de evitar estos problemas sería aplicar la estrategia del fondo Exterior, la cual es mantener los títulos a su vencimiento y de esta manera poder

predecir correctamente los rendimientos que alcanzará, especialmente cuando estos títulos son de rápido vencimiento.

Otra conclusión que se puede extraer de este estudio es que la mayoría de las carteras que presentaron los mejores índices de desempeño para cada período (con excepción de la cartera del fondo La Ceiba en el segundo semestre de 1998), estaban compuestas por títulos públicos, por lo tanto estos podrían ser considerados como indicadores del desempeño del mercado de renta fija venezolano. De hecho, es innegable la importancia de las emisiones del Estado dentro de las posibilidades de inversión del mercado. Especialmente cuando la economía entra en un proceso recesivo más elevado, la oferta de títulos privados se reduce y el inversionista no puede más que invertir en títulos públicos.

Finalmente, sería recomendable realizar un estudio semejante al presente para otros mercados emergentes, para determinar si se mantendría la relación de que en una economía volátil y cambiante, lo mejor es mantener una estrategia de inversión defensiva, cortoplacista, en moneda local y adaptativa en forma rápida a los movimientos del mercado.

Bibliografía

1. Amstrong, Frank.(1999). *Incorporando clases de activos en sus inversiones*. [Documento en línea]. Disponible: http://www.patagon.com.ve/Universidad/tema_3.asp?rnd=2
[Consulta: 1999, Diciembre 15]
2. Amstrong, Frank. (2000). *Mejorando una cartera: Bonos a largo plazo contra bonos a corto plazo*. [Documento en línea]. Disponible: http://www.patagon.com.ve/Universidad/tema_4.asp?md. [Consulta : 2000,Febrero 20].
3. Brealey, R y Myers,S. (1996). *Principios de Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill. Madrid.
4. Briceño, Francisco. (1992). *Régimen Legal de los Fondos Mutuales de Inversión en Venezuela*. Editorial Jurídica Venezolana. Caracas.
5. Copeland y Weston.(1998). *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company. Massachusetts.
6. Fabozzi, Modigliani y Ferri.(1996). *Mercados e Instituciones Financieras*. Prentice-Hall. Primera Edición. México.
7. Gary, L ,Randolph y Beebower. (1986). *Determinants of Portfolio Performance*. *Financial Analysts Journal*. Julio.
8. Hernández, Fernández y Baptista.(1998). *Metodología de la Investigación*. McGraw-Hill. Segunda Edición. México.
9. Jensen, M. (1968). The performance of Mutual Funds in The Period 1945-1964. *Journal of Finance*. Mayo 1968.

10. Jorion, Phillippe. (1997). *Value at Risk*. Mc Graw- Hill Companies. Primera Edición. México.
11. Ley de Entidades de Inversión Colectiva. *Gaceta Oficial de la República de Venezuela*, Número 36027, Agosto 22, 1996.
12. Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risky Investments in Stock Portafolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*. Febrero 1965.
13. López Casuso, R. (1996). *Cálculo de probabilidades e inferencia estadística con tópicos de Econometría*. Universidad Católica Andrés Bello. Caracas.
14. Parkinson, M. (1980). The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return. *Journal of Business* 53.
15. Resolución por la cual se dictan las Normas Relativas a las Entidades de Inversión Colectiva y a sus Sociedades Administradoras. *Gaceta Oficial de la República de Venezuela*, Número 36217, Mayo 30, 1997.
16. Revista Inversiones.(1995). *La Otra Cara de la Moneda*. Noviembre. Caracas.
17. Revista Inversiones.(1997), *Pecados Capitales*. Junio. Caracas.
18. Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance* Septiembre 1964.
19. Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*. Enero.
20. Van Horne, J.(1997). *Administración Financiera*. . Prentice Hall. Décima Edición. México.

ANEXOS

Indicadores Económicos

	Tipo de Cambio (Bs/US\$) *	Liquidez Monetaria M2 (MM Bs.)	Reservas Internacionales Totales (MM US\$)	Precio Petroleo Venezolano US\$/barri*	Base Monetaria (MM Bs.)	Inflación Mensual (%) *	Inflación Anualizada (%)	Activa Nominal (%)*	Pasiva Nominal (%)*
Ene-97	475,00	5.330.438	15.461	20,36	1.380.100	2,6	92,9	20,54	11,90
Feb-97	478,50	5.480.200	15.807	17,21	1.525.360	2,3	82,8	19,26	11,44
Mar-97	478,00	5.594.031	15.976	15,84	1.598.489	1,6	74,8	19,06	10,98
Abr-97	481,75	5.827.984	15.933	15,24	1.593.126	2,4	64,9	19,91	11,22
May-97	484,25	5.985.586	16.078	16,41	1.559.581	3,1	51,0	22,69	12,59
Jun-97	485,75	6.277.001	16.655	15,30	1.930.749	1,8	43,5	25,89	15,06
Jul-97	497,00	6.726.284	16.476	15,76	2.168.480	2,8	40,5	25,79	14,54
Ago-97	496,50	6.997.267	18.624	16,82	2.264.097	3,3	39,4	26,76	15,29
Sep-97	497,75	7.239.120	18.330	16,19	2.249.078	3,4	39,1	28,36	13,57
Oct-97	500,00	7.882.606	17.979	17,07	2.335.781	3,8	38,5	25,32	12,77
Nov-97	500,75	8.396.509	18.910	16,35	2.791.222	2,8	38,2	26,64	15,14
Dic-97	504,25	8.956.173	17.818	15,01	3.004.685	2,6	37,6	26,20	16,36
Ene-98	510,00	8.791.582	17.131	13,00	2.745.671	2,0	36,8	26,86	16,78
Feb-98	517,25	8.652.306	17.066	14,18	2.839.631	2,2	36,7	35,60	26,39
Mar-98	523,50	8.712.130	15.796	11,44	2.747.524	2,7	38,3	36,28	28,00
Abr-98	536,00	8.839.297	14.841	12,14	2.823.425	3,4	39,6	36,18	29,28
May-98	539,00	8.940.418	15.950	11,55	2.791.374	3,2	39,7	42,05	34,10
Jun-98	547,25	9.006.689	15.499	9,72	2.822.088	1,3	39,0	42,37	34,09
Jul-98	562,50	9.151.254	14.338	10,32	2.931.713	2,1	38,1	58,20	44,39
Ago-98	579,75	8.851.387	13.856	9,96	2.940.633	2,1	36,4	57,67	44,38
Sep-98	576,75	8.999.517	13.006	11,50	3.071.496	1,8	34,3	72,72	51,31
Oct-98	571,00	9.355.859	14.490	11,14	3.097.305	2,5	32,6	53,15	40,86
Nov-98	571,50	10.101.076	14.849	9,47	3.538.128	1,6	31,0	46,74	35,55
Dic-98	564,50	10.621.846	14.849	8,03	3.717.323	1,7	29,9	49,69	35,49
Ene-99	573,25	10.411.312	14.334	9,21	3.327.979	2,2	30,2	41,89	32,82
Feb-99	577,00	10.233.407	13.857	8,43	3.243.734	1,7	29,5	41,65	31,64
Mar-99	583,50	10.109.871	13.442	11,00	3.465.894	1,2	27,6	36,88	26,00
Abr-99	590,75	10.177.296	13.968	13,65	3.339.729	1,1	24,9	31,84	22,91
May-99	598,50	10.346.083	14.208	13,80	3.436.806	2,0	23,4	34,22	20,96
Jun-99	606,00	10.425.986	14.357	14,20	3.489.402	1,5	23,6	32,08	19,31
Jul-99	612,25	10.630.158	14.592	16,81	3.535.044	1,6	23,0	31,48	15,76
Ago-99	619,25	10.720.607	14.561	17,81	3.609.248	1,5	22,3	30,04	11,34
Sep-99	628,00	10.606.081	13.989	20,32	3.532.296	0,9	21,2	29,62	11,74
Oct-99	631,25	10.923.192	14.676	20,25	3.666.549	1,6	20,2	27,56	13,61
Nov-99	637,75	12.107.934	15.646	22,50	4.530.950	1,5	20,1	26,72	14,86
Dic-99	648,25	12.723.917	15.379	22,77	4.909.822	1,7	20,0	25,75	15,16

	PIB Nominal Total (MM Bs.) *	PIB Nominal Petrolero (MM Bs.)	PIB Nominal no Petrolero (MM Bs.)
I Trim/97	137.108	38.211	96.664
II Trim/97	150.511	41.324	105.797
III Trim/97	155.873	42.514	109.344
IV Trim/97	158.042	42.198	111.479
I Trim/98	149.966	41.809	104.196
II Trim/98	153.063	41.453	107.079
III Trim/98	147.622	41.050	102.922
IV Trim/98	150.227	42.723	104.111
I Trim/99	135.963	39.210	93.874
II Trim/99	139.400	38.878	96.876
III Trim/99	138.989	37.768	98.130
IV Trim/99	143.425	39.814	100.416

* Promedio ponderado de las tasas de la BC y BU
 * Cierre del mes (venta)
 * Base 1984=100
 * Base 1997=100
 Fuente: BCV y MEM *

Evolución del patrimonio de los Fondos Mutuales de la muestra

Fondo Mutual	Patrimonio (Miles de Bs.)	% en el mercado de los Fondos Mutuales	% en el mercado de los FMRF
--------------	---------------------------	--	-----------------------------

30/06/97

BBO	855.635,85	0,79%	3,21%
Exterior	36.786,66	0,03%	0,14%
La Ceiba			
Noroco			
Mercantil	5.574.416,11	5,15%	20,92%
Primus	97.412,80	0,09%	0,37%
Pro-dinero	11.904.987,89	11,00%	44,67%
Pro-renta	5.917.804,56	5,47%	22,21%

91,51%

Fondo Mutual	Patrimonio (Miles de Bs.)	% en el mercado de los Fondos Mutuales	% en el mercado de los FMRF
--------------	---------------------------	--	-----------------------------

31/12/97

BBO	1.757.360,07	1,17%	6,81%
Exterior	63.384,65	0,04%	0,25%
La Ceiba			
Noroco	241.022,82	0,16%	0,93%
Mercantil	6.140.277,10	4,10%	23,79%
Primus	153.001,83	0,10%	0,59%
Pro-dinero	6.467.527,77	4,32%	25,05%
Pro-renta	5.443.555,38	3,64%	21,09%

78,51%

Fondo Mutual	Patrimonio (Miles de Bs.)	% en el mercado de los Fondos Mutuales	% en el mercado de los FMRF
--------------	---------------------------	--	-----------------------------

30/06/98

BBO	916.660,76	1,25%	5,41%
Exterior	67.826,67	0,09%	0,40%
La Ceiba			
Noroco	185.857,72	0,25%	1,10%
Mercantil	4.329.394,47	5,92%	25,57%
Primus	443.442,55	0,61%	2,62%
Pro-dinero	3.519.959,58	4,82%	20,79%
Pro-renta	3.006.796,16	4,11%	17,76%

73,65%

Fondo Mutual	Patrimonio (Miles de Bs.)	% en el mercado de los Fondos Mutuales	% en el mercado de los FMRF
--------------	---------------------------	--	-----------------------------

31/12/98

BBO	3.131.514,75	5,61%	22,92%
Exterior	80.480,97	0,14%	0,59%
La Ceiba	413.597,73	0,74%	3,03%
Noroco	158.070,87	0,28%	1,16%
Mercantil	3.817.546,70	6,84%	27,94%
Primus	650.194,45	1,17%	4,76%
Pro-dinero	2.203.452,42	3,95%	16,13%
Pro-renta	1.738.456,46	3,12%	12,72%

89,24%

Fondo Mutual	Patrimonio (Miles de Bs.)	% en el mercado de los Fondos Mutuales	% en el mercado de los FMRF
--------------	---------------------------	--	-----------------------------

30/06/99

BBO	2.609.672,66	3,52%	9,36%
Exterior	632.390,61	0,85%	2,27%
La Ceiba	1.393.055,58	1,88%	5,00%
Noroco	1.241.493,33	1,67%	4,45%
Mercantil	9.470.302,86	12,77%	33,97%
Primus	3.778.698,86	5,10%	13,55%
Pro-dinero	1.682.664,64	2,27%	6,03%
Pro-renta	2.414.325,04	3,26%	8,66%

83,29%

Fondo Mutual	Patrimonio (Miles de Bs.)	% en el mercado de los Fondos Mutuales	% en el mercado de los FMRF
--------------	---------------------------	--	-----------------------------

31/12/99

BBO	2.172.107,15	2,26%	6,01%
Exterior	1.140.956,75	1,19%	3,16%
La Ceiba	1.705.665,53	1,77%	4,72%
Noroco	2.150.896,41	2,24%	5,95%
Mercantil	12.074.034,97	12,56%	33,42%
Primus	3.425.278,35	3,56%	9,48%
Pro-dinero	3.858.069,73	4,01%	10,68%
Pro-renta	5.242.756,99	5,46%	14,51%

87,93%

Fuente: CNV y AVAF

VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
Enero		1.625,85			15.820,96		2.223,14	1.442,96
Febrero		1.654,89			16.297,67	1.016,31	2.246,30	1.458,27
Marzo		1.680,82			16.242,05	1.023,99	1.996,35	1.350,29
Abril		1.299,75			16.442,20	1.029,43	2.007,41	1.361,23
Mayo	1.019,26	1.321,98			16.314,77	1.037,07	2.018,26	1.370,38
Junio	1.030,48	1.343,39			16.658,44	1.044,83	2.036,91	1.380,07
Julio	1.042,74	1.360,75			16.895,64	1.062,07	2.062,54	1.380,05
Agosto	1.051,76	1.379,87		1.020,87	17.509,75	1.054,82	2.090,12	1.397,47
Septiembre	1.076,86	1.397,39		1.060,31	18.184,31	1.090,24	2.114,94	1.420,26
Octubre	1.092,17	1.417,00		1.093,79	18.585,57	1.034,95	2.140,26	1.439,19
Noviembre	1.096,80	1.434,05		1.098,35	18.762,07	1.037,28	2.166,85	1.454,69
Diciembre	1.109,79	1.452,04		1.112,22	19.002,16	1.062,33	2.198,74	1.478,85

Fuente: AVAF

VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
02-Ene-98	1.109,79	1.452,66		1.112,22	19.002,16	1.090,93	2.199,46	1.479,63
06-Ene-98	1.110,49	1.454,76		1.112,22	19.016,06	1.057,70	2.203,04	1.482,08
07-Ene-98	1.111,77	1.455,38		1.116,55	19.067,09	1.038,73	2.204,04	1.483,28
08-Ene-98	1.112,12	1.455,97		1.117,73	19.106,08	1.035,57	2.205,00	1.484,07
09-Ene-98	1.112,47	1.456,59		1.118,17	19.157,06	1.024,33	2.205,97	1.484,83
12-Ene-98	1.113,35	1.458,42		1.116,61	19.164,41	995,99	2.208,54	1.487,20
13-Ene-98	1.115,05	1.459,03		1.119,92	19.182,41	992,61	2.209,97	1.488,28
14-Ene-98	1.115,90	1.459,65		1.115,95	19.126,26	998,43	2.210,97	1.489,08
15-Ene-98	1.116,28	1.460,28		1.114,17	19.066,91	986,92	2.211,96	1.489,88
16-Ene-98	1.116,70	1.460,90		1.115,86	19.055,14	989,13	2.212,83	1.490,30
19-Ene-98	1.116,59	1.462,76		1.115,58	19.047,09	988,45	2.214,73	1.491,93
20-Ene-98	1.117,88	1.463,38		1.117,05	19.064,59	996,67	2.216,46	1.492,90
21-Ene-98	1.118,14	1.464,00		1.117,51	19.074,68	996,98	2.217,33	1.493,69
22-Ene-98	1.118,55	1.464,62		1.117,97	19.078,67	982,68	2.217,88	1.493,84
23-Ene-98	1.119,32	1.465,23		1.117,97	19.082,32	981,12	2.218,43	1.494,55
26-Ene-98	1.117,08	1.467,09		1.106,35	19.056,40	975,92	2.220,26	1.496,48
27-Ene-98	1.118,24	1.467,71		1.108,16	19.048,49	990,18	2.221,59	1.497,43
28-Ene-98	1.118,69	1.468,33		1.113,37	19.030,21	999,05	2.222,48	1.498,14
29-Ene-98	1.119,11	1.468,95		1.112,80	19.055,86	1.003,02	2.223,30	1.498,87
30-Ene-98	1.119,55	1.469,57		1.113,35	18.983,88	1.026,37	2.224,12	1.499,58
02-Feb-98	1.121,11	1.471,42		1.115,72	18.960,52	1.042,60	2.225,12	1.500,82
03-Feb-98	1.122,14	1.472,04		1.113,75	18.959,07	1.027,76	2.223,70	1.501,38
04-Feb-98	1.122,63	1.472,36		1.114,30	18.955,11	1.032,05	2.228,55	1.502,08
05-Feb-98	1.123,12	1.472,98		1.114,83	18.956,25	1.045,41	2.227,37	1.502,64
06-Feb-98	1.120,58	1.473,59		1.113,79	18.960,55	1.044,89	2.228,24	1.503,78
09-Feb-98	1.121,10	1.475,44		1.112,27	18.959,69	1.046,57	2.230,40	1.505,57
10-Feb-98	1.006,29	1.476,05		1.114,13	18.979,72	1.040,95	2.232,10	1.506,22
11-Feb-98	1.122,72	1.476,67		1.114,42	18.973,66	1.043,63	2.233,05	1.506,84
12-Feb-98	1.123,21	1.477,28		1.114,98	18.972,24	1.032,62	2.234,00	1.507,32
13-Feb-98	1.123,76	1.477,04		1.115,49	18.968,64	1.035,58	2.235,32	1.507,81
16-Feb-98	1.122,85	1.478,89		1.113,41	18.967,68	1.035,63	2.238,76	1.509,73
17-Feb-98	1.124,38	1.479,41		1.115,22	18.990,50	1.038,90	2.240,00	1.510,72
18-Feb-98	1.124,92	1.480,01		1.115,76	19.002,78	1.035,71	2.241,14	1.511,17
19-Feb-98	1.125,46	1.480,60		1.116,31	19.009,79	1.036,35	2.241,42	1.511,83
20-Feb-98	1.125,99	1.481,19		1.116,57	19.026,74	1.036,34	2.241,52	1.512,50
25-Feb-98	1.126,61	1.484,13		1.119,69	19.017,84	1.026,75	2.241,60	1.512,60
26-Feb-98	1.128,72	1.484,72		1.122,79	19.083,58	1.032,66	2.241,62	1.512,65
27-Feb-98	1.129,36	1.485,31		1.123,35	19.099,17	1.038,57	2.241,63	1.512,71
02-Mar-98	1.129,98	1.487,13		1.125,92	19.125,04	1.043,86	2.241,66	1.512,75
03-Mar-98	1.131,85	1.487,72		1.128,31	19.177,52	1.038,98	2.241,67	1.512,80
04-Mar-98	1.132,51	1.488,33		1.129,23	19.195,33	1.040,63	2.241,68	1.512,84
05-Mar-98	1.133,17	1.488,65		1.130,39	19.212,17	1.034,58	2.241,69	1.512,90
06-Mar-98	1.133,83	1.489,26		1.131,09	19.227,80	1.036,22	2.241,70	1.512,96
09-Mar-98	1.134,50	1.491,09		1.131,55	19.243,67	1.039,09	2.241,73	1.513,01
10-Mar-98	1.136,45	1.489,46		1.133,50	19.288,00	1.041,13	2.241,74	1.513,06
11-Mar-98	1.136,82	1.490,42		1.134,21	19.303,42	1.048,54	2.241,75	1.513,12
12-Mar-98	1.137,48	1.491,28		1.134,68	19.332,31	1.051,22	2.241,76	1.513,12
13-Mar-98	1.137,27	1.492,42		1.134,68	19.342,33	1.058,33	2.241,77	1.513,21
16-Mar-98	1.138,98	1.495,81		1.135,65	19.363,30	1.059,98	2.241,82	1.513,27
17-Mar-98	1.141,00	1.496,61		1.137,42	19.413,29	1.056,08	2.241,83	1.513,32
18-Mar-98	1.141,68	1.497,98		1.137,95	19.435,19	1.055,23	2.241,84	1.513,37
20-Mar-98	1.142,36	1.499,91		1.141,48	19.463,04	1.064,62	2.241,86	1.513,42
23-Mar-98	1.143,74	1.503,11		1.142,63	19.496,09	1.071,49	2.241,93	1.513,47
24-Mar-98	1.145,49	1.504,21		1.144,41	19.538,36	1.074,02	2.242,47	1.513,53
25-Mar-98	1.146,13	1.505,31		1.144,94	19.555,23	1.073,74	2.242,52	1.513,58
26-Mar-98	1.146,64	1.506,43		1.143,84	19.570,73	1.070,04	2.243,57	1.513,03
27-Mar-98	1.147,18	1.507,54		1.145,37	19.583,17	1.077,37	2.243,59	1.513,68
30-Mar-98	1.147,74	1.510,90		1.145,89	19.595,70	1.074,69	1.998,01	1.513,73
31-Mar-98	1.149,41	1.511,98		1.148,16	19.628,68	1.075,04	1.999,72	1.513,78
01-Abr-98	1.149,98	1.513,10		1.148,16	19.640,01	1.074,01	2.001,02	1.187,93
02-Abr-98	1.150,63	1.514,24		1.150,33	19.650,67	1.067,04	2.001,85	1.188,43
03-Abr-98	1.151,27	1.515,38		1.151,10	19.664,22	1.070,25	2.002,71	1.188,54
06-Abr-98	1.151,89	1.356,94		1.151,85	19.676,48	1.071,50	2.005,11	1.188,59
07-Abr-98	1.153,72	1.358,08		1.153,80	19.176,10	1.073,32	2.005,99	1.188,63
08-Abr-98	1.154,35	1.359,23		1.154,81	19.730,02	1.076,21	2.008,99	1.190,68
13-Abr-98	1.154,99	1.364,94		1.155,57	19.744,44	1.077,01	2.018,01	1.190,73
14-Abr-98	1.157,74	1.366,09		1.159,34	19.810,77	1.076,90	2.019,64	1.190,79
15-Abr-98	1.158,33	1.367,23		1.159,92	19.826,49	1.080,90	2.021,11	1.190,84
16-Abr-98	1.158,99	1.368,37		1.060,50	19.844,32	1.077,14	2.021,18	1.191,25
17-Abr-98	1.159,64	1.369,25		1.161,08	19.863,81	1.079,33	2.022,56	1.191,84

Fuente AVAF

VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
20-Abr-98	1.159,64	1.372,65		1.161,66	19.884,08	1.082,72	2.025,07	1.195,39
21-Abr-98	1.162,39	1.373,76		1.163,67	19.927,52	1.084,08	2.025,40	1.196,70
22-Abr-98	1.163,03	1.372,18		1.164,32	19.945,52	1.084,47	2.026,71	1.197,19
23-Abr-98	1.164,20	1.373,18		1.164,97	19.966,24	1.087,41	2.028,18	1.197,66
24-Abr-98	1.164,87	1.374,22		1.165,59	19.995,76	1.086,13	2.029,24	1.198,21
27-Abr-98	1.167,05	1.377,17		1.150,96	19.999,71	1.085,36	2.033,64	1.200,69
28-Abr-98	1.038,76	1.378,15		1.152,97	20.030,97	1.083,24	2.035,08	1.200,74
29-Abr-98	1.039,36	1.379,14		1.153,56	20.035,94	1.083,50	2.035,56	1.201,29
30-Abr-98	1.040,59	1.380,14		1.154,09	20.024,46	1.083,77	2.035,61	1.201,71
04-May-98	1.041,16	1.384,10		1.150,72	19.980,70	1.085,07	2.035,66	1.202,33
05-May-98	1.042,79	1.385,23		1.156,41	20.012,61	1.085,52	2.035,66	1.202,59
06-May-98	1.043,35	1.386,39		1.157,00	19.984,16	1.086,26	2.035,70	1.202,89
07-May-98	1.043,92	1.387,55		1.164,41	19.787,62	1.086,79	2.035,72	1.203,20
08-May-98	1.044,50	1.388,72		1.164,60	19.769,26	1.087,93	2.035,74	1.203,40
11-May-98	1.045,07	1.392,25		1.165,61	19.789,03	1.089,12	2.035,79	1.203,89
12-May-98	1.046,72	1.393,42		1.168,71	19.853,63	1.089,71	2.035,81	1.204,13
13-May-98	1.046,59	1.394,59		1.169,73	19.861,62	1.090,13	2.035,83	1.204,41
14-May-98	1.047,21	1.395,76		1.170,88	19.880,00	1.090,62	2.035,85	1.204,67
15-May-98	1.048,07	1.396,93		1.171,90	19.894,66	1.093,26	2.035,87	1.205,03
18-May-98	1.048,68	1.400,03		1.172,92	19.927,94	1.096,94	2.035,90	1.205,48
19-May-98	1.050,62	1.401,61		1.176,47	19.997,76	1.097,77	2.035,92	1.205,66
20-May-98	1.052,71	1.401,61		1.177,70	20.024,78	1.098,24	2.035,94	1.206,19
21-May-98	1.053,39	1.403,62		1.179,71	20.053,83	1.098,90	2.035,96	1.206,59
22-May-98	1.054,17	1.398,06		1.180,69	20.109,26	1.099,23	2.035,98	1.206,94
26-May-98	1.054,17	1.402,34		1.181,75	20.168,71	1.100,05	2.036,02	1.207,44
27-May-98	1.060,87	1.403,42		1.185,94	20.277,05	1.101,71	2.036,04	1.207,73
28-May-98	1.060,65	1.404,84		1.187,98	20.325,85	1.102,37	2.036,06	1.208,07
29-May-98	1.066,65	1.405,98		1.188,92	20.369,89	1.102,99	2.036,08	1.208,87
01-Jun-98	1.068,62	1.410,50		1.189,86	20.409,21	1.105,70	2.036,10	1.202,81
02-Jun-98	1.071,03	1.411,82		1.192,76	20.446,75	1.106,39	2.036,10	1.202,81
03-Jun-98	1.071,90	1.413,14		1.193,71	20.468,97	1.106,97	2.036,14	1.209,25
04-Jun-98	1.073,23	1.413,14		1.194,35	20.491,80	1.108,09	2.036,16	1.209,51
05-Jun-98	1.073,88	1.415,81		1.194,93	20.511,91	1.108,97	2.036,18	1.209,70
08-Jun-98	1.074,72	1.419,82		1.195,89	20.537,55	1.111,87	2.040,16	1.210,03
09-Jun-98	1.080,58	1.421,15		1.198,83	20.594,33	1.112,76	2.041,16	1.210,30
10-Jun-98	1.081,57	1.422,49		1.199,79	20.615,48	1.113,60	2.042,17	1.210,55
11-Jun-98	1.082,65	1.423,82		1.200,75	20.638,84	1.113,50	2.043,35	1.210,78
12-Jun-98	1.083,52	1.425,27		1.206,34	20.659,27	1.114,78	2.044,39	1.211,02
16-Jun-98	1.084,25	1.430,69		1.027,24	20.664,74	1.123,03	2.051,99	1.211,53
17-Jun-98	1.087,85	1.432,05		1.210,92	20.176,07	1.124,55	2.054,83	1.211,88
18-Jun-98	1.088,77	1.433,42		1.211,97	20.173,86	1.125,45	2.077,34	1.210,72
19-Jun-98	1.089,70	1.434,79		1.212,74	20.711,97	1.126,67	2.097,96	1.210,73
22-Jun-98	1.090,48	1.434,79		1.214,07	20.722,80	1.129,93	2.107,21	1.213,77
23-Jun-98	1.093,73	1.440,31		1.217,08	20.824,57	1.131,88	2.110,98	1.214,94
25-Jun-98	1.094,82	1.443,06		1.218,18	20.864,99	1.133,99	2.126,89	1.218,57
26-Jun-98	1.100,47	1.444,45		1.219,38	20.828,08	1.135,01	2.141,01	1.219,77
30-Jun-98	1.101,53	1.449,92		1.220,51	20.841,73	1.139,39	2.201,50	1.224,78
01-Jul-98	1.105,81	1.451,30		1.222,63	20.929,84	1.140,37	2.205,81	1.227,12
02-Jul-98	1.106,88	1.452,68		1.223,74	20.743,13	1.141,39	2.207,52	1.228,15
03-Jul-98	1.107,67	1.454,06		1.224,85	20.745,15	1.141,89	2.209,22	1.229,14
06-Jul-98	1.108,95	1.418,18		1.225,95	20.778,73	1.152,48	2.215,75	1.233,73
07-Jul-98	1.111,79	1.459,55		1.229,34	20.790,20	1.153,44	2.217,72	1.235,66
08-Jul-98	1.112,50	1.460,92	999,90	1.230,45	20.807,62	1.154,41	2.219,79	1.237,82
09-Jul-98	1.113,71	1.462,28	1.001,16	1.230,60	20.811,47	1.155,48	2.222,91	1.239,83
10-Jul-98	1.114,30	1.462,64	1.002,43	1.196,73	20.839,55	1.156,53	2.225,29	1.241,35
13-Jul-98	1.115,59	1.467,73	1.004,73	1.197,96	20.859,59	1.160,02	2.232,17	1.244,74
14-Jul-98	1.118,94	1.469,09	1.006,01	1.198,76	20.899,50	1.160,99	2.235,22	1.246,30
15-Jul-98	1.112,22	1.470,45	1.011,64	1.199,88	20.959,11	1.161,98	2.238,07	1.247,70
16-Jul-98	1.121,55	1.470,45	1.012,75	1.206,31	21.013,01	1.163,01	2.239,96	1.248,97
17-Jul-98	1.122,89	1.473,17	1.016,00	1.208,89	21.062,18	1.164,01	2.242,13	1.249,47
20-Jul-98	1.122,15	1.473,17	1.017,98	1.210,32	21.067,07	1.167,17	2.248,25	1.250,23
21-Jul-98	1.127,60	1.478,65	1.025,18	1.214,47	21.158,11	1.168,99	2.250,65	1.251,72
22-Jul-98	1.129,08	1.480,02	1.026,48	1.217,51	21.219,42	1.169,37	2.252,92	1.253,68
23-Jul-98	1.130,46	1.481,39	1.025,50	1.218,86	21.258,72	1.170,46	2.254,37	1.257,36
27-Jul-98	1.132,79	1.486,87	1.031,19	1.220,21	21.284,64	1.175,20	2.261,72	1.260,65
28-Jul-98	1.138,65	1.488,24	1.032,74	1.225,73	21.397,58	1.178,13	2.264,99	1.262,17
29-Jul-98	1.140,11	1.489,62	1.032,19	1.227,09	21.418,26	1.179,26	2.267,10	1.263,91
30-Jul-98	1.141,60	1.490,99	1.034,41	1.227,32	21.445,26	1.180,32	2.268,88	1.265,33
31-Jul-98	1.143,25	1.492,31	1.034,38	1.228,70	21.448,70	1.181,35	2.271,21	1.267,73
03-Ago-98	1.143,26	1.495,06	1.039,46	1.229,09	21.478,60	1.184,83	2.274,94	1.270,19

VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
04-Ago-98	1.147,44	1.496,43	1.041,03	1.233,71	21.567,79	1.185,87	2.277,09	1.271,32
05-Ago-98	1.149,13	1.497,80	1.042,33	1.235,98	21.595,55	1.186,90	2.279,94	1.274,04
06-Ago-98	1.150,51	1.499,17	1.047,13	1.239,60	21.639,81	1.187,94	2.282,04	1.275,58
07-Ago-98	1.151,95	1.500,53	1.048,90	1.241,94	21.672,00	1.188,67	2.284,93	1.277,19
10-Ago-98	1.153,37	1.504,61	1.053,78	1.243,35	21.703,62	1.191,23	2.291,41	1.281,10
11-Ago-98	1.157,56	1.505,97	1.052,70	1.247,22	21.808,09	1.191,94	2.293,40	1.287,77
12-Ago-98	1.158,98	1.507,33	1.053,68	1.249,33	21.849,61	1.190,94	2.297,95	1.284,23
13-Ago-98	1.160,29	1.508,69	1.055,36	1.247,66	21.890,36	1.191,05	2.302,45	1.285,99
14-Ago-98	1.161,60	1.510,05	1.057,03	1.248,96	21.932,83	1.191,57	2.306,41	1.287,51
17-Ago-98	1.163,10	1.514,15	1.059,60	1.250,27	21.994,96	1.193,56	2.314,55	1.291,73
18-Ago-98	1.167,15	1.515,51	1.059,69	1.253,24	22.088,66	1.194,42	2.316,80	1.293,26
19-Ago-98	1.168,58	1.516,88	1.056,04	1.254,71	22.125,73	1.195,57	2.320,63	1.294,76
20-Ago-98	1.170,09	1.518,24	1.049,49	1.253,66	22.072,24	1.196,47	2.323,28	1.296,28
21-Ago-98	1.173,08	1.523,63	1.044,28	1.254,80	21.567,33	1.196,47	2.332,92	1.301,61
24-Ago-98	1.173,08	1.523,63	1.050,26	1.254,80	21.567,33	1.197,32	2.332,92	1.301,61
25-Ago-98	1.176,63	1.525,00	1.052,28	1.258,21	21.667,65	1.200,27	2.336,05	1.303,02
26-Ago-98	1.177,71	1.523,60	1.054,30	1.259,64	21.551,11	1.201,72	2.338,85	1.305,00
27-Ago-98	1.174,93	1.528,04	1.056,33	1.259,64	21.829,78	1.203,20	2.341,08	1.306,52
28-Ago-98	1.176,76	1.528,04	1.058,38	1.259,62	21.866,95	1.204,69	2.334,00	1.308,04
31-Ago-98	1.178,59	1.533,83	1.064,56	1.261,29	21.809,28	1.206,18	2.350,21	1.315,41
01-Sep-98	1.183,19	1.535,76	1.066,95	1.264,26	21.961,37	1.210,77	2.354,65	1.315,95
02-Sep-98	1.185,15	1.537,44	1.070,86	1.266,50	22.040,39	1.212,18	2.356,06	1.317,43
03-Sep-98	1.187,02	1.539,14	1.072,71	1.270,11	22.153,37	1.213,59	2.358,59	1.318,82
04-Sep-98	1.189,31	1.540,83	1.074,50	1.271,52	22.257,24	1.215,46	2.360,68	1.320,07
07-Sep-98	1.190,97	1.545,91	1.079,94	1.271,15	22.338,48	1.217,42	2.367,72	1.323,03
08-Sep-98	1.196,90	1.547,80	1.082,44	1.275,86	22.471,09	1.221,26	2.371,89	1.325,39
09-Sep-98	1.198,88	1.549,38	1.084,48	1.277,34	22.530,57	1.222,48	2.375,61	1.327,61
10-Sep-98	1.201,00	1.551,13	1.086,63	1.279,94	22.631,07	1.223,83	2.378,98	1.329,90
11-Sep-98	1.203,12	1.552,85	1.088,36	1.279,94	22.683,01	1.225,07	2.381,77	1.332,86
14-Sep-98	1.205,24	1.557,44	1.094,82	1.282,85	22.685,10	1.226,31	2.389,36	1.337,00
15-Sep-98	1.211,43	1.559,19	1.096,96	1.286,87	22.827,02	1.230,77	2.392,25	1.339,58
16-Sep-98	1.213,51	1.560,93	1.099,10	1.288,32	22.878,28	1.231,87	2.384,86	1.341,17
17-Sep-98	1.215,61	1.562,68	1.101,25	1.290,13	22.930,35	1.233,92	2.396,63	1.342,99
18-Sep-98	1.217,71	1.564,45	1.102,51	1.292,05	22.981,58	1.235,23	2.397,11	1.344,28
21-Sep-98	1.217,71	1.564,45	1.108,68	1.294,59	23.138,06	1.237,36	2.397,11	1.349,41
22-Sep-98	1.226,06	1.571,53	1.110,42	1.298,36	23.146,06	1.241,87	2.403,15	1.348,71
23-Sep-98	1.228,00	1.573,32	1.111,89	1.299,84	23.244,49	1.242,98	2.403,21	1.349,41
24-Sep-98	1.230,25	1.575,11	1.111,24	1.303,21	23.329,31	1.244,24	2.403,36	1.350,29
25-Sep-98	1.232,32	1.575,11	1.112,71	1.304,94	23.329,31	1.245,33	2.403,93	1.351,06
28-Sep-98	1.233,84	1.575,11	1.117,15	1.306,22	23.329,31	1.246,80	2.410,09	1.354,00
29-Sep-98	1.238,73	1.583,84	1.118,64	1.310,67	23.465,28	1.246,73	2.409,49	1.354,97
30-Sep-98	1.240,56	1.585,58	1.120,02	1.312,03	23.502,26	1.249,34	2.410,08	1.355,29
01-Oct-98	1.243,02	1.587,35	1.120,98	1.341,25	23.571,57	1.254,56	2.413,81	1.358,39
02-Oct-98	1.244,73	1.589,07	1.122,50	1.349,28	23.638,43	1.255,81	2.414,54	1.359,45
05-Oct-98	1.246,33	1.594,30	1.127,05	1.351,20	23.717,81	1.256,99	2.422,67	1.360,52
06-Oct-98	1.246,33	1.596,05	1.128,39	1.356,87	23.858,42	1.261,10	2.424,34	1.360,85
07-Oct-98	1.253,34	1.597,79	1.129,86	1.358,16	23.931,93	1.262,36	2.423,83	1.361,06
08-Oct-98	1.255,06	1.599,53	1.131,63	1.361,46	23.932,49	1.263,57	2.427,25	1.361,95
09-Oct-98	1.256,75	1.601,28	1.133,61	1.361,46	23.927,33	1.264,64	2.432,82	1.362,96
13-Oct-98	1.251,76	1.608,28	1.139,43	1.365,18	23.904,63	1.265,46	2.443,60	1.367,88
14-Oct-98	1.263,85	1.610,03	1.140,89	1.372,15	24.027,91	1.270,11	2.443,80	1.369,46
15-Oct-98	1.265,42	1.611,78	1.142,36	1.374,35	24.170,37	1.271,33	2.445,86	1.370,91
16-Oct-98	1.275,37	1.624,05	1.143,83	1.375,97	24.508,49	1.272,44	2.463,49	1.382,46
19-Oct-98	1.276,64	1.625,71	1.148,30	1.377,58	24.556,17	1.273,40	2.466,47	1.384,22
20-Oct-98	1.272,68	1.620,54	1.149,78	1.382,57	24.367,40	1.276,82	2.457,96	1.379,37
21-Oct-98	1.274,08	1.622,30	1.151,26	1.384,42	24.437,34	1.283,28	2.460,79	1.381,09
22-Oct-98	1.275,37	1.624,05	1.152,74	1.386,02	24.508,49	1.283,84	2.463,49	1.382,46
23-Oct-98	1.276,64	1.625,71	1.154,23	1.387,66	24.556,17	1.284,40	2.466,47	1.384,22
26-Oct-98	1.277,91	1.630,68	1.158,73	1.394,85	24.490,13	1.284,97	2.473,73	1.387,91
27-Oct-98	1.281,56	1.632,34	1.160,29	1.399,37	24.584,53	1.286,68	2.476,79	1.388,87
28-Oct-98	1.287,76	1.633,99	1.161,84	1.400,75	24.632,00	1.290,84	2.478,68	1.390,21
29-Oct-98	1.284,05	1.635,65	1.163,42	1.402,55	24.616,34	1.291,90	2.479,86	1.391,50
30-Oct-98	1.285,31	1.637,31	1.164,80	1.402,55	24.681,25	1.292,90	2.477,74	1.391,15
02-Nov-98	1.286,55	1.642,36	1.168,69	1.376,26	24.677,90	1.293,96	2.483,84	1.392,69
03-Nov-98	1.289,81	1.644,09	1.170,20	1.381,15	24.743,87	1.297,56	2.485,26	1.393,81
04-Nov-98	1.291,09	1.645,82	1.171,72	1.382,34	24.785,69	1.298,63	2.486,90	1.395,20
05-Nov-98	1.292,22	1.647,54	1.171,72	1.384,37	24.829,39	1.299,77	2.487,91	1.396,35
06-Nov-98	1.293,30	1.649,26	1.174,91	1.383,24	24.857,61	1.300,83	2.491,71	1.399,21
09-Nov-98	1.294,28	1.649,26	1.179,69	1.388,03	24.940,60	1.301,89	2.496,11	1.402,07
10-Nov-98	1.297,98	1.656,14	1.179,69	1.393,64	25.033,49	1.305,47	2.497,77	1.403,93

VUI diarios de los Fondos Mutuales de la muestra

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
11-Nov-98	1.299,15	1.657,86	1.181,29	1.395,45	25.051,55	1.306,49	2.499,57	1.404,93
12-Nov-98	1.300,31	1.659,58	1.181,29	1.399,04	25.115,00	1.307,53	2.501,36	1.405,76
13-Nov-98	1.301,51	1.661,30	1.184,19	1.400,83	25.158,97	1.318,03	2.503,09	1.406,81
16-Nov-98	1.302,66	1.666,45	1.185,48	1.402,63	25.195,37	1.319,52	2.508,00	1.409,17
17-Nov-98	1.305,73	1.668,17	1.189,38	1.408,03	25.262,26	1.325,76	2.512,63	1.412,30
18-Nov-98	1.306,95	1.669,89	1.189,38	1.408,03	25.298,09	1.327,29	2.514,73	1.413,39
19-Nov-98	1.308,17	1.671,60	1.192,02	1.411,95	25.357,19	1.328,78	2.516,19	1.414,56
20-Nov-98	1.309,37	1.672,32	1.193,34	1.413,78	25.358,92	1.329,59	2.516,26	1.414,59
23-Nov-98	1.312,33	1.678,47	1.194,68	1.415,62	25.391,92	1.330,28	2.520,79	1.416,00
24-Nov-98	1.313,91	1.678,76	1.198,69	1.421,08	25.479,47	1.335,58	2.524,44	1.417,81
25-Nov-98	1.315,42	1.680,45	1.200,03	1.422,77	25.485,96	1.339,09	2.526,47	1.418,81
26-Nov-98	1.315,42	1.682,20	1.202,70	1.422,77	25.560,55	1.340,44	2.527,89	1.419,98
27-Nov-98	1.317,75	1.683,95	1.202,70	1.427,03	25.616,26	1.342,42	2.529,87	1.421,14
30-Nov-98	1.318,99	1.689,19	1.204,06	1.429,65	25.559,86	1.343,85	2.542,18	1.426,76
01-Dic-98	1.322,92	1.685,98	1.207,64	1.432,66	25.724,51	1.346,42	2.544,29	1.427,74
02-Dic-98	1.324,17	1.687,45	1.209,10	1.433,94	25.770,64	1.347,81	2.546,90	1.429,15
03-Dic-98	1.325,40	1.689,15	1.210,48	1.435,16	25.821,36	1.348,99	2.549,34	1.430,29
04-Dic-98	1.326,84	1.690,85	1.211,83	1.436,43	25.675,47	1.350,64	2.546,65	1.428,27
08-Dic-98	1.328,04	1.697,65	1.213,17	1.441,49	25.722,52	1.352,35	2.557,65	1.433,43
09-Dic-98	1.333,07	1.699,28	1.218,56	1.442,71	25.807,97	1.358,60	2.560,83	1.434,86
10-Dic-98	1.334,32	1.700,94	1.219,91	1.438,91	25.766,54	1.359,98	2.563,21	1.435,87
11-Dic-98	1.335,56	1.702,50	1.222,66	1.429,72	25.858,52	1.361,50	2.575,13	1.441,35
14-Dic-98	1.336,84	1.707,58	1.226,75	1.462,94	25.884,01	1.362,94	2.581,92	1.444,80
15-Dic-98	1.339,87	1.709,27	1.228,10	1.466,85	25.956,69	1.367,58	2.585,25	1.446,46
16-Dic-98	1.340,61	1.710,96	1.229,45	1.468,54	26.009,99	1.368,95	2.587,39	1.447,51
17-Dic-98	1.341,91	1.712,85	1.230,78	1.468,54	26.054,53	1.370,17	2.589,81	1.448,71
18-Dic-98	1.343,12	1.714,34	1.232,11	1.471,43	26.091,70	1.371,53	2.595,50	1.450,54
21-Dic-98	1.344,34	1.719,42	1.236,13	1.472,58	26.153,58	1.372,93	2.602,97	1.454,08
22-Dic-98	1.348,01	1.721,11	1.237,48	1.475,71	26.239,57	1.377,51	2.605,08	1.455,18
23-Dic-98	1.349,24	1.721,11	1.240,11	1.484,07	26.276,48	1.378,93	2.607,04	1.456,36
28-Dic-98	1.351,70	1.731,44	1.245,44	1.487,11	26.370,18	1.384,17	2.619,25	1.463,16
29-Dic-98	1.356,71	1.733,16	1.246,77	1.493,11	26.460,58	1.396,48	2.621,59	1.464,70
30-Dic-98	1.362,67	1.734,88	1.248,10	1.494,63	26.493,92	1.398,27	2.623,31	1.465,70
31-Dic-98	1.359,41	1.736,61	1.248,85	1.494,63	26.515,55	1.394,45	2.624,10	1.466,05

Dividendos otorgados por los Fondos Mutuales

Fecha	Fondo Mutual	Dividendo por acción
18/03/1997	Pro-Renta	289,89
20/03/1997	Pro-Dinero	125,26
07/04/1997	Exterior	1/3
30/03/1998	Pro-Renta	248,07
01/04/1998	Pro-Dinero	323,44
06/04/1998	Exterior	158,48
27/04/1998	BBO	129,81
30/03/1999	Pro-Dinero	500,09
30/03/1999	Pro-Renta	1150,21
05/04/1999	Exterior	216,12
07/04/1999	La Ceiba	119,63

Fuente: AVAF

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
Enero		1.625.85		15.820.96		2.223.14	1.442.96
Febrero		1.654.89		16.297.67	1.016.31	2.246.30	1.458.27
Marzo		1.680.82		16.242.05	1.023.99	2.286.24	1.475.55
Abril		1.733.00		16.442.20	1.029.43	2.297.30	1.486.49
Mayo	1.019.26	1.762.64		16.314.77	1.037.07	2.308.15	1.495.64
Junio	1.030.48	1.791.19		16.658.44	1.044.83	2.326.80	1.505.33
Julio	1.042.74	1.814.33		16.895.64	1.062.07	2.352.43	1.505.31
Agosto	1.051.76	1.839.85	1.020.87	17.509.75	1.054.82	2.380.01	1.522.73
Septiembre	1.076.86	1.863.19	1.060.31	18.184.31	1.090.24	2.404.83	1.545.52
Octubre	1.092.17	1.889.33	1.093.79	18.585.57	1.034.95	2.430.15	1.564.45
Noviembre	1.096.80	1.912.07	1.098.35	18.762.07	1.037.28	2.456.74	1.579.95
Diciembre	1.109.79	1.936.05	1.112.22	19.002.16	1.062.33	2.488.63	1.604.11

Fuente: AVAF

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
02-Ene-98	1.109,79	1.936,88		1.112,22	19.002,16	1.090,93	2.489,35	1.604,89
06-Ene-98	1.110,49	1.939,68		1.112,22	19.016,06	1.057,70	2.492,93	1.607,34
07-Ene-98	1.111,77	1.940,51		1.116,55	19.067,09	1.038,73	2.493,93	1.608,54
08-Ene-98	1.112,12	1.941,29		1.117,73	19.106,08	1.035,57	2.494,89	1.609,33
09-Ene-98	1.112,47	1.942,12		1.118,17	19.157,06	1.024,33	2.495,86	1.610,09
12-Ene-98	1.113,35	1.944,56		1.118,61	19.164,41	995,99	2.498,43	1.612,46
13-Ene-98	1.115,05	1.945,37		1.119,92	19.182,41	992,61	2.499,86	1.613,54
14-Ene-98	1.115,90	1.946,20		1.115,95	19.126,26	998,43	2.500,86	1.614,34
15-Ene-98	1.116,28	1.947,04		1.114,17	19.066,91	986,92	2.501,85	1.615,14
16-Ene-98	1.116,70	1.947,87		1.115,86	19.055,14	989,13	2.502,72	1.615,56
19-Ene-98	1.116,59	1.950,35		1.115,58	19.047,09	988,45	2.504,62	1.617,19
20-Ene-98	1.117,68	1.951,17		1.117,05	19.064,59	996,67	2.506,35	1.618,16
21-Ene-98	1.118,14	1.952,00		1.117,51	19.074,68	996,98	2.507,22	1.618,95
22-Ene-98	1.118,55	1.952,83		1.117,97	19.078,87	982,68	2.507,77	1.619,10
23-Ene-98	1.119,32	1.953,64		1.117,97	19.082,32	981,12	2.508,32	1.619,81
26-Ene-98	1.117,08	1.956,12		1.106,35	19.058,40	975,92	2.510,15	1.621,74
27-Ene-98	1.118,24	1.956,95		1.108,16	19.048,49	990,18	2.511,48	1.622,69
28-Ene-98	1.118,69	1.957,77		1.113,37	19.030,21	999,05	2.512,37	1.623,40
29-Ene-98	1.119,11	1.958,60		1.112,80	19.055,86	1.003,02	2.513,19	1.624,13
30-Ene-98	1.119,55	1.959,43		1.113,35	18.983,88	1.026,37	2.514,01	1.624,84
02-Feb-98	1.121,11	1.961,89		1.115,72	18.960,52	1.042,60	2.515,01	1.626,08
03-Feb-98	1.122,14	1.962,72		1.113,75	18.959,07	1.027,76	2.513,59	1.626,64
04-Feb-98	1.122,63	1.963,15		1.114,30	18.955,11	1.032,05	2.518,44	1.627,34
05-Feb-98	1.123,12	1.963,97		1.114,83	18.956,25	1.045,41	2.517,26	1.627,90
06-Feb-98	1.120,58	1.964,79		1.113,79	18.960,55	1.044,89	2.518,13	1.629,04
09-Feb-98	1.121,10	1.967,25		1.112,27	18.959,69	1.046,57	2.520,29	1.630,83
10-Feb-98	1.006,29	1.968,07		1.114,13	18.979,72	1.040,95	2.521,99	1.631,48
11-Feb-98	1.122,72	1.968,89		1.114,42	18.973,66	1.043,63	2.522,94	1.632,10
12-Feb-98	1.123,21	1.969,71		1.114,98	18.972,24	1.032,62	2.523,89	1.632,58
13-Feb-98	1.123,76	1.969,39		1.115,49	18.968,64	1.035,58	2.525,21	1.633,07
16-Feb-98	1.122,85	1.971,85		1.113,41	18.967,68	1.035,63	2.528,65	1.634,99
17-Feb-98	1.124,38	1.972,55		1.115,22	18.990,50	1.038,90	2.529,89	1.635,98
18-Feb-98	1.124,92	1.973,35		1.115,76	19.002,78	1.035,71	2.531,03	1.636,43
19-Feb-98	1.125,46	1.974,13		1.116,31	19.009,79	1.036,35	2.531,31	1.637,09
20-Feb-98	1.125,99	1.974,92		1.116,57	19.026,74	1.036,34	2.531,41	1.637,76
25-Feb-98	1.126,61	1.978,84		1.119,69	19.017,84	1.026,75	2.531,49	1.637,86
26-Feb-98	1.128,72	1.979,63		1.122,79	19.083,58	1.032,66	2.531,51	1.637,91
27-Feb-98	1.129,36	1.980,41		1.123,35	19.099,17	1.038,57	2.531,52	1.637,97
02-Mar-98	1.129,98	1.982,84		1.125,92	19.125,04	1.043,86	2.531,55	1.638,01
03-Mar-98	1.131,85	1.983,63		1.128,31	19.177,62	1.039,98	2.531,56	1.638,06
04-Mar-98	1.132,51	1.984,44		1.129,23	19.195,33	1.040,63	2.531,57	1.638,10
05-Mar-98	1.133,17	1.984,87		1.130,39	19.212,17	1.034,58	2.531,58	1.638,16
06-Mar-98	1.133,83	1.985,68		1.131,09	19.227,80	1.036,22	2.531,59	1.638,22
09-Mar-98	1.134,50	1.988,12		1.131,55	19.243,67	1.039,09	2.531,62	1.638,27
10-Mar-98	1.136,45	1.985,95		1.133,50	19.288,00	1.041,13	2.531,63	1.638,32
11-Mar-98	1.136,82	1.987,23		1.134,21	19.303,42	1.048,54	2.531,64	1.638,38
12-Mar-98	1.137,48	1.988,37		1.134,68	19.332,31	1.051,22	2.531,65	1.638,38
13-Mar-98	1.137,27	1.989,89		1.134,68	19.342,33	1.058,33	2.531,66	1.638,47
16-Mar-98	1.138,98	1.994,41		1.135,65	19.363,30	1.059,98	2.531,71	1.638,53
17-Mar-98	1.141,00	1.995,48		1.137,42	19.413,29	1.056,08	2.531,72	1.638,58
18-Mar-98	1.141,68	1.997,31		1.137,95	19.435,19	1.055,23	2.531,73	1.638,63
20-Mar-98	1.142,36	1.999,88		1.141,48	19.463,04	1.064,62	2.531,75	1.638,68
23-Mar-98	1.143,74	2.004,15		1.142,63	19.496,09	1.071,49	2.531,82	1.638,73
24-Mar-98	1.145,49	2.005,61		1.144,41	19.538,36	1.074,02	2.532,36	1.638,79
25-Mar-98	1.146,13	2.007,08		1.144,94	19.555,23	1.073,74	2.532,41	1.638,84
26-Mar-98	1.146,64	2.008,57		1.143,84	19.570,73	1.070,04	2.533,46	1.638,29
27-Mar-98	1.147,18	2.010,05		1.145,37	19.583,17	1.077,37	2.533,48	1.638,94
30-Mar-98	1.147,74	2.014,53		1.145,89	19.595,70	1.074,69	2.535,97	1.638,99
31-Mar-98	1.149,41	2.015,97		1.148,16	19.628,68	1.075,04	2.537,68	1.639,04
01-Abr-98	1.149,98	2.017,47		1.148,16	19.640,01	1.074,01	2.538,98	1.636,63
02-Abr-98	1.150,63	2.018,99		1.150,33	19.650,67	1.067,04	2.539,81	1.637,13
03-Abr-98	1.151,27	2.178,99		1.151,10	19.664,22	1.070,25	2.540,67	1.637,24
06-Abr-98	1.151,89	1.967,73		1.151,85	19.676,48	1.071,50	2.543,07	1.637,29
07-Abr-98	1.153,72	1.969,25		1.153,80	19.176,10	1.073,32	2.543,95	1.637,33
08-Abr-98	1.154,35	1.970,79		1.154,81	19.730,02	1.076,21	2.546,95	1.639,38
13-Abr-98	1.154,99	1.978,40		1.155,57	19.744,44	1.077,01	2.555,97	1.639,43
14-Abr-98	1.157,74	1.979,93		1.159,34	19.810,77	1.076,90	2.557,60	1.639,49
15-Abr-98	1.158,33	1.981,45		1.159,92	19.826,49	1.080,90	2.559,07	1.639,54
16-Abr-98	1.158,99	1.982,97		1.060,50	19.844,32	1.077,14	2.559,14	1.639,95
17-Abr-98	1.159,64	1.984,15		1.161,08	19.863,81	1.079,33	2.560,52	1.640,54

Fuente: AVAF

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
20-Abr-98	1.159,64	1.988,68		1.161,66	19.884,08	1.082,72	2.563,03	1.644,09
21-Abr-98	1.162,39	1.990,16		1.163,67	19.927,52	1.084,08	2.563,36	1.645,40
22-Abr-98	1.163,03	1.988,05		1.164,32	19.945,52	1.084,47	2.564,67	1.645,89
23-Abr-98	1.164,20	1.989,39		1.164,97	19.966,24	1.087,41	2.566,14	1.646,36
24-Abr-98	1.164,87	1.990,77		1.165,59	19.995,76	1.086,13	2.567,20	1.646,91
27-Abr-98	1.196,86	1.994,71		1.150,96	19.999,71	1.085,36	2.571,60	1.649,39
28-Abr-98	1.168,57	1.996,01		1.152,97	20.030,97	1.083,24	2.573,04	1.649,44
29-Abr-98	1.169,17	1.997,33		1.153,56	20.035,94	1.083,50	2.573,52	1.649,99
30-Abr-98	1.170,40	1.998,67		1.154,09	20.024,46	1.083,77	2.573,57	1.650,41
04-May-98	1.170,97	2.003,95		1.150,72	19.980,70	1.085,07	2.573,62	1.651,03
05-May-98	1.172,60	2.005,45		1.156,41	20.012,61	1.085,52	2.573,64	1.651,29
06-May-98	1.173,16	2.007,00		1.157,00	19.984,16	1.086,26	2.573,66	1.651,59
07-May-98	1.173,73	2.008,55		1.164,41	19.787,62	1.086,79	2.573,68	1.651,90
08-May-98	1.174,31	2.010,11		1.164,60	19.769,26	1.087,93	2.573,70	1.652,10
11-May-98	1.174,88	2.014,81		1.165,61	19.789,03	1.089,12	2.573,75	1.652,59
12-May-98	1.176,53	2.016,37		1.168,71	19.853,63	1.089,71	2.573,77	1.652,83
13-May-98	1.176,40	2.017,93		1.169,73	19.861,62	1.090,13	2.573,79	1.653,11
14-May-98	1.177,02	2.019,49		1.170,88	19.880,00	1.090,62	2.573,81	1.653,37
15-May-98	1.177,88	2.021,05		1.171,90	19.894,86	1.093,26	2.573,83	1.653,73
18-May-98	1.178,49	2.025,19		1.172,92	19.927,94	1.096,94	2.573,86	1.654,18
19-May-98	1.180,43	2.027,29		1.176,47	19.997,76	1.097,77	2.573,88	1.654,36
20-May-98	1.182,52	2.027,29		1.177,70	20.024,78	1.098,24	2.573,90	1.654,89
21-May-98	1.183,20	2.029,97		1.179,71	20.053,83	1.098,90	2.573,92	1.655,29
22-May-98	1.183,98	2.022,56		1.180,69	20.109,26	1.099,23	2.573,94	1.655,64
26-May-98	1.183,98	2.028,27		1.181,75	20.168,71	1.100,05	2.573,98	1.656,14
27-May-98	1.190,68	2.029,71		1.185,94	20.277,05	1.101,71	2.574,00	1.656,43
28-May-98	1.190,46	2.031,60		1.187,98	20.325,85	1.102,37	2.574,02	1.656,77
29-May-98	1.196,46	2.033,12		1.188,92	20.369,89	1.102,99	2.574,04	1.657,57
01-Jun-98	1.198,43	2.039,15		1.189,86	20.409,21	1.105,70	2.574,06	1.651,51
02-Jun-98	1.200,84	2.040,91		1.192,76	20.446,75	1.106,39	2.574,06	1.651,51
03-Jun-98	1.201,71	2.042,67		1.193,71	20.468,97	1.106,97	2.574,10	1.657,95
04-Jun-98	1.203,04	2.042,67		1.194,35	20.491,80	1.108,09	2.574,12	1.658,21
05-Jun-98	1.203,69	2.046,23		1.194,93	20.511,91	1.108,97	2.574,14	1.658,40
08-Jun-98	1.204,53	2.051,57		1.195,89	20.537,55	1.111,87	2.578,12	1.658,73
09-Jun-98	1.210,39	2.053,35		1.198,83	20.594,33	1.112,76	2.579,12	1.659,00
10-Jun-98	1.211,38	2.055,13		1.199,79	20.615,48	1.113,60	2.580,13	1.659,25
11-Jun-98	1.212,46	2.056,91		1.200,75	20.638,84	1.113,50	2.581,31	1.659,48
12-Jun-98	1.213,33	2.058,84		1.206,34	20.659,27	1.114,78	2.582,35	1.659,72
16-Jun-98	1.214,06	2.066,07		1.027,24	20.664,74	1.123,03	2.589,95	1.660,23
17-Jun-98	1.217,66	2.067,88		1.210,92	20.176,07	1.124,55	2.592,79	1.660,58
18-Jun-98	1.218,58	2.069,71		1.211,97	20.173,86	1.125,45	2.615,30	1.659,42
19-Jun-98	1.219,51	2.071,53		1.212,74	20.711,97	1.126,67	2.635,92	1.659,43
22-Jun-98	1.220,29	2.071,53		1.214,07	20.722,80	1.129,93	2.645,17	1.662,47
23-Jun-98	1.223,54	2.078,89		1.217,08	20.824,57	1.131,88	2.648,94	1.663,64
25-Jun-98	1.224,63	2.082,56		1.218,18	20.864,99	1.133,99	2.664,85	1.667,27
26-Jun-98	1.230,28	2.084,41		1.219,38	20.828,08	1.135,01	2.678,97	1.668,47
30-Jun-98	1.231,34	2.091,71		1.220,51	20.841,73	1.139,39	2.739,46	1.673,48
01-Jul-98	1.235,62	2.093,55		1.222,63	20.929,84	1.140,37	2.743,77	1.675,82
02-Jul-98	1.236,69	2.095,39		1.223,74	20.743,13	1.141,39	2.745,48	1.676,85
03-Jul-98	1.237,48	2.097,23		1.224,85	20.745,15	1.141,89	2.747,18	1.677,84
06-Jul-98	1.238,76	2.049,39		1.225,95	20.778,73	1.152,48	2.753,71	1.682,43
07-Jul-98	1.241,60	2.104,55		1.229,34	20.790,20	1.153,44	2.755,68	1.684,36
08-Jul-98	1.242,31	2.106,37	999,90	1.230,45	20.807,62	1.154,41	2.757,75	1.686,52
09-Jul-98	1.243,52	2.108,19	1.001,16	1.230,60	20.811,47	1.155,48	2.760,87	1.688,53
10-Jul-98	1.244,11	2.108,67	1.002,43	1.196,73	20.839,55	1.156,53	2.763,25	1.690,05
13-Jul-98	1.245,40	2.115,45	1.004,73	1.197,96	20.859,59	1.160,02	2.770,13	1.693,44
14-Jul-98	1.248,75	2.117,27	1.006,01	1.198,76	20.899,50	1.160,99	2.773,18	1.695,00
15-Jul-98	1.242,03	2.119,08	1.011,64	1.199,88	20.959,11	1.161,98	2.776,03	1.696,40
16-Jul-98	1.251,36	2.119,08	1.012,75	1.206,31	21.013,01	1.163,01	2.777,92	1.697,67
17-Jul-98	1.252,70	2.122,71	1.016,00	1.208,89	21.062,18	1.164,01	2.780,09	1.698,17
20-Jul-98	1.251,96	2.122,71	1.017,98	1.210,32	21.067,07	1.167,17	2.786,21	1.698,93
21-Jul-98	1.257,41	2.130,01	1.025,18	1.214,47	21.158,11	1.168,99	2.788,61	1.700,42
22-Jul-98	1.258,89	2.131,84	1.026,48	1.217,51	21.219,42	1.169,37	2.790,88	1.702,38
23-Jul-98	1.260,27	2.133,67	1.025,50	1.218,86	21.258,72	1.170,46	2.792,33	1.706,06
27-Jul-98	1.262,60	2.140,97	1.031,19	1.220,21	21.284,64	1.175,20	2.799,68	1.709,35
28-Jul-98	1.268,46	2.142,80	1.032,74	1.225,73	21.397,58	1.178,13	2.802,95	1.710,87
29-Jul-98	1.269,92	2.144,64	1.032,19	1.227,09	21.418,26	1.179,26	2.805,06	1.712,61
30-Jul-98	1.271,41	2.146,47	1.034,41	1.227,32	21.445,26	1.180,32	2.806,84	1.714,03
31-Jul-98	1.273,06	2.148,23	1.034,38	1.228,70	21.448,70	1.181,35	2.809,17	1.716,43
03-Ago-98	1.273,07	2.151,89	1.039,46	1.229,09	21.478,60	1.184,83	2.812,90	1.718,89

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
04-Ago-98	1.277,25	2.153,72	1.041,03	1.233,71	21.567,79	1.185,87	2.815,05	1.720,02
05-Ago-98	1.278,94	2.155,55	1.042,33	1.235,98	21.595,55	1.186,90	2.817,90	1.722,74
06-Ago-98	1.280,32	2.157,37	1.047,13	1.239,60	21.639,81	1.187,94	2.820,00	1.724,28
07-Ago-98	1.281,76	2.159,19	1.048,90	1.241,94	21.672,00	1.188,67	2.822,89	1.725,89
10-Ago-98	1.283,18	2.164,63	1.053,78	1.243,35	21.703,62	1.191,23	2.829,37	1.729,80
11-Ago-98	1.287,37	2.166,44	1.052,70	1.247,22	21.808,09	1.191,94	2.831,36	1.736,47
12-Ago-98	1.288,79	2.168,25	1.053,68	1.249,33	21.849,61	1.190,94	2.835,91	1.732,93
13-Ago-98	1.290,10	2.170,07	1.055,36	1.247,66	21.890,36	1.191,05	2.840,41	1.734,69
14-Ago-98	1.291,41	2.171,88	1.057,03	1.248,96	21.932,83	1.191,57	2.844,37	1.736,21
17-Ago-98	1.292,91	2.177,35	1.059,60	1.250,27	21.994,96	1.193,56	2.852,51	1.740,43
18-Ago-98	1.296,96	2.179,16	1.059,69	1.253,24	22.088,66	1.194,42	2.854,76	1.741,96
19-Ago-98	1.298,39	2.180,99	1.056,04	1.254,71	22.125,73	1.195,57	2.858,59	1.743,46
20-Ago-98	1.299,90	2.182,80	1.049,49	1.253,66	22.072,24	1.196,47	2.861,24	1.744,98
21-Ago-98	1.302,89	2.189,99	1.044,28	1.254,80	21.567,33	1.196,47	2.870,88	1.750,31
24-Ago-98	1.302,89	2.189,99	1.050,26	1.254,80	21.567,33	1.197,32	2.870,88	1.750,31
25-Ago-98	1.306,44	2.191,81	1.052,28	1.258,21	21.667,65	1.200,27	2.874,01	1.751,72
26-Ago-98	1.307,52	2.189,95	1.054,30	1.259,64	21.551,11	1.201,72	2.876,81	1.753,70
27-Ago-98	1.304,74	2.195,87	1.056,33	1.259,64	21.829,78	1.203,20	2.879,04	1.755,22
28-Ago-98	1.306,57	2.195,87	1.058,38	1.259,62	21.866,95	1.204,69	2.871,96	1.756,74
31-Ago-98	1.308,40	2.203,59	1.064,56	1.261,29	21.809,28	1.206,18	2.888,17	1.764,11
01-Sep-98	1.313,00	2.206,16	1.066,95	1.264,26	21.961,37	1.210,77	2.892,61	1.764,65
02-Sep-98	1.314,96	2.208,40	1.070,86	1.266,50	22.040,39	1.212,18	2.894,02	1.766,13
03-Sep-98	1.316,83	2.210,67	1.072,71	1.270,11	22.153,37	1.213,59	2.896,55	1.767,52
04-Sep-98	1.319,12	2.212,92	1.074,50	1.271,52	22.257,24	1.215,46	2.898,64	1.768,77
07-Sep-98	1.320,78	2.219,69	1.079,94	1.271,15	22.338,48	1.217,42	2.905,68	1.771,73
08-Sep-98	1.326,71	2.221,95	1.082,44	1.275,86	22.471,09	1.221,26	2.909,85	1.774,09
09-Sep-98	1.328,69	2.224,32	1.084,48	1.277,34	22.530,57	1.222,48	2.913,57	1.776,31
10-Sep-98	1.330,81	2.226,65	1.086,63	1.279,94	22.631,07	1.223,83	2.916,94	1.778,60
11-Sep-98	1.332,93	2.228,95	1.088,36	1.279,94	22.683,01	1.225,07	2.919,73	1.781,56
14-Sep-98	1.335,05	2.235,07	1.094,82	1.282,85	22.685,10	1.226,31	2.927,32	1.785,70
15-Sep-98	1.341,24	2.237,40	1.096,96	1.286,87	22.827,02	1.230,77	2.930,21	1.788,28
16-Sep-98	1.343,32	2.239,72	1.099,10	1.288,32	22.878,28	1.231,87	2.922,82	1.789,87
17-Sep-98	1.345,42	2.242,05	1.101,25	1.290,13	22.930,35	1.233,92	2.934,59	1.791,69
18-Sep-98	1.347,52	2.244,41	1.102,51	1.292,05	22.981,58	1.235,23	2.935,07	1.792,98
21-Sep-98	1.347,52	2.244,41	1.108,68	1.294,59	23.138,06	1.237,36	2.935,07	1.798,11
22-Sep-98	1.355,87	2.253,85	1.110,42	1.298,36	23.146,06	1.241,87	2.941,11	1.797,41
23-Sep-98	1.357,81	2.256,24	1.111,89	1.299,84	23.244,49	1.242,98	2.941,17	1.798,11
24-Sep-98	1.360,06	2.258,63	1.111,24	1.303,21	23.329,31	1.244,24	2.941,32	1.798,99
25-Sep-98	1.362,13	2.258,63	1.112,71	1.304,94	23.329,31	1.245,33	2.941,89	1.799,76
28-Sep-98	1.363,65	2.258,63	1.117,15	1.306,22	23.329,31	1.246,80	2.948,05	1.802,70
29-Sep-98	1.368,54	2.270,27	1.118,64	1.310,67	23.465,28	1.246,73	2.947,45	1.803,67
30-Sep-98	1.370,37	2.272,59	1.120,02	1.312,03	23.502,26	1.249,34	2.948,04	1.803,99
01-Oct-98	1.372,83	2.274,95	1.120,98	1.341,25	23.571,57	1.254,56	2.951,77	1.807,09
02-Oct-98	1.374,54	2.277,24	1.122,50	1.349,28	23.638,43	1.255,81	2.952,50	1.808,15
05-Oct-98	1.376,14	2.284,21	1.127,05	1.351,20	23.717,81	1.256,99	2.960,63	1.809,22
06-Oct-98	1.376,14	2.286,55	1.128,39	1.356,87	23.858,42	1.261,10	2.962,30	1.809,55
07-Oct-98	1.383,15	2.288,87	1.129,86	1.358,16	23.931,93	1.262,36	2.961,79	1.809,76
08-Oct-98	1.384,87	2.291,19	1.131,63	1.361,46	23.932,49	1.263,57	2.965,21	1.810,65
09-Oct-98	1.386,56	2.293,52	1.133,61	1.361,46	23.927,33	1.264,64	2.970,78	1.811,66
13-Oct-98	1.381,57	2.302,85	1.139,43	1.365,18	23.904,63	1.265,46	2.981,56	1.816,58
14-Oct-98	1.393,66	2.305,19	1.140,89	1.372,15	24.027,91	1.270,11	2.981,76	1.818,16
15-Oct-98	1.395,23	2.307,52	1.142,36	1.374,35	24.170,37	1.271,33	2.983,82	1.819,61
16-Oct-98	1.405,18	2.323,88	1.143,83	1.375,97	24.508,49	1.272,44	3.001,45	1.831,16
19-Oct-98	1.406,45	2.326,09	1.148,30	1.377,58	24.556,17	1.273,40	3.004,43	1.832,92
20-Oct-98	1.402,49	2.319,20	1.149,78	1.382,57	24.367,40	1.276,82	2.995,92	1.828,07
21-Oct-98	1.403,89	2.321,55	1.151,26	1.384,42	24.437,34	1.283,28	2.998,75	1.829,79
22-Oct-98	1.405,18	2.323,88	1.152,74	1.386,02	24.508,49	1.283,84	3.001,45	1.831,16
23-Oct-98	1.406,45	2.326,09	1.154,23	1.387,66	24.556,17	1.284,40	3.004,43	1.832,92
26-Oct-98	1.407,72	2.332,72	1.158,73	1.394,85	24.490,13	1.284,97	3.011,69	1.836,61
27-Oct-98	1.411,37	2.334,93	1.160,29	1.399,37	24.564,53	1.286,68	3.014,75	1.837,57
28-Oct-98	1.417,57	2.337,13	1.161,84	1.400,75	24.632,00	1.290,84	3.016,64	1.838,91
29-Oct-98	1.413,86	2.339,35	1.163,42	1.402,55	24.616,34	1.291,90	3.017,82	1.840,20
30-Oct-98	1.415,12	2.341,56	1.164,80	1.402,55	24.681,25	1.292,90	3.015,70	1.839,85
02-Nov-98	1.416,36	2.348,29	1.168,69	1.376,26	24.677,90	1.293,96	3.021,80	1.841,39
03-Nov-98	1.419,62	2.350,60	1.170,20	1.381,15	24.743,87	1.297,56	3.023,22	1.842,51
04-Nov-98	1.420,90	2.352,91	1.171,72	1.382,34	24.785,69	1.298,63	3.024,86	1.843,90
05-Nov-98	1.422,03	2.355,20	1.171,72	1.384,37	24.829,39	1.299,77	3.025,87	1.845,05
06-Nov-98	1.423,11	2.357,49	1.174,91	1.383,24	24.857,61	1.300,83	3.029,67	1.847,91
09-Nov-98	1.424,09	2.357,49	1.179,69	1.388,03	24.940,60	1.301,89	3.034,07	1.850,77
10-Nov-98	1.427,79	2.366,67	1.179,69	1.393,64	25.033,49	1.305,47	3.035,73	1.852,63

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
11-Nov-98	1.428,96	2.368,96	1.181,29	1.395,45	25.051,55	1.306,49	3.037,53	1.853,63
12-Nov-98	1.430,12	2.371,25	1.181,29	1.399,04	25.115,00	1.307,53	3.039,32	1.854,46
13-Nov-98	1.431,32	2.373,55	1.184,19	1.400,83	25.158,97	1.318,03	3.041,05	1.855,51
16-Nov-98	1.432,47	2.380,41	1.185,48	1.402,63	25.195,37	1.319,52	3.045,96	1.857,87
17-Nov-98	1.435,54	2.382,71	1.189,38	1.408,03	25.262,26	1.325,76	3.050,59	1.861,00
18-Nov-98	1.436,76	2.385,00	1.189,38	1.408,03	25.296,09	1.327,29	3.052,69	1.862,09
19-Nov-98	1.437,98	2.387,28	1.192,02	1.411,95	25.357,19	1.328,78	3.054,15	1.863,26
20-Nov-98	1.439,18	2.388,24	1.193,34	1.413,78	25.358,92	1.329,59	3.054,22	1.863,29
23-Nov-98	1.442,14	2.396,44	1.194,68	1.415,62	25.391,92	1.330,28	3.058,75	1.864,70
24-Nov-98	1.443,72	2.396,83	1.198,69	1.421,08	25.479,47	1.335,58	3.062,40	1.866,51
25-Nov-98	1.445,23	2.399,08	1.200,03	1.422,77	25.485,96	1.339,09	3.064,43	1.867,51
26-Nov-98	1.445,23	2.401,41	1.202,70	1.422,77	25.560,55	1.340,44	3.065,85	1.868,68
27-Nov-98	1.447,56	2.403,75	1.202,70	1.427,03	25.616,26	1.342,42	3.067,83	1.869,84
30-Nov-98	1.448,80	2.410,73	1.204,06	1.429,65	25.559,86	1.343,85	3.080,14	1.875,46
01-Dic-98	1.452,73	2.406,45	1.207,64	1.432,66	25.724,51	1.346,42	3.082,25	1.876,44
02-Dic-98	1.453,98	2.408,41	1.209,10	1.433,94	25.770,64	1.347,81	3.084,86	1.877,85
03-Dic-98	1.455,21	2.410,68	1.210,48	1.435,16	25.821,36	1.348,99	3.087,30	1.878,99
04-Dic-98	1.456,65	2.412,95	1.211,83	1.436,43	25.675,47	1.350,64	3.084,61	1.876,97
08-Dic-98	1.457,85	2.422,01	1.213,17	1.441,49	25.722,52	1.352,35	3.095,61	1.882,13
09-Dic-98	1.462,88	2.424,19	1.218,56	1.442,71	25.807,97	1.358,60	3.098,79	1.883,56
10-Dic-98	1.464,13	2.426,40	1.219,91	1.438,91	25.766,54	1.359,98	3.101,17	1.884,57
11-Dic-98	1.465,37	2.428,48	1.222,66	1.429,72	25.858,52	1.361,50	3.113,09	1.890,05
14-Dic-98	1.466,65	2.435,25	1.226,75	1.462,94	25.884,01	1.362,94	3.119,88	1.893,50
15-Dic-98	1.469,68	2.437,51	1.228,10	1.466,85	25.956,69	1.367,58	3.123,21	1.895,16
16-Dic-98	1.470,42	2.439,76	1.229,45	1.468,54	26.009,99	1.368,95	3.125,35	1.896,21
17-Dic-98	1.471,72	2.442,01	1.230,78	1.468,54	26.054,53	1.370,17	3.127,77	1.897,41
18-Dic-98	1.472,93	2.444,27	1.232,11	1.471,43	26.091,70	1.371,53	3.133,46	1.899,24
21-Dic-98	1.474,15	2.451,04	1.236,13	1.472,58	26.153,58	1.372,93	3.140,93	1.902,78
22-Dic-98	1.477,82	2.453,29	1.237,48	1.475,71	26.239,57	1.377,51	3.143,04	1.903,88
23-Dic-98	1.479,05	2.453,29	1.240,11	1.484,07	26.276,48	1.378,93	3.145,00	1.905,06
28-Dic-98	1.481,51	2.467,07	1.245,44	1.487,11	26.370,18	1.384,17	3.157,21	1.911,86
29-Dic-98	1.486,52	2.469,36	1.246,77	1.493,11	26.460,58	1.396,48	3.159,55	1.913,40
30-Dic-98	1.492,48	2.471,65	1.248,10	1.494,63	26.493,92	1.398,27	3.161,27	1.914,40
31-Dic-98	1.489,22	2.473,96	1.248,85	1.494,63	26.515,55	1.394,45	3.162,06	1.914,75

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
04-Ene-99	1.490,18	2.482,63	1.254,20	1.496,63	26.545,82	1.398,27	3.167,83	1.916,84
05-Ene-99	1.495,08	2.485,07	1.255,55	1.502,64	26.521,09	1.398,27	3.170,15	1.918,07
06-Ene-99	1.496,49	2.485,93	1.256,89	1.504,70	26.550,04	1.410,62	3.173,46	1.919,79
07-Ene-99	1.497,71	2.489,45	1.260,86	1.507,19	26.565,41	1.411,96	3.175,90	1.921,04
08-Ene-99	1.498,95	2.491,65	1.267,52	1.508,81	26.592,87	1.413,29	3.177,06	1.921,71
12-Ene-99	1.500,20	2.500,41	1.276,53	1.511,16	26.628,14	1.414,61	3.186,34	1.925,13
13-Ene-99	1.505,06	2.502,61	1.276,84	1.517,18	26.728,11	1.419,06	3.188,68	1.927,67
14-Ene-99	1.506,23	2.504,80	1.306,11	1.518,34	26.672,95	1.420,38	3.191,25	1.928,94
15-Ene-99	1.507,43	2.507,00	1.298,50	1.519,86	26.797,97	1.421,72	3.193,55	1.930,20
18-Ene-99	1.508,51	2.513,57	1.293,78	1.521,52	26.830,68	1.422,85	3.194,98	1.931,83
19-Ene-99	1.511,97	2.515,76	1.287,15	1.525,86	26.911,22	1.426,54	3.197,08	1.933,08
20-Ene-99	1.513,04	2.517,96	1.279,85	1.527,43	26.948,30	1.428,76	3.199,16	1.934,20
21-Ene-99	1.514,18	2.520,16	1.268,62	1.532,66	26.949,80	1.430,12	3.201,45	1.935,39
22-Ene-99	1.515,23	2.522,36	1.268,71	1.534,13	26.900,64	1.432,05	3.207,56	1.939,45
25-Ene-99	1.516,37	2.528,91	1.276,97	1.536,41	26.867,49	1.430,12	3.214,59	1.942,57
26-Ene-99	1.519,63	2.531,08	1.278,03	1.541,89	26.967,07	1.434,46	3.216,82	1.944,14
27-Ene-99	1.520,76	2.533,25	1.278,15	1.543,63	27.014,54	1.436,01	3.218,64	1.945,18
28-Ene-99	1.521,89	2.535,41	1.279,25	1.545,18	27.060,74	1.438,16	3.220,77	1.946,36
29-Ene-99	1.523,01	2.537,59	1.280,35	1.547,15	27.094,89	1.439,62	3.222,24	1.946,85
01-Feb-99	1.524,19	2.544,11	1.283,11	1.548,91	27.122,69	1.441,07	3.226,15	1.949,18
02-Feb-99	1.527,42	2.546,29	1.284,24	1.554,55	27.173,32	1.444,16	3.228,44	1.950,32
03-Feb-99	1.528,54	2.548,48	1.286,93	1.560,14	27.220,32	1.445,43	3.200,79	1.951,44
04-Feb-99	1.529,84	2.550,65	1.288,09	1.560,14	27.274,98	1.446,64	3.233,22	1.952,55
05-Feb-99	1.530,99	2.552,84	1.289,23	1.561,99	27.309,22	1.448,08	3.237,25	1.955,24
08-Feb-99	1.532,16	2.559,41	1.292,67	1.564,06	27.361,93	1.449,52	3.244,02	1.958,31
09-Feb-99	1.535,66	2.561,59	1.293,85	1.569,76	27.434,24	1.454,29	3.247,96	1.959,67
10-Feb-99	1.536,79	2.563,77	1.294,47	1.571,69	27.472,03	1.455,71	3.249,95	1.960,65
11-Feb-99	1.537,91	2.563,77	1.295,59	1.574,08	27.528,13	1.456,85	3.252,17	1.961,75
12-Feb-99	1.539,04	2.568,15	1.296,73	1.576,42	27.569,82	1.458,27	3.255,36	1.962,84
17-Feb-99	1.540,18	2.579,08	1.302,54	1.580,38	27.630,77	1.459,70	3.265,31	1.967,95
18-Feb-99	1.546,30	2.581,27	1.303,60	1.589,14	27.940,96	1.467,74	3.269,19	1.970,09
19-Feb-99	1.547,42	2.583,44	1.304,73	1.591,13	27.990,99	1.469,15	3.270,69	1.970,85
22-Feb-99	1.548,62	2.589,97	1.307,91	1.597,41	28.002,93	1.469,91	3.276,69	1.973,97
23-Feb-99	1.552,17	2.592,15	1.309,06	1.597,41	28.108,68	1.473,32	3.279,13	1.975,01
24-Feb-99	1.553,34	2.594,27	1.310,14	1.603,28	28.162,15	1.475,09	3.281,00	1.975,77
25-Feb-99	1.554,54	2.596,40	1.310,75	1.605,24	28.233,97	1.476,85	3.283,07	1.976,73
26-Feb-99	1.555,74	2.598,52	1.311,75	1.607,25	28.299,59	1.468,61	3.286,99	1.976,25
01-Mar-99	1.555,74	2.604,91	1.313,71	1.610,19	28.370,14	1.480,41	3.293,77	1.979,52
02-Mar-99	1.555,74	2.606,87	1.314,78	1.616,50	28.510,15	1.486,60	3.297,62	1.981,93
03-Mar-99	1.555,74	2.606,87	1.315,83	1.619,51	28.582,67	1.488,89	3.297,96	1.981,52
04-Mar-99	1.555,74	2.610,79	1.316,88	1.629,34	28.652,88	1.491,21	3.300,16	1.982,62
05-Mar-99	1.555,74	2.612,75	1.317,93	1.634,21	28.705,69	1.493,30	3.309,21	1.988,31
08-Mar-99	1.565,63	2.618,59	1.318,99	1.636,42	28.767,09	1.494,83	3.310,83	1.988,64
09-Mar-99	1.569,27	2.620,52	1.322,05	1.642,05	28.834,42	1.499,50	3.312,91	1.988,92
10-Mar-99	1.570,34	2.622,45	1.323,09	1.650,84	28.889,14	1.500,47	3.316,64	1.990,42
11-Mar-99	1.571,50	2.624,23	1.324,15	1.652,66	28.958,40	1.501,78	3.318,94	1.991,81
12-Mar-99	1.572,65	2.626,01	1.336,54	1.656,46	29.018,53	1.503,50	3.326,50	1.994,72
15-Mar-99	1.573,83	2.632,73	1.337,99	1.660,08	29.018,53	1.505,23	3.333,01	1.998,65
16-Mar-99	1.577,30	2.634,08	1.340,50	1.673,54	29.018,53	1.510,83	3.334,94	1.999,94
17-Mar-99	1.578,47	2.636,73	1.341,33	1.675,99	29.018,53	1.512,47	3.336,83	2.000,71
18-Mar-99	1.579,60	2.639,16	1.355,13	1.675,99	29.018,53	1.514,09	3.338,91	2.001,67
22-Mar-99	1.580,75	2.650,57	1.355,74	1.682,25	29.483,56	1.517,37	3.355,13	2.009,00
23-Mar-99	1.580,75	2.653,31	1.358,22	1.690,68	29.658,11	1.519,54	3.357,39	2.014,84
24-Mar-99	1.586,47	2.656,01	1.358,79	1.690,68	29.772,11	1.522,77	3.358,87	2.015,07
25-Mar-99	1.587,62	2.658,80	1.360,20	1.692,97	29.860,15	1.526,46	3.360,96	2.015,96
26-Mar-99	1.588,78	2.661,61	1.360,80	1.694,93	29.773,08	1.530,12	3.364,17	2.017,87
29-Mar-99	1.589,90	2.459,32	1.362,70	1.697,39	29.771,46	1.531,72	3.370,55	2.020,69
30-Mar-99	1.592,91	2.462,01	1.363,32	1.701,94	29.968,63	1.536,98	3.372,84	2.021,81
31-Mar-99	1.593,85	2.464,69	1.363,76	1.704,93	29.995,17	1.538,58	3.373,83	2.022,04
05-Abr-99	1.594,78	2.479,57	1.366,86	1.712,03	30.016,08	1.539,93	3.380,59	2.024,98
06-Abr-99	1.594,78	2.482,57	1.367,49	1.720,76	30.114,92	1.543,33	3.381,94	2.025,78
07-Abr-99	1.599,52	2.485,56	1.368,05	1.722,96	30.162,40	1.546,12	3.382,64	2.025,73
08-Abr-99	1.600,38	2.488,49	1.368,62	1.726,17	30.249,32	1.549,52	3.383,98	2.026,31
09-Abr-99	1.601,24	2.491,49	1.368,98	1.727,61	30.339,62	1.553,86	3.386,17	2.027,50
12-Abr-99	1.602,07	2.497,49	1.370,28	1.729,05	30.471,06	1.555,43	3.389,86	2.029,46
13-Abr-99	1.602,07	2.500,84	1.370,78	1.733,46	30.555,29	1.560,66	3.391,21	2.030,19
14-Abr-99	1.605,16	2.503,65	1.375,93	1.734,89	30.616,50	1.562,23	3.392,01	2.030,49
15-Abr-99	1.605,98	2.466,49	1.376,18	1.739,01	30.720,65	1.563,75	3.393,05	2.031,10
16-Abr-99	1.606,81	2.509,33	1.376,65	1.740,39	30.821,36	1.565,30	3.395,25	2.032,26
20-Abr-99	1.607,63	2.520,69	1.378,40	1.741,44	30.922,42	1.566,71	3.398,68	2.034,96
21-Abr-99	1.613,84	2.523,53	1.378,82	1.758,87	31.057,01	1.569,99	3.401,06	2.035,75
22-Abr-99	1.611,62	2.526,37	1.379,06	1.758,87	31.157,29	1.571,79	3.401,52	2.035,78
23-Abr-99	1.612,40	2.528,87	1.379,50	1.770,87	31.264,62	1.573,71	3.402,37	2.036,18
26-Abr-99	1.613,22	2.537,16	1.380,63	1.770,87	31.386,10	1.575,10	3.405,42	2.037,96
27-Abr-99	1.615,65	2.539,95	1.381,02	1.775,46	31.427,37	1.579,72	3.406,57	2.038,71
28-Abr-99	1.616,43	2.542,75	1.381,48	1.777,03	31.249,49	1.581,05	3.407,30	2.038,87

Fuente: AVAF

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
29-Abr-99	1.617,21	2.545,53	1.381,86	1.778,57	31.369,78	1.582,42	3.408,14	2.039,55
30-Abr-99	1.617,21	2.548,35	1.382,19	1.784,06	31.396,17	1.583,91	3.408,33	2.039,56
03-May-99	1.618,71	2.548,35	1.383,70	1.791,66	31.445,40	1.585,44	3.412,10	2.041,46
04-May-99	1.621,16	2.558,35	1.384,22	1.795,95	31.517,78	1.590,55	3.413,21	2.042,14
05-May-99	1.621,94	2.561,15	1.384,68	1.797,59	31.553,88	1.591,93	3.440,83	2.042,27
06-May-99	1.622,72	2.563,93	1.385,16	1.799,27	31.634,00	1.593,41	3.414,77	2.042,75
07-May-99	1.623,50	2.566,73	1.385,59	1.800,86	31.685,70	1.594,88	3.415,90	2.043,24
10-May-99	1.624,26	2.575,12	1.387,03	1.802,36	31.730,85	1.596,22	3.422,51	2.044,58
11-May-99	1.626,36	2.577,91	1.387,64	1.807,16	31.802,24	1.597,88	3.428,55	2.044,85
12-May-99	1.627,08	2.580,72	1.388,22	1.808,75	31.813,49	1.597,71	3.429,37	2.045,34
13-May-99	1.627,80	2.583,53	1.388,69	1.810,39	31.807,28	1.598,01	3.430,55	2.046,27
14-May-99	1.629,28	2.597,57	1.389,18	1.802,83	31.781,57	1.599,38	3.430,55	2.046,27
18-May-99	1.625,72	2.600,37	1.391,01	1.813,54	31.807,63	1.600,68	3.434,09	2.048,17
19-May-99	1.625,72	2.600,37	1.391,25	1.813,54	31.813,43	1.602,62	3.435,08	2.048,72
20-May-99	1.626,44	2.603,19	1.391,77	1.818,74	31.839,45	1.603,32	3.435,24	2.048,98
21-May-99	1.626,44	2.606,00	1.392,02	1.820,40	31.809,94	1.605,17	3.435,72	2.049,44
24-May-99	1.627,79	2.614,43	1.393,70	1.821,93	31.856,02	1.605,67	3.438,17	2.050,81
25-May-99	1.627,79	2.614,43	1.394,22	1.826,71	31.919,97	1.605,67	3.439,63	2.051,80
26-May-99	1.630,68	2.619,99	1.394,83	1.828,32	31.944,88	1.611,18	3.439,63	2.051,80
27-May-99	1.631,38	2.622,80	1.395,36	1.831,82	31.962,03	1.612,44	3.440,40	2.052,07
28-May-99	1.632,09	2.625,60	1.395,95	1.833,34	31.985,38	1.613,64	3.441,35	2.052,56
31-May-99	1.632,72	2.633,97	1.397,85	1.836,63	32.016,79	1.614,70	3.444,06	2.053,78
01-Jun-99	1.634,65	2.636,63	1.398,38	1.845,55	31.074,80	1.618,89	3.445,14	2.054,07
02-Jun-99	1.635,30	2.639,48	1.398,98	1.842,66	32.111,44	1.620,17	3.446,14	2.054,45
03-Jun-99	1.635,96	2.642,27	1.399,52	1.858,13	32.150,69	1.621,71	3.447,05	2.054,82
04-Jun-99	1.636,71	2.645,05	1.400,10	1.859,68	32.190,40	1.622,95	3.446,56	2.055,20
08-Jun-99	1.637,37	2.656,19	1.402,23	1.861,30	32.238,84	1.624,20	3.450,14	2.056,62
09-Jun-99	1.640,11	2.659,00	1.402,81	1.867,58	32.332,55	1.629,98	3.451,03	2.056,64
10-Jun-99	1.640,78	2.661,77	1.403,35	1.869,23	32.432,24	1.630,98	3.453,91	2.056,92
11-Jun-99	1.641,48	2.664,56	1.403,92	1.870,90	32.505,56	1.632,21	3.457,41	2.058,35
14-Jun-99	1.642,26	2.672,89	1.405,51	1.872,61	32.529,84	1.632,21	3.457,41	2.058,35
15-Jun-99	1.644,46	2.675,67	1.406,09	1.877,65	32.480,49	1.637,81	3.458,28	2.058,74
16-Jun-99	1.645,11	2.675,67	1.406,65	1.879,59	32.177,25	1.639,08	3.458,94	2.058,92
17-Jun-99	1.645,80	2.681,17	1.407,23	1.880,76	32.294,14	1.639,08	3.459,77	2.059,30
18-Jun-99	1.646,34	2.683,97	1.407,81	1.882,65	32.323,92	1.640,68	3.460,60	2.059,69
21-Jun-99	1.646,56	2.692,37	1.412,35	1.884,57	32.360,76	1.641,87	3.463,15	2.060,85
22-Jun-99	1.648,60	2.695,03	1.412,88	1.890,44	32.427,33	1.645,76	3.463,86	2.061,26
23-Jun-99	1.649,28	2.699,75	1.413,34	1.891,32	32.435,82	1.647,35	3.464,00	2.061,63
25-Jun-99	1.649,90	2.703,40	1.414,35	1.892,95	32.447,82	1.648,60	3.466,78	2.062,36
29-Jun-99	1.651,29	2.714,92	1.416,23	1.904,18	32.461,97	1.652,68	3.469,75	2.063,85
30-Jun-99	1.654,33	2.717,56	1.416,77	1.904,18	32.520,83	1.658,10	3.470,06	2.064,21
01-Jul-99	1.654,68	2.720,44	1.417,20	1.909,54	32.529,14	1.659,07	3.470,10	2.064,59
02-Jul-99	1.654,68	2.723,32	1.417,78	1.911,23	32.576,28	1.660,33	3.470,60	2.064,96
06-Jul-99	1.655,92	2.734,64	1.419,87	1.912,84	32.597,38	1.661,54	3.472,17	2.066,29
07-Jul-99	1.658,46	2.737,57	1.420,53	1.918,38	32.671,79	1.666,72	3.472,78	2.066,66
08-Jul-99	1.659,24	2.740,45	1.421,27	1.918,06	32.728,41	1.667,93	3.473,22	2.067,02
09-Jul-99	1.660,04	2.743,36	1.421,85	1.919,74	32.779,43	1.669,09	3.473,59	2.067,23
12-Jul-99	1.660,73	2.751,93	1.423,84	1.920,01	32.829,61	1.670,30	3.474,67	2.067,39
13-Jul-99	1.662,08	2.754,76	1.424,32	1.925,77	32.902,03	1.674,44	3.475,64	2.066,95
14-Jul-99	1.662,73	2.757,20	1.425,01	1.926,98	32.961,72	1.674,44	3.475,64	2.066,95
15-Jul-99	1.663,55	2.757,20	1.425,75	1.929,26	33.035,54	1.677,07	3.475,98	2.067,55
16-Jul-99	1.664,28	2.763,00	1.426,28	1.930,82	33.116,47	1.678,27	3.476,65	2.067,82
19-Jul-99	1.665,06	2.771,59	1.426,94	1.932,26	33.190,45	1.679,37	3.477,46	2.068,67
20-Jul-99	1.667,08	2.774,47	1.427,58	1.936,86	33.296,31	1.683,34	3.475,95	2.068,64
21-Jul-99	1.667,40	2.777,39	1.431,14	1.938,76	33.372,93	1.684,33	3.476,33	2.068,28
22-Jul-99	1.668,27	2.780,24	1.431,58	1.941,95	33.473,86	1.685,48	3.476,51	2.068,83
23-Jul-99	1.669,03	2.783,09	1.432,56	1.947,31	33.553,76	1.686,63	3.486,65	2.069,93
26-Jul-99	1.669,90	2.791,67	1.433,03	1.948,82	33.614,54	1.687,67	3.487,92	2.070,11
27-Jul-99	1.671,29	2.794,52	1.432,88	1.953,45	33.685,09	1.690,25	3.488,06	2.070,07
28-Jul-99	1.672,06	2.797,37	1.432,58	1.957,68	33.726,33	1.691,15	3.487,07	2.069,92
29-Jul-99	1.672,30	2.800,23	1.432,83	1.960,92	33.738,04	1.692,06	3.485,47	2.069,32
30-Jul-99	1.672,84	2.803,20	1.433,82	1.965,15	33.769,30	1.693,13	3.486,34	2.069,54
02-Ago-99	1.673,33	2.811,76	1.434,76	1.976,24	33.789,54	1.694,21	3.487,27	2.070,10
03-Ago-99	1.675,12	2.808,81	1.435,19	1.976,24	33.800,61	1.695,83	3.487,80	2.070,44
04-Ago-99	1.675,48	2.812,36	1.435,25	1.977,68	33.806,26	1.696,99	3.487,49	2.070,54
05-Ago-99	1.675,35	2.815,92	1.435,34	1.981,47	33.820,15	1.698,29	3.487,90	2.070,63
06-Ago-99	1.675,75	2.819,40	1.435,80	1.982,99	33.846,19	1.699,32	3.488,32	2.070,85
09-Ago-99	1.676,35	2.830,01	1.436,31	1.984,01	33.864,92	1.700,37	3.489,71	2.071,60
10-Ago-99	1.677,42	2.833,48	1.436,76	1.988,23	33.907,88	1.704,09	3.490,17	2.071,72
11-Ago-99	1.678,10	2.837,01	1.437,18	1.992,46	33.933,67	1.705,27	3.490,34	2.071,95
12-Ago-99	1.678,62	2.840,41	1.438,70	1.994,15	33.947,17	1.706,19	3.492,64	2.072,28
13-Ago-99	1.679,58	2.843,96	1.439,33	1.994,61	33.960,35	1.707,28	3.493,60	2.072,86
16-Ago-99	1.680,30	2.854,56	1.439,83	1.997,76	33.975,89	1.708,47	3.495,37	2.073,79
17-Ago-99	1.680,99	2.858,09	1.440,04	2.003,79	34.016,39	1.712,42	3.495,37	2.073,79
18-Ago-99	1.681,33	2.861,57	1.440,88	2.003,79	34.045,73	1.712,70	3.494,90	2.074,03
19-Ago-99	1.682,31	2.861,57	1.441,50	2.005,06	34.091,55	1.713,85	3.495,69	2.074,25

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
20-Ago-99	1.682,98	2.868,61	1.441,92	2.006,60	34.138,36	1.714,87	3.493,78	2.073,99
23-Ago-99	1.683,50	2.879,20	1.443,08	2.008,16	34.169,90	1.715,76	3.495,28	2.074,65
24-Ago-99	1.684,89	2.879,20	1.443,67	2.012,46	34.284,93	1.718,86	3.496,41	2.075,20
25-Ago-99	1.685,82	2.886,13	1.444,47	2.013,79	34.324,12	1.720,05	3.498,79	2.075,20
26-Ago-99	1.686,84	2.889,65	1.444,82	2.015,57	34.336,40	1.721,72	3.499,76	2.076,53
27-Ago-99	1.687,54	2.893,16	1.445,41	2.017,06	34.345,79	1.723,00	3.500,36	2.076,80
30-Ago-99	1.688,03	2.893,16	1.446,50	2.025,51	34.362,74	1.724,21	3.502,01	2.077,27
31-Ago-99	1.689,69	2.907,25	1.447,68	2.029,98	34.379,01	1.727,21	3.502,99	2.077,76
01-Sep-99	1.690,54	2.910,73	1.448,72	2.035,32	34.383,39	1.728,72	3.503,42	2.078,35
02-Sep-99	1.691,68	2.914,17	1.449,54	2.039,76	34.421,56	1.730,34	3.504,67	2.078,95
03-Sep-99	1.692,73	2.916,36	1.449,48	2.039,76	34.444,53	1.731,76	3.506,22	2.079,49
06-Sep-99	1.692,83	2.928,23	1.449,93	2.039,76	34.453,78	1.732,65	3.507,44	2.079,99
07-Sep-99	1.693,72	2.928,23	1.449,86	2.044,17	34.495,93	1.734,94	3.507,93	2.080,20
08-Sep-99	1.693,75	2.935,24	1.450,43	2.045,42	34.500,71	1.735,46	3.508,08	2.080,35
09-Sep-99	1.694,46	2.938,76	1.451,23	2.046,35	34.514,33	1.738,73	3.508,53	2.080,73
10-Sep-99	1.696,45	2.942,31	1.451,83	2.047,75	34.521,62	1.738,17	3.509,58	2.081,34
13-Sep-99	1.697,11	2.952,83	1.452,51	2.049,43	34.541,60	1.739,44	3.511,04	2.081,43
14-Sep-99	1.698,33	2.956,33	1.453,10	2.053,63	34.573,22	1.743,19	3.511,69	2.082,49
15-Sep-99	1.698,82	2.959,87	1.453,37	2.053,63	34.606,32	1.743,71	3.512,45	2.082,39
16-Sep-99	1.698,85	2.963,37	1.453,73	2.063,82	34.628,64	1.743,99	3.512,66	2.082,59
17-Sep-99	1.699,38	2.966,88	1.454,56	2.065,24	34.663,34	1.744,93	3.513,31	2.082,88
20-Sep-99	1.700,35	2.977,39	1.455,26	2.066,60	34.697,01	1.746,47	3.514,68	2.083,84
21-Sep-99	1.701,41	2.980,88	1.455,86	2.070,81	34.739,25	1.749,67	3.515,64	2.084,42
22-Sep-99	1.702,15	2.984,39	1.456,47	2.076,62	34.766,53	1.750,90	3.516,23	2.085,78
23-Sep-99	1.702,88	2.987,93	1.457,30	2.078,13	34.782,40	1.752,12	3.515,71	2.085,32
24-Sep-99	1.703,66	2.991,43	1.458,36	2.086,11	34.823,58	1.752,92	3.516,80	2.086,78
27-Sep-99	1.704,76	3.001,95	1.459,34	2.087,34	34.849,76	1.755,15	3.518,63	2.086,88
28-Sep-99	1.708,13	3.005,51	1.458,64	2.094,48	34.888,93	1.758,46	3.519,51	2.087,29
29-Sep-99	1.705,41	3.008,96	1.458,38	2.095,81	34.924,92	1.759,46	3.519,08	2.087,10
30-Sep-99	1.705,19	3.012,47	1.458,77	2.097,22	34.963,11	1.759,84	3.519,09	2.087,10
01-Oct-99	1.705,73	3.015,96	1.459,38	2.102,53	34.976,84	1.761,04	3.518,65	2.087,37
04-Oct-99	1.706,39	3.026,35	1.460,61	2.108,19	34.999,50	1.762,27	3.520,63	2.088,20
05-Oct-99	1.708,01	3.029,80	1.461,01	2.108,19	35.021,13	1.765,74	3.521,25	2.089,01
06-Oct-99	1.708,57	3.033,28	1.461,21	2.109,30	35.038,14	1.766,70	3.521,70	2.089,01
07-Oct-99	1.708,84	3.036,80	1.461,80	2.109,28	35.056,33	1.767,47	3.522,05	2.089,13
08-Oct-99	1.709,30	3.040,35	1.462,39	2.110,53	35.074,98	1.768,65	3.522,34	2.089,31
11-Oct-99	1.710,12	3.050,75	1.463,00	2.111,89	35.099,21	1.769,80	3.522,64	2.089,37
13-Oct-99	1.711,03	3.057,73	1.463,41	2.119,23	35.114,23	1.772,64	3.522,96	2.089,44
14-Oct-99	1.711,60	3.061,27	1.463,63	2.120,76	35.119,96	1.774,42	3.523,25	2.089,94
15-Oct-99	1.711,92	3.064,73	1.464,28	2.133,31	35.124,52	1.775,15	3.523,41	2.090,11
18-Oct-99	1.712,74	3.075,15	1.465,54	2.133,31	35.139,22	1.776,33	3.522,28	2.092,82
19-Oct-99	1.714,44	3.078,73	1.465,96	2.133,31	35.190,10	1.778,87	3.523,38	2.093,37
20-Oct-99	1.715,02	3.082,20	1.466,38	2.133,31	35.190,10	1.780,13	3.523,83	2.093,59
21-Oct-99	1.717,93	3.085,83	1.466,17	2.134,47	35.230,87	1.781,43	3.523,83	2.093,54
22-Oct-99	1.717,89	3.089,32	1.466,39	2.135,88	35.250,50	1.782,27	3.521,49	2.093,43
25-Oct-99	1.718,16	3.099,73	1.466,41	2.141,30	35.275,38	1.783,36	3.527,76	2.092,75
26-Oct-99	1.718,69	3.103,17	1.467,01	2.145,53	35.320,92	1.787,15	3.528,24	2.093,07
27-Oct-99	1.718,12	3.106,63	1.467,23	2.145,53	35.345,71	1.788,21	3.531,83	2.094,06
28-Oct-99	1.717,81	3.106,63	1.465,85	2.156,30	35.374,45	1.789,27	3.531,20	2.093,33
29-Oct-99	1.718,06	3.113,52	1.468,47	2.158,85	35.418,44	1.790,44	3.531,64	2.093,60
02-Nov-99	1.717,99	3.127,32	1.468,67	2.163,82	35.464,46	1.791,51	3.532,24	2.094,40
03-Nov-99	1.718,69	3.130,72	1.469,08	2.163,82	35.503,73	1.794,06	3.533,05	2.094,83
04-Nov-99	1.719,23	3.134,15	1.469,98	2.196,03	35.557,81	1.795,14	3.532,86	2.094,65
05-Nov-99	1.720,28	3.137,57	1.479,99	2.197,61	35.610,83	1.796,06	3.533,79	2.095,30
08-Nov-99	1.720,84	3.147,91	1.471,11	2.199,01	35.633,95	1.797,03	3.533,79	2.095,30
09-Nov-99	1.721,74	3.151,29	1.471,13	2.202,75	35.653,40	1.800,16	3.534,83	2.096,02
10-Nov-99	1.721,82	3.154,71	1.471,74	2.204,34	35.674,90	1.800,98	3.534,80	2.096,11
11-Nov-99	1.722,64	3.158,15	1.471,97	2.205,14	35.693,64	1.801,80	3.535,46	2.096,38
12-Nov-99	1.723,67	3.161,60	1.473,12	2.214,92	35.705,41	1.802,63	3.535,73	2.096,58
15-Nov-99	1.724,41	3.171,80	1.473,79	2.216,86	35.751,71	1.803,45	3.537,50	2.097,63
16-Nov-99	1.725,52	3.175,19	1.474,02	2.220,48	35.800,96	1.806,47	3.538,06	2.097,80
17-Nov-99	1.725,82	3.178,63	1.474,81	2.220,48	35.832,38	1.808,17	3.538,60	2.097,95
18-Nov-99	1.726,83	3.182,05	1.475,57	2.223,92	35.865,83	1.809,10	3.539,44	2.098,51
19-Nov-99	1.727,56	3.185,49	1.476,03	2.225,15	35.889,43	1.811,85	3.540,23	2.099,04
22-Nov-99	1.728,27	3.195,77	1.476,78	2.226,32	35.916,59	1.812,61	3.541,68	2.099,55
23-Nov-99	1.729,43	3.199,12	1.477,38	2.230,14	35.941,70	1.815,39	3.542,03	2.099,76
24-Nov-99	1.730,15	3.202,56	1.477,83	2.231,50	35.969,36	1.816,04	3.542,33	2.100,11
25-Nov-99	1.730,71	3.206,00	1.478,12	2.235,12	35.981,90	1.816,73	3.542,77	2.100,17
26-Nov-99	1.731,10	3.209,43	1.478,78	2.236,09	35.994,52	1.817,39	3.542,77	2.100,37
29-Nov-99	1.731,97	3.219,73	1.479,89	2.236,65	36.002,46	1.818,15	3.542,77	2.100,37
30-Nov-99	1.733,47	3.223,11	1.480,47	2.234,09	36.005,46	1.820,91	3.544,95	2.100,69
01-Dic-99	1.734,25	3.226,51	1.480,47	2.240,06	36.014,28	1.821,61	3.547,93	2.102,05
02-Dic-99	1.734,75	3.229,69	1.481,92	2.241,66	36.043,27	1.822,35	3.548,54	2.102,50
03-Dic-99	1.735,67	3.233,12	1.482,44	2.243,78	36.049,56	1.823,65	3.550,39	2.103,34
07-Dic-99	1.737,51	3.246,84	1.484,03	2.246,73	35.959,07	1.824,38	3.552,41	2.103,78
08-Dic-99	1.739,33	3.250,27	1.484,55	2.251,72	35.806,59	1.827,79	3.553,82	2.104,23

VUI ajustados por dividendos

Fecha	BBO	Exterior	La Ceiba	Noroco	Mercantil	Primus	Pro-renta	Pro-dinero
09-Dic-99	1.740,03	3.253,32	1.484,99	2.241,87	35.755,49	1.828,79	3.554,28	2.104,62
10-Dic-99	1.740,51	3.256,73	1.485,42	2.243,48	35.761,82	1.829,52	3.556,62	2.106,80
13-Dic-99	1.741,03	3.266,97	1.486,65	2.244,91	35.777,85	1.830,25	3.557,98	2.108,33
14-Dic-99	1.742,43	3.270,37	1.488,43	2.260,61	35.827,77	1.833,05	3.558,25	2.109,80
20-Dic-99	1.742,43	3.290,73	1.489,50	2.262,30	35.774,02	1.833,40	3.559,20	2.111,06
21-Dic-99	1.745,45	3.294,15	1.490,05	2.236,70	35.815,77	1.839,31	3.559,77	2.111,87
22-Dic-99	1.746,20	3.297,55	1.490,49	2.252,29	35.837,41	1.840,03	3.559,98	2.110,00
23-Dic-99	1.746,74	3.301,00	1.491,65	2.253,71	35.853,98	1.841,15	3.560,15	2.110,66
24-Dic-99	1.747,63	3.304,45	1.492,81	2.254,18	35.853,98	1.841,15	3.560,15	2.110,66
27-Dic-99	1.748,34	3.314,76	1.493,45	2.255,17	35.910,07	1.841,56	3.560,15	2.110,66
28-Dic-99	1.749,77	3.318,31	1.494,00	2.258,05	35.956,03	1.845,09	3.556,84	2.111,39
29-Dic-99	1.750,37	3.321,79	1.494,74	2.258,05	35.975,29	1.846,43	3.558,93	2.112,75
30-Dic-99	1.750,98	3.325,07	1.494,73	2.259,10	36.016,81	1.849,34	3.548,85	2.113,83

Carteras de Inversión del
Fondo Mutual BBO

	30/06/97			31/12/97		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	821.000.000,00	813.582.677,74	100,00	1.697.762.222,00	1.696.227.565,00	100,00
<i>Públicas</i>	540.000.000,00	535.885.748,15	65,87	456.000.000,00	459.464.950,00	27,09
TEM	540.000.000,00	535.885.748,15	65,87	256.000.000,00	255.764.950,00	15,08
DPN				200.000.000,00	203.700.000,00	12,01
<i>Privadas</i>	181.000.000,00	177.696.929,59	21,84	511.700.000,00	506.700.393,00	29,87
Papeles Comerciales	181.000.000,00	177.696.929,59	21,84	511.700.000,00	506.700.393,00	29,87
<i>Otras inversiones</i>	100.000.000,00	100.000.000,00	12,29	730.062.222,00	730.062.222,00	43,04
Colocaciones	100.000.000,00	100.000.000,00	12,29			
Mesa de dinero				730.062.222,00	730.062.222,00	43,04
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	821.000.000,00	813.582.677,74		1.697.762.222,00	1.696.227.565,00	

	30/06/98			31/12/98		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	862.474.708,33	860.729.218,15	100,00	2.127.378.909,00	2.115.240.026,00	100,00
<i>Públicas</i>	750.000.000,00	748.997.568,32	87,02	0,00	0,00	0,00
TEM	750.000.000,00	748.997.568,32	87,02			
<i>Privadas</i>	56.000.000,00	55.256.941,50	6,42	478.200.000,00	466.061.117,00	22,03
Papeles Comerciales	56.000.000,00	55.256.941,50	6,42	478.200.000,00	466.061.117,00	22,03
<i>Otras inversiones</i>	56.474.708,33	56.474.708,33	6,56	1.649.178.909,00	1.649.178.909,00	77,97
Colocaciones	56.474.708,33	56.474.708,33	6,56			
Mesa de dinero				1.004.178.909,00	1.004.178.909,00	47,47
Aceptaciones bancarias				330.000.000,00	330.000.000,00	15,60
Inversiones Cedidas				315.000.000,00	315.000.000,00	14,89
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	862.474.708,33	860.729.218,15		2.127.378.909,00	2.115.240.026,00	

	30/06/99			31/12/99		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	2.496.723.333,33	2.483.850.757,66	100,00	1.446.484.516,21	1.439.856.607,28	67,42
<i>Públicas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TEM						
DPN						
<i>Privadas</i>	797.200.000,00	784.327.424,33	31,58	793.200.000,00	786.572.091,07	36,83
Papeles Comerciales	797.200.000,00	784.327.424,33	31,58	793.200.000,00	786.572.091,07	36,83
<i>Otras inversiones</i>	1.699.523.333,33	1.699.523.333,33	68,42	653.284.516,21	653.284.516,21	30,59
Colocaciones	1.699.523.333,33	1.699.523.333,33	68,42	653.284.516,21	653.284.516,21	30,59
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	699.607.917,41	695.842.738,71	32,58
Papeles Comerciales				395.432.500,00	391.667.321,30	18,34
Colocaciones				304.175.417,41	304.175.417,41	14,24
Total	2.496.723.333,33	2.483.850.757,66		2.146.092.433,62	2.135.699.345,99	

Fuente: Fondo Mutual BBO

Carteras de Inversión del
Fondo Mutual Exterior

	30/06/1997			31/12/1997		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	35.500.000,00	34.913.583,65	100,00	57.500.000,00	56.953.337,00	100,00
<i>Públicas</i>	35.500.000,00	34.913.583,65	100,00	57.500.000,00	56.953.337,00	100,00
TEM	15.000.000,00	15.033.276,40	43,06	52.000.000,00	51.975.071,00	91,26
DPN	20.500.000,00	19.880.307,25	56,94	5.500.000,00	4.978.266,00	8,74
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	35.500.000,00	34.913.583,65		57.500.000,00	56.953.337,00	

	30/06/1998			31/12/1998		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	63.967.146,50	64.551.070,01	100,00	59.769.780,07	58.757.537,58	100,00
<i>Públicas</i>	63.967.146,50	64.551.070,01	100,00	57.500.000,00	56.487.757,51	96,14
TEM	1.729.438,00	1.881.270,90	2,91	2.000.000,00	1.969.082,46	3,35
DPN	62.237.708,50	62.669.799,11	97,09	50.500.000,00	49.907.957,30	84,94
Letras del Tesoro				5.000.000,00	4.610.717,75	7,85
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	2.269.780,07	2.269.780,07	3,86
Colocaciones				2.269.780,07	2.269.780,07	3,86
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	63.967.146,50	64.551.070,01		59.769.780,07	58.757.537,58	

	30/06/1999			31/12/1999		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	539.000.000,00	539.000.000,00	100,00	932.553.367,57	932.553.367,57	100,00
<i>Públicas</i>	539.000.000,00	539.000.000,00	100,00	932.000.000,00	932.000.000,00	99,94
DPN	539.000.000,00	539.000.000,00	100,00	932.000.000,00	932.000.000,00	99,94
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	553.367,57	553.367,57	0,06
Colocaciones				553.367,57	553.367,57	0,06
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	539.000.000,00	539.000.000,00		932.553.367,57	932.553.367,57	

Fuente: Fondo Mutual Exterior

Carteras de Inversión del
Fondo Mutual La Ceiba

	30/06/1998			31/12/1998		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.				414.300.000,00	402.049.947,00	100,00
<i>Públicas</i>				0,00	0,00	0,00
<i>Privadas</i>				414.300.000,00	402.049.947,00	100,00
Papeles Comerciales				414.300.000,00	402.049.947,00	100,00
<i>Otras inversiones</i>				0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$				0,00	0,00	0,00
Total				414.300.000,00	402.049.947,00	

	30/06/1999			31/12/1999		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	1.251.346.111,10	1.246.444.827,10	90,43	1.429.095.102,02	1.412.296.915,82	83,29
<i>Públicas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Privadas</i>	598.600.000,00	593.698.716,00	43,07	779.300.000,00	762.501.813,80	44,97
Papeles Comerciales	598.600.000,00	593.698.716,00	43,07	587.700.000,00	570.901.813,80	33,67
Obligaciones Quirografarias				191.600.000,00	191.600.000,00	11,30
<i>Otras inversiones</i>	652.746.111,10	652.746.111,10	47,36	649.795.102,02	649.795.102,02	38,32
Colocaciones	652.746.111,10	652.746.111,10	47,36	649.795.102,02	649.795.102,02	38,32
Inversiones en US\$	220.000,00	131.942.946,40	9,57	296.342.022,75	283.324.348,25	16,71
Papeles Comerciales	220.000,00	131.942.946,40	9,57	97.237.500,00	96.931.813,52	5,72
Colocaciones				83.540.995,25	83.540.995,25	4,93
Bonos Corporativos				115.563.527,50	102.851.539,48	6,07
Total	1.251.566.111,10	1.378.387.773,50		1.725.437.124,77	1.695.621.264,07	

Fuente: Fondo Mutual La Ceiba

Carteras de Inversión del
Fondo Mutual Mercantil

	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
	6.081.800.000,00	5.508.948.198,76	100,00	5.122.900.000,00	5.151.489.030,03	95,49
<i>Públicas</i>	5.150.000.000,00	4.580.271.807,00	83,14	3.600.000.000,00	3.644.595.160,00	67,56
TEM	5.150.000.000,00	4.580.271.807,00	83,14	3.600.000.000,00	3.644.595.160,00	67,56
<i>Privadas</i>	931.800.000,00	928.676.391,76	16,86	1.522.900.000,00	1.506.893.870,03	27,93
Papeles Comerciales	931.800.000,00	928.676.391,76	16,86	1.522.900.000,00	1.506.893.870,03	27,93
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	0,00	0,00	0,00	250.750.000,00	243.300.625,00	4,51
Papeles Comerciales				250.750.000,00	243.300.625,00	4,51
	6.081.800.000,00	5.508.948.198,76		5.373.650.000,00	5.394.789.655,03	

	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
	4.494.000.000,00	4.332.327.650,98	100,00	3.997.000.000,00	3.853.132.263,24	100,00
<i>Públicas</i>	3.200.000.000,00	3.066.752.483,00	70,79	2.792.000.000,00	2.777.458.348,24	72,08
TEM	3.200.000.000,00	3.066.752.483,00	70,79	2.792.000.000,00	2.777.458.348,24	72,08
<i>Privadas</i>	1.294.000.000,00	1.265.575.167,98	29,21	1.205.000.000,00	1.075.673.915,00	27,92
Papeles Comerciales	1.294.000.000,00	1.265.575.167,98	29,21	1.205.000.000,00	1.075.673.915,00	27,92
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	4.494.000.000,00	4.332.327.650,98		3.997.000.000,00	3.853.132.263,24	

	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
	9.049.650.000,00	9.003.563.532,26	100,00	10.375.357.648,00	10.505.815.358,00	82,43
<i>Públicas</i>	6.520.000.000,00	6.901.074.524,60	76,65	7.800.000.000,00	8.148.516.667,00	65,47
TEM	5.470.000.000,00	5.582.824.524,60	62,01			
DPN	1.050.000.000,00	1.318.250.000,00	14,64	7.800.000.000,00	8.148.516.667,00	65,47
<i>Privadas</i>	2.529.650.000,00	2.102.489.007,66	23,35	2.328.553.824,00	2.110.494.867,00	16,96
Papeles Comerciales	2.529.650.000,00	2.102.489.007,66	23,35	873.250.000,00	851.340.154,00	6,84
Obligaciones Quirografarias				1.208.500.000,00	1.012.350.889,00	8,13
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	246.803.824,00	246.803.824,00	1,98
Colocaciones				246.803.824,00	246.803.824,00	1,98
	0,00	0,00	0,00	2.171.604.000,00	2.186.300.610,00	17,57
Bonos Treasury Bill				2.171.604.000,00	2.144.557.180,00	17,23
Colocaciones				41.743.430,00	41.743.430,00	0,34
	9.049.650.000,00	9.003.563.532,26		12.300.157.824,00	12.445.312.144,00	

Fuente: Fondo Mutual Mercantil

Carteras de Inversión del
Fondo Mutual Noroco

	30/06/1997			31/12/1997		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.				217.216.121,21	216.740.817,06	100,00
<i>Públicas</i>				208.000.000,00	207.524.695,85	95,75
TEM				108.000.000,00	107.932.741,85	49,80
DPN				100.000.000,00	99.591.954,00	45,95
<i>Privadas</i>				0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>				9.216.121,21	9.216.121,21	4,25
Colocaciones				9.216.121,21	9.216.121,21	4,25
Inversiones en US\$				0,00	0,00	0,00
Total				217.216.121,21	216.740.817,06	100,00

	30/06/1998			31/12/1998		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	176.757.938,88	175.989.782,08	100,00	153.793.484,00	153.922.961,00	97,38
<i>Públicas</i>	176.000.000,00	175.231.843,20	99,57	89.000.000,00	89.129.477,00	56,39
TEM	96.000.000,00	95.558.280,00	54,30	11.000.000,00	11.031.977,00	6,98
DPN	80.000.000,00	79.673.563,20	45,27	78.000.000,00	78.097.500,00	49,41
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	757.938,88	757.938,88	0,43	64.793.484,00	64.793.484,00	40,99
Colocaciones	757.938,88	757.938,88	0,43	64.793.484,00	64.793.484,00	40,99
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	3.277.731,00	4.147.913,00	2,62
Colocaciones				3.277.731,00	4.147.913,00	2,62
Total	176.757.938,88	175.989.782,08		157.071.215,00	158.070.874,00	

	30/06/1999			31/12/1999		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	1.060.520.364,58	1.047.279.560,58	100,00	1.574.000.000,00	1.581.334.700,00	78,32
<i>Públicas</i>	951.000.000,00	937.759.196,00	89,54	1.474.000.000,00	1.485.065.100,00	73,55
TEM	122.000.000,00	60.786.696,00	5,80			
DPN	829.000.000,00	876.972.500,00	83,74	1.474.000.000,00	1.485.065.100,00	73,55
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	100.000.000,00	96.269.600,00	4,77
Papeles Comerciales				100.000.000,00	96.269.600,00	4,77
<i>Otras inversiones</i>	109.520.364,58	109.520.364,58	10,46	0,00	0,00	0,00
Colocaciones	109.520.364,58	109.520.364,58	10,46			
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	439.398.985,00	437.725.410,00	21,68
Colocaciones				439.398.985,00	437.725.410,00	21,68
Total	1.060.520.364,58	1.047.279.560,58		2.013.398.985,00	2.019.060.110,00	

Fuente: Fondo Mutual Noroco

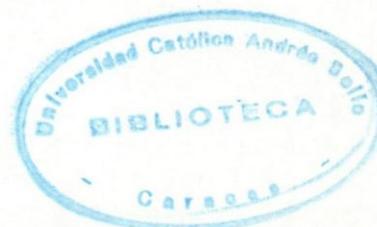
**Carteras de Inversión del
Fondo Mutual Primus**

	30/06/1997			31/12/1997		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	32.740.000,00	32.970.760,00	38,47	31.026.727,73	28.440.995,00	22,67
<i>Públicas</i>	30.000.000,00	29.945.760,00	34,94	0,00	0,00	0,00
TEM	30.000.000,00	29.945.760,00	34,94			
<i>Privadas</i>	2.740.000,00	3.025.000,00	3,53	31.026.727,73	28.440.995,00	22,67
Acciones	2.740.000,00	3.025.000,00	3,53	31.026.727,73	28.440.995,00	22,67
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	53.429.614,52	52.743.858,25	61,53	89.873.281,25	97.030.306,25	77,33
Papeles Comerciales	53.429.614,52	52.743.858,25	61,53			
Bonos Globales				89.873.281,25	97.030.306,25	77,33
Total	86.169.614,52	85.714.618,25		120.900.008,98	125.471.301,25	

	30/06/1998			31/12/1998		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	388.000.000,00	388.000.000,00	100,00	560.000.000,00	560.000.000,00	100,00
<i>Públicas</i>	388.000.000,00	388.000.000,00	100,00	560.000.000,00	560.000.000,00	100,00
TEM	388.000.000,00	388.000.000,00	100,00	460.000.000,00	460.000.000,00	82,14
DPN				100.000.000,00	100.000.000,00	17,86
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	388.000.000,00	388.000.000,00		560.000.000,00	560.000.000,00	

	30/06/1999			31/12/1999		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	3.153.000.000,00	3.153.000.000,00	100,00	2.731.419.806,42	2.731.419.806,42	86,34
<i>Públicas</i>	2.895.000.000,00	2.895.000.000,00	91,82	2.400.000.000,00	2.400.000.000,00	75,86
TEM	1.291.000.000,00	1.291.000.000,00	40,95	20.000.000,00	20.000.000,00	0,63
DPN	1.604.000.000,00	1.604.000.000,00	50,87	2.380.000.000,00	2.380.000.000,00	75,23
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	258.000.000,00	258.000.000,00	8,18	331.419.806,42	331.419.806,42	10,48
Colocaciones	258.000.000,00	258.000.000,00	8,18	331.419.806,42	331.419.806,42	10,48
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	432.289.172,91	432.289.172,91	13,66
Bonos				432.289.172,91	432.289.172,91	13,66
Total	3.153.000.000,00	3.153.000.000,00		3.163.708.979,33	3.163.708.979,33	

Fuente: Fondo Mutual Primus



Carteras de Inversión del
Fondo Mutual Pro-dinero

	30/06/1997			31/12/1997		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	10.821.605.000,00	10.898.239.935,00	100,00	5.424.605.000,00	5.438.982.140,22	100,00
<i>Públicas</i>	10.821.605.000,00	10.898.239.935,00	100,00	5.424.605.000,00	5.438.982.140,22	100,00
TEM	4.957.000.000,00	4.911.708.383,00	45,07	7.000.000,00	6.943.276,80	0,13
DPN	5.815.605.000,00	5.937.609.000,00	54,48	5.417.605.000,00	5.432.038.863,42	99,87
Letras del Tesoro	49.000.000,00	48.922.552,00	0,45			
<i>Privadas</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	10.821.605.000,00	10.898.239.935,00		5.424.605.000,00	5.438.982.140,22	

	30/06/1998			31/12/1998		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	2.387.500.000,00	2.373.105.940,27	93,49	1.630.000.000,00	2.065.252.070,00	100,00
<i>Públicas</i>	2.210.000.000,00	2.199.817.580,88	86,66	1.230.000.000,00	1.677.426.120,00	81,22
TEM	2.210.000.000,00	2.199.817.580,88	86,66	1.130.000.000,00	1.582.093.420,00	76,61
Letras del Tesoro				100.000.000,00	95.332.700,00	4,62
<i>Privadas</i>	177.500.000,00	173.288.359,39	6,83	400.000.000,00	387.825.950,00	18,78
Papeles Comerciales	177.500.000,00	173.288.359,39	6,83	400.000.000,00	387.825.950,00	18,78
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	165.750.000,00	165.335.625,00	6,51	0,00	0,00	0,00
Eurobonos	165.750.000,00	165.335.625,00	6,51			
Total	2.553.250.000,00	2.538.441.565,27		1.630.000.000,00	2.065.252.070,00	

	30/06/1999			31/12/1999		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	1.660.000.000,00	1.613.003.793,52	100,00	2.498.900.000,00	2.483.919.577,75	68,14
<i>Públicas</i>	1.060.000.000,00	1.020.547.532,11	63,27	948.000.000,00	977.444.027,29	26,81
TEM	70.000.000,00	71.309.032,75	4,42	948.000.000,00	977.444.027,29	26,81
DPN	120.000.000,00	121.003.200,00	7,50			
Letras del Tesoro	870.000.000,00	828.235.299,36	51,35			
<i>Privadas</i>	600.000.000,00	592.456.261,41	36,73	1.550.900.000,00	1.506.475.550,46	41,33
Papeles Comerciales	600.000.000,00	592.456.261,41	36,73	1.550.900.000,00	1.506.475.550,46	41,33
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	1.167.702.182,97	1.161.245.522,21	31,86
Papeles Comerciales				1.098.135.500,00	1.091.678.839,25	29,95
Certificados de depósito				69.566.682,97	69.566.682,97	1,91
Total	1.660.000.000,00	1.613.003.793,52		3.666.602.182,97	3.645.165.099,96	

Fuente: Fondo Mutual Pro-dinero

Carteras de Inversión del
Fondo Mutual Pro-renta

	30/06/1997			31/12/1997		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	5.728.000.000,00	5.687.091.166,32	100,00	4.765.659.000,00	4.746.593.000,00	92,61
<i>Públicas</i>	3.700.000.000,00	3.663.090.176,32	64,41	2.970.000.000,00	2.959.904.000,00	57,75
TEM	1.500.000.000,00	1.506.016.668,51	26,48	770.000.000,00	768.930.000,00	15,00
DPN	2.200.000.000,00	2.157.073.507,81	37,93			
Bonos de FOGADE				2.200.000.000,00	2.190.974.000,00	42,75
<i>Privadas</i>	2.028.000.000,00	2.024.000.990,00	35,59	1.300.500.000,00	1.291.530.000,00	25,20
Papeles Comerciales	510.000.000,00	506.000.990,00	8,90	100.000.000,00	99.336.000,00	1,94
Obligaciones Hipotecarias	93.000.000,00	93.000.000,00	1,64	93.000.000,00	93.739.000,00	1,83
Obligaciones Quirografarias	1.425.000.000,00	1.425.000.000,00	25,06	1.107.500.000,00	1.098.455.000,00	21,43
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	495.159.000,00	495.159.000,00	9,66
Colocaciones				495.159.000,00	495.159.000,00	9,66
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	376.500.000,00	378.610.000,00	7,39
Eurobonos				376.500.000,00	378.610.000,00	7,39
Total	5.728.000.000,00	5.687.091.166,32		5.142.159.000,00	5.125.203.000,00	

	30/06/1998			31/12/1998		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	2.538.000.000,00	2.531.447.647,40	85,96	2.057.500.000,00	2.047.603.613,93	100,00
<i>Públicas</i>	1.050.000.000,00	1.045.623.221,03	35,51	1.350.000.000,00	1.349.716.632,38	65,92
TEM	1.050.000.000,00	1.045.623.221,03	35,51	1.250.000.000,00	1.254.383.933,97	61,26
Letras del Tesoro				100.000.000,00	95.332.698,41	4,66
<i>Privadas</i>	1.488.000.000,00	1.485.824.426,37	50,46	707.500.000,00	697.886.981,55	34,08
Papeles Comerciales	120.000.000,00	117.824.426,37	4,00	330.000.000,00	320.386.981,55	15,65
Obligaciones Hipotecarias	93.000.000,00	93.000.000,00	3,16			
Obligaciones Quirografarias	1.275.000.000,00	1.275.000.000,00	43,30	377.500.000,00	377.500.000,00	18,44
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	414.375.000,00	413.339.062,50	14,04	0,00	0,00	0,00
Eurobonos	414.375.000,00	413.339.062,50	14,04			0,00
Total	2.952.375.000,00	2.944.786.709,90		2.057.500.000,00	2.047.603.613,93	

	30/06/1999			31/12/1999		
	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera	Valor Nominal (Bs)	Valor de Mercado (Bs)	% de la cartera
Inversiones en Bs.	2.310.000.000,00	2.275.805.694,08	100,00	3.542.000.000,00	3.465.093.231,68	69,37
<i>Públicas</i>	1.850.000.000,00	1.820.676.807,33	80,00	1.795.000.000,00	1.760.409.220,10	35,25
TEM	1.080.000.000,00	1.089.562.006,89	47,88	995.000.000,00	1.023.909.220,10	20,50
DPN	230.000.000,00	231.922.800,00	10,19	800.000.000,00	736.500.000,00	14,75
Letras del Tesoro	540.000.000,00	499.192.000,44	21,93			
<i>Privadas</i>	460.000.000,00	455.128.886,75	20,00	1.747.000.000,00	1.704.684.011,58	34,13
Papeles Comerciales	230.000.000,00	225.128.886,75	9,89	1.067.000.000,00	1.024.684.011,58	20,52
Obligaciones Quirografarias	230.000.000,00	230.000.000,00	10,11	680.000.000,00	680.000.000,00	13,61
<i>Otras inversiones</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones en US\$	0,00	0,00	0,00	1.533.621.701,50	1.529.682.999,32	30,63
Papeles Comerciales				1.111.100.500,00	1.107.161.797,83	22,17
Certificados de depósito				422.521.201,50	422.521.201,50	8,46
Total	2.310.000.000,00	2.275.805.694,08		5.075.621.701,50	4.994.776.231,00	

Fuente: Fondo Mutual Pro-renta

