



La reforma de la seguridad social y el mercado de capitales: una descripción del caso uruguayo

Eduardo Siandra ¹
Febrero, 1999

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

José E. Rodó 1854, Tel 409 29 73, 401 77 07, FAX (5982) 408 19 17
CP 11200, Montevideo, Uruguay

¹ El presente documento forma parte del proyecto “Los efectos macroeconómicos de la reforma de la seguridad social”, desarrollado en el marco del convenio de cooperación científica y técnica entre la Universidad de la República-Facultad de Ciencias Sociales y el Programa de Reforma de la Seguridad Social. Contó con financiamiento de la Comisión Sectorial de Investigación Científica de la Universidad de la República y del Programa de Reforma de la Seguridad Social.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA DE FONDOS DE PENSIONES Y DEL MERCADO DE CAPITALES DOMÉSTICO	4
2.1 ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE AHORRO PREVISIONAL (AFAPs): MARCO LEGAL.....	5
2.2 BREVE DESCRIPCIÓN DEL COMPORTAMIENTO RECIENTE DEL MERCADO DE CAPITALES LOCAL	10
2.3 DESCRIPCIÓN DEL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS FONDOS DE PENSIONES	13
2.4 LA RENTABILIDAD DE LAS ADMINISTRADORAS	18
CONCLUSIONES	20
APÉNDICE	23
REFERENCIAS.....	41

1. Introducción

Este documento trata de identificar los impactos de la reforma de la seguridad social uruguaya impulsada por la Ley No. 16 713 de 3/9/95 sobre el mercado de capitales local, cuyo desarrollo ha sido uno de los objetivos de dicha norma. El trabajo Siandra [9/1998] releva el material existente acerca de las experiencias internacionales más conocidas acerca de la conexión entre los sistemas de pensiones y los mercados financieros.

Una evaluación plena de los efectos del nuevo régimen está fuera de la cuestión debido a su breve período de vigencia legal (desde el 1/4/96) y a que el desarrollo de las instituciones que acompañan los mercados de capitales, basadas en gran medida en la confianza de sus potenciales participantes, es un proceso de largo aliento. Lo que se describirá serán las dificultades encontradas hasta ahora y los ajustes realizados para enfrentarlas.

Aunque en principio el Uruguay no ha sido un pionero en la introducción de un pilar de capitalización en su esquema de seguridad social, ni siquiera en el contexto Latinoamericano², sí tiene algunas características idiosincrásicas que ameritan un escrutinio más cercano:

a) Antes de la reforma el país ya contaba con un régimen de seguridad social basado en el principio de solidaridad intergeneracional que por antigüedad, cobertura y nivel de beneficios sobresalió marcadamente en el contexto de los países de América Latina. Es un hecho estilizado bien establecido (y aparentemente muy trivial) entre los países ricos que el desarrollo de los sistemas pensionarios privados y los mercados de capitales son una función inversa de la cobertura y tasa de reemplazo³ del sistema público, y ciertamente el caso uruguayo se ajusta perfectamente a esta observación.

b) Aunque el caso uruguayo podría considerarse uno más del modelo Latinoamericano implementado en Argentina, Chile y Perú, en realidad hay importantes diferencias. Mientras en Uruguay están presentes la capitalización y el reparto como pilares complementarios, Chile sólo cuenta con el de capitalización. Mientras que los futuros entrantes al mercado laboral deben afiliarse al régimen nuevo en Uruguay, en Argentina y Perú tienen la opción de permanecer en el régimen viejo (eventualmente ajustado). Chile se distingue por tener la experiencia más larga y exitosa de reforma, especialmente en relación a sus impactos positivos sobre el mercado de capitales.

² Ver por ejemplo Mesa-Lago y Bertranou [1998] y Superintendencias de fondos de pensiones: Argentina, Chile y Perú [1996].

³ Ver Turner-Watanabe [1995].

2. Descripción de la industria de fondos de pensiones y del mercado de capitales doméstico

No por bien conocido se debe dejar de mencionar que el estatuto legal de la reforma de la seguridad social es un componente de un flujo de innovaciones jurídicas que se han ido procesando localmente en los últimos años. El sentido de estas nuevas normas es abrir un espacio significativo para el desarrollo de un mercado de capitales en un sistema financiero centrado históricamente en una industria bancaria --relativamente desarrollada para los estándares Latino Americanos--.

Para adquirir una perspectiva más concreta se listan las principales leyes promulgadas desde fines de la década pasada y que, en grado diverso, han estado formando el nuevo ordenamiento jurídico de nuestro sistema financiero⁴:

- 1) Ley No. 16 060 de 4/9/1989 sobre sociedades comerciales.
- 2) Ley No. 16 131 de 2/10/1990 sobre bancos de inversión.
- 3) Ley No. 16 327 de 3/11/1992 sustituyendo disposiciones de la Ley No. 15 322 referentes a normas dictadas por el Banco Central del Uruguay al Sistema de Intermediación Financiera.
- 4) Ley No. 16 426 de 6/10/1993 sobre la desmonopolización del Banco de Seguros del Estado y la declaración de la libre elección de las empresas aseguradoras para la celebración de contratos de seguros sobre todos los riesgos.
- 5) Ley No. 16 696 de 30/3/1995 conteniendo la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay.
- 6) Ley No. 16 713 de 3/9/1995 sobre el Banco de Previsión Social y la Reforma Jubilatoria.
- 7) Ley No. 16 749 de 30/5/1996 sobre los mercados de valores y obligaciones negociables.
- 8) Ley No. 16 774 de 27/9/1996 sobre fondos de inversión.

Existe una extensa literatura analizando los aspectos técnico-legales y antecedentes legislativos de las anteriores leyes. Específicamente para la ley de reforma de la seguridad social se destacan Larrañaga Zeni [1996] y Saldain [1995].

⁴ Aquí usamos el término “sistema financiero” en un sentido amplio y no como sinónimo de “industria bancaria” (que es la práctica local).

Sería difícil para cualquier observador casual de nuestro sistema financiero no percibir algunos cambios reales inducidos por todas las normas de la lista anterior. La presencia de inversores institucionales tales como los fondos de pensiones (AFAPs) y de inversiones y la emisión de obligaciones negociables en una escala muy significativa por el sector privado son ejemplos conspicuos de innovaciones financieras locales.

El que cambios en el ordenamiento legal se vean reflejados en las realidades sociales es especialmente significativo, porque con frecuencia existe una laguna entre el cuerpo normativo y su ejecución y aplicación efectiva. Para un análisis de este problema ver La Porta [1996] *et al.*, que realizan un estudio empírico de la relación entre tradiciones legales y funcionamiento de instituciones y mercados financieros, y de esta forma discuten la naturaleza y dimensión de la mencionada laguna a través del estudio de una muestra de cerca de cincuenta países.

2.1 Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs): marco legal

Es un hecho estilizado bien establecido en los mercados de capitales el rol creciente de los llamados inversores institucionales, de los cuales los fondos de inversiones y de pensiones y las compañías de seguro son ejemplos paradigmáticos⁵.

Desde el punto de vista del desarrollo del mercado de capitales, la innovación más importante de la ley de reforma es la implementación del régimen de capitalización a través de la definición de la figura legal del fondo de pensiones (AFAPs) y el otorgamiento de un papel medular a las compañías de seguros. Mientras las AFAPs gestionan o manejan las inversiones de los ahorros de sus afiliados activos a cambio del pago de comisiones, las compañías de seguro son las encargadas de pagar las prestaciones jubilatorias a cambio del capital acumulado por los cotizantes durante su vida laboral. Esencialmente, las aseguradoras ofrecen la jubilación bajo la forma de un contrato de renta vitalicia, es decir un seguro contra la longevidad incierta.

El Título VIII de la ley de reforma regula la administración y control de los fondos de ahorro previsional. En especial se define la figura jurídica de la AFAP, el régimen de afiliación, la naturaleza del fondo de ahorro previsional, las restricciones de cartera, las responsabilidades y obligaciones de las AFAPs y las aseguradoras, régimen impositivo, control y regulación, liquidación y garantías del estado. Se repasará en este orden el régimen legal de esta industria.

Las AFAPs son personas jurídicas sujetas al derecho privado y organizadas como sociedades anónimas. Las empresas financieras públicas (BROU, BHU, BSE) y el BPS

⁵ Ver por ejemplo Foley [1991], Davis [1997] y Siandra [9/1998].

quedan facultadas para la formación de Administradoras, y de esta facultad surgió la AFAP República (la de mayor dimensión sea por el número de afiliados o el tamaño del fondo acumulado). Asimismo quedan habilitadas para crear AFAPs las empresas de intermediación financiera bajo la órbita regulatoria del BCU (Art. 1 Decreto-Ley No. 15 322 de 17/9/1982).

Al comienzo del régimen la entrada de cualquier AFAP del sector privado se condicionó en su oportunidad a la existencia de una del sector público (teniendo al BPS como uno de sus accionistas). La entrada futura de administradoras está sujeta a la autorización del Poder Ejecutivo (con informe previo del BCU) que decidirá en función de la capacidad y solvencia de los solicitantes así como de la oportunidad de mercado. Para mayor transparencia, se exige el uso de la expresión “AFAP” en la razón social de toda empresa que actúe en esta industria.

La AFAP sólo puede ofrecer un único producto: cuotas o partes de un único portafolio. La gestión de dicha cartera es el único objeto permitido por la ley.

El patrimonio de la AFAP no puede descender por debajo del máximo entre 60 000 UR y el 2 % del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) acumulado. En caso de no satisfacerse la restricción, la empresa tiene tres meses para integrar la diferencia. En caso contrario el Poder Ejecutivo procederá a liquidar la empresa (previo informe del BCU).

El art. 99 establece la información mínima al público, actualizada mensualmente, y el art. 100 la información mínima al afiliado, que con periodicidad de por lo menos 6 meses debe enviarse al domicilio de aquél.

El cobro de comisiones uniformes, que serán fijadas por cada administradora, es el único ingreso de la empresa a cargo de los afiliados. Las comisiones podrán tener un componente fijo por operación y un componente variable como porcentaje del aporte. Se permite definir categorías de afiliados en función del número de meses de aportes registrados en una AFAP específica, y en función de las mismas se habilita a “discriminar” el cobro de comisiones por las antedichas categorías (presumiblemente a través del otorgamiento de bonificaciones a los aportantes más “leales”).

Se consagra como principio general la libertad de los cotizantes de elegir una AFAP, y la de cambiarla, con ciertas restricciones. En cada momento del tiempo el trabajador sólo puede estar afiliado a una sola AFAP, independientemente del número de empleos que tenga. Toda persona bajo el ala del nuevo régimen tiene que elegir una AFAP, y si no lo hace, el BPS le asignará una.

La ley expresa que el Fondo de Ahorro Previsional “es un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la Administradora”. Dicho Fondo es de los afiliados y es de naturaleza inembargable. Normalmente se forma con los aportes de los cotizantes y los

retornos de las inversiones realizadas por la empresa administradora. Del Fondo se deducirá el pago de comisiones y las primas del seguro de invalidez y fallecimiento.

La unidad de cuenta para medir la magnitud del Fondo y su rentabilidad real es la Unidad Reajutable (UR). Se exige que la tasa de rentabilidad real de cada administradora no sea inferior a la tasa de rentabilidad real mínima del régimen, la que se define como la menor entre el 2 % y la tasa real media de la industria menos dos puntos porcentuales. El cumplimiento de esta restricción se verifica con una periodicidad mensual.

Para garantizar la rentabilidad mínima, se requiere que todas las administradoras formen un Fondo de Fluctuación de Rentabilidad como parte del Fondo de Ahorro Previsional. El primer Fondo se integrará mensualmente con el exceso de la rentabilidad del segundo (siempre que sea positiva) sobre la tasa de rentabilidad media de la industria aumentada en dos puntos porcentuales.

Además de garantizar la rentabilidad mínima requerida, el Fondo de Fluctuación tiene los siguientes destinos:

- Acreditar preceptivamente en las cuentas de los afiliados los fondos acumulados que excedan el 5 % del FAP por más de un año.

- Aumentar la rentabilidad de las cuentas individuales bajo las siguientes restricciones:

 - Después de la afectación el Fondo de Fluctuación sea por lo menos 3 % del FAP.

 - La disminución del Fondo de Fluctuación no puede exceder un 10 % en un mes dado.

- Imputarlo al FAP en caso de liquidación de la administradora.

La ley prevé la formación de una Reserva Especial que la administradora tendrá que mantener en todo momento. La misma tiene que ser no inferior al máximo entre el 2 % del FAP (deducidas las inversiones en valores del Estado) y el 20 % del patrimonio mínimo de la AFAP. Las inversiones Reserva Especial están sujetas a las mismas limitaciones que las inversiones del FAP.

La afectación primaria de la Reserva Especial es garantizar la rentabilidad mínima del FAP en caso de que el Fondo de Fluctuación sea insuficiente. Si, a su vez, la Reserva Especial es insuficiente, el Estado cubrirá el déficit y exigirá que su contribución sea reintegrada en un plazo a ser fijado por el Poder Ejecutivo. En caso de que la administradora no logre recomponer su Reserva Especial o su rentabilidad mínima dentro de los 15 días de la afectación de aquella, la empresa se disolverá de pleno derecho.

La ley fija restricciones a las inversiones de los Fondos de Ahorro Previsional de tal forma que se contemplen ciertos "... criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación, y compatibilidad de plazos ...".

La ley clasifica los instrumentos financieros en los que pueden invertir las AFAPs en seis amplias categorías:

A: Valores emitidos por el Estado

B: Valores emitidos por el BHU

C: Depósitos a plazo en m/n o m/e en instituciones financieras residentes

D: Valores emitidos por empresas públicas o privadas residentes

E: Valores de inversiones en activos reales con aval de entidades financieras a través de la emisión de certificado de depósito.

F: Préstamos personales a los afiliados de la seguridad social

Después de un período de transición, cada una de ellas está sujeta a los siguientes "techos":

$A \leq 60\%$, $B \leq 30\%$, $C \leq 30\%$, $D \leq 25\%$, $E \leq 20\%$ y $F \leq 15\%$;

y a las restricciones agregadas

$B+C+D+E+F \leq 70\%$,

$D+E+F \leq 30\%$,

$C+E+\text{disponibilidades} \leq 15\%$ en un solo intermediario financiero.

Restricciones extremas están dadas en forma de prohibiciones. En especial se prohíbe las inversiones en

- a) Valores emitidos por otras AFAPs
- b) Valores emitidos por otras compañías aseguradoras
- c) Valores emitidos por empresas no residentes
- d) Valores emitidos por las sociedades financieras de inversión
- e) Valores emitidos por empresas vinculadas a la AFAP
- f) Acciones escriturales, preferidas y de goce (Ley 16 060 de 4/9/1989).

Las responsabilidades y obligaciones de las AFAPs en el mercado de los seguros son

- contratar un seguro colectivo de invalidez y fallecimiento para sus afiliados
- traspasar a las aseguradoras los saldos acumulados de las cuentas de ahorro individual a los efectos del pago de las prestaciones de vejez, invalidez y sobrevivencia.

A su vez las compañías de seguros que hayan sido contratadas al efecto deberán pagar las prestaciones mensuales jubilatorias y las pensiones de sobrevivencia, y formar las reservas técnicas necesarias para servirlos.

Entre los aspectos impositivos se destacan una serie de exoneraciones:

- las cuentas de ahorro individual no son computables para la liquidación del impuesto al patrimonio de las personas físicas,
- En lo que respecta a las AFAPs:
 - las comisiones cobradas están exoneradas del IVA y del Impuesto a las Comisiones (COM).
 - la formación de sociedades anónimas con el fin exclusivo de gestionar FAPs así como los aumentos de su capital están exonerados de todo impuesto.
- Las aseguradoras disfrutan de una exoneración del IVA y del impuesto a los ingresos de estas compañías que gravaría el cobro de las primas del seguro de invalidez y fallecimiento contratado por la AFAP.

El Banco Central del Uruguay es el órgano de contralor de la industria de las AFAPs. Por supuesto, las administradoras están también sujetas a las normas reglamentarias generales sobre seguridad social que dicte el Banco de Previsión Social. La lista de poderes jurídicos del BCU es extremadamente larga y nos remitimos a su enunciado en el art. 135 de la ley.

El BCU procederá a la liquidación de cualquier Administradora bajo las siguientes circunstancias:

- El patrimonio de la Administradora haya caído por debajo del mínimo requerido y la afectación de reservas haya sido insuficiente para cubrir la diferencia.
- La generación de un par de déficits en la Reserva Especial en un año calendario (exceptuando las operaciones necesarias para cubrir los déficits de rentabilidad mínima de la AFAP).
- No haber logrado la rentabilidad mínima o reintegrado la Reserva Especial en los plazos fijados por la ley.
- Haber entrado en cesación de pagos por cualquier causa.

Ante la hipótesis de una liquidación, los afiliados tendrán que elegir otra Administradora, y los que no lo hagan les será asignada una por el BCU.

El art. 139 establece que el Estado garantizará:

- la rentabilidad mínima de la Administradora
- el pago de las prestaciones jubilatorias y pensionarias de las compañías de seguros bajo liquidación judicial.

Empero el art. 140 restringe dichas garantías a las entidades de propiedad estatal.

2.2 Breve descripción del comportamiento reciente del mercado de capitales local

Es un hecho conocido que el punto de partida de los años 1996 y 1997 muestran un sector de inversores institucionales de proporciones insignificantes en relación al desarrollo del sistema de intermediación financiero, como lo muestra la Tabla siguiente:

Tabla 1: Activos (al 31/12/1996-97) como proporción (%) del PBI

	1996	1997
AFAPs	0.26	0.95
Fondos de inversión	-	1.75
Aseguradoras	2.18	n/disp.
Interm. financiera	96.90	103.3

Fuente: En base a diversas publicaciones del BCU.

Los datos de la Tabla 1 muestran que mientras el sector de intermediación financiera, cuyo protagonista central es la banca, tiene un tamaño del alrededor del 100 % del PBI (medido por sus activos), la suma total de los inversores institucionales apenas alcanzaría a un 5 % del PBI. A pesar de su historia más breve, el Cuadro 1 del Apéndice muestra que los fondos de inversión siempre han excedido los fondos de ahorro previsional en un por lo menos 27 % (junio 98) y en algún momento hasta un 190 % (julio 97). El pico consolidado de los fondos de inversión fue US\$ 405 millones y se produjo en octubre de 1997.

Una breve comparación internacional con los países ricos muestra que nuestro grado de intermediación financiera no es particularmente bajo. Heffernan [1996] reporta proporciones activos/PBI que van desde un 50 % en los EE.UU. hasta más de un

250 % en Suiza. Empero en una muestra de 13 países desarrollados, sólo 3 exhiben un guarismo porcentual menor al 100 % (Canadá, EE.UU., Italia). En el caso de Canadá y los EE.UU. se puede presumir que sus mercados de capitales altamente desarrollados hacen menos necesario un grado de intermediación financiera elevado. Algo más difícil de aquilatar es el efecto de las leyes que desalientan la concentración bancaria en los EE.UU. en el tamaño total del sector.

Una rápida comparación internacional muestra que la participación de los inversores institucionales en Uruguay está lejos de los estándares internacionales de los países más desarrollados. En el Cuadro 2 (pp. 11-12) de Siandra [9/98] se presentan la evolución de los activos financieros como proporción (%) del PBI en una serie de países ricos⁶ en el período 1990-95. Mirando al último año de la muestra, 1995, la proporción muestral promedio ha sido alrededor del 97 %, con Italia como el caso de menor (20 %) y los EE.UU., Holanda y Reino Unido con el mayor desarrollo relativo (porcentajes mayores de 150 %).

El Área de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay evaluó en su repartido periódico la relación capitalización del mercado accionario PBI en un insignificante 1.2 % a fines de 1996. Es un hecho notorio que en todos los boletines posteriores destacan el quietismo de este mercado. De una observación rápida en los países más ricos (año 1991) se tiene: Reino Unido (99 %), Japón (93 %), EE.UU. (74 %), Canadá (45 %), Holanda (42 %), y Alemania (25 %)⁷. Chile ha alcanzado niveles que lo hacen alternar en esa liga de mercados accionarios altamente desarrollados. Como se reporta en el Cuadro 8 (p. 24) de Siandra [9/1998], existe una relación estrecha entre el tamaño de los fondos de pensiones como % del PBI y la capitalización del mercado accionario también como % del PBI.

El siguiente par de cuadros ilustran la evolución de la operativa del mercado de valores doméstico:

Tabla 2: Operativa del mercado de valores consolidado por sector en mill. de US\$

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
S. priv.	1.2	0.8	53.1	130.1	259.2	311.9	169.9	268.3	384.7
S. pub.	601.7	720.5	623.4	507.9	389.8	293.0	530.3	429.1	563.7
Total	602.9	721.3	676.5	638.0	649.0	604.9	700.2	697.4	948.4

Fuente: Área Mercado de Valores del BCU.

⁶ Ellos son Alemania, Australia, Canadá, EE.UU., Francia, Holanda, Italia, Japón y Reino Unido.

⁷ Ver Cuadro 8 (p. 24) de Siandra [9/98].

Tabla 3: Operativa del mercado de valores consolidado composición por sector

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
S. priv.	0.2	0.1	7.8	20.4	39.9	51.6	24.3	38.5	40.6
S. pub.	99.8	99.9	92.2	79.6	60.1	48.4	75.7	61.5	59.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Área Mercado de Valores del BCU.

La Tabla 2 muestra un volumen de transacciones fluctuantes sin una tendencia definida hasta 1996, y un salto significativo en 1997 (31.5 % por arriba del máximo valor en el período 1989-1996). La Tabla 3 en cambio exhibe una participación claramente creciente de la operativa en valores del sector privado, partiendo de un mercado en el cual en 1989-90 transaba casi exclusivamente en valores públicos.

Tabla 4: Evolución de las transacciones semestrales en mill. de US\$.

	Primer semestre 1996	Primer semestre 1997	Primer semestre 1998
Acciones	1.9	1.6	1.5
Obl. Neg. M.P.	21.0	29.5	18.6
Obl. Neg. M.S.	3.0	36.6	45.7
Participaciones	81.1	82.5	93.2
Cert. de Dep.	0.0	0.0	57.4
Otros Sect. Pr.	2.4	0.3	0.6
B.H.U.	4.0	2.8	0.7
Bonos del Tes.	149.9	154.3	276.4
Letras del Tes.	50.7	40.4	152.0
Subtotal	314.0	348.0	656.1
Euron.-B. Global	8.0	14.9	629.9
Total	322.0	362.9	1 285.9

Fuente: Área del Mercado de Valores del BCU.

La Tabla 4 muestra el espectacular despegue del volumen de transacciones del primer semestre de 1998 con respecto a la “tendencia” de los primeros semestres 1996-97 en el par de mercado de valores locales (la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa Electrónica de Valores S.A.).

Es claro que la multiplicación de las transacciones por un factor de 3.5 no se debe exclusivamente a la operación de los fondos de pensiones. La voluntad del Estado uruguayo de acudir al mercado internacional de capitales a través de la emisión de los Bonos Globales tiene un rol mayor en la expansión de la operativa. Aunque los Bonos

Globales son una fracción muy importante de la cartera agregada de las AFAP (46 % a junio de 1998), ellas no son las tenedoras mayoritarias de este instrumento financiero. Aún excluyendo los Bonos Globales, las operaciones bursátiles se han multiplicado por un factor de 1.9.

Los activos con un peso preponderante en las carteras de los Fondos de Ahorro Previsional (certificados de depósito, Bonos del Tesoro, Letras de Tesorería, y Bonos Globales) son los que han mostrado un mayor dinamismo en el período estudiado. Sin duda, no es ajeno a esta tendencia la norma banco centralista de octubre de 1997 que impone a estos inversores institucionales la obligación de realizar todas las transacciones a través de mercados organizados o formales habilitados por la autoridad monetaria para ello. Dicha disposición fue ampliada en abril del corriente año con normas para aumentar la transparencia que, específicamente, establecen que las transacciones de los fondos deben realizarse a precios limitados por ciertas bandas, o de otra forma la operación debe involucrar una subasta.

Los datos del primer semestre de 1998 muestran una reversión de la sana tendencia a una mayor participación de los papeles emitidos por el sector privado, ya que la operativa del sector público excede el 80 % del total. La operativa en las prometedoras obligaciones negociables ha declinado un 2.7 %, y el mercado primario de estos instrumentos se ha reducido por un monto más pronunciado: casi un 37 %, como resultado del concordato (y alegadas operaciones fraudulentas) de un importante emisor de este tipo de deuda negociable.

Resumiendo, estamos ante un mercado de capitales insignificante que, sin embargo, está dando muestras de dinamismo interesante, aunque reducido a papeles emitidos por el Estado.

2.3 Descripción del comportamiento reciente de los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones locales comenzaron nominalmente sus actividades en abril de 1996, y en algo más de dos años han acumulado cuentas de ahorro individual por un monto cercano a US\$ 280 millones y una masa de afiliados de casi 485 mil individuos, ambos guarismos a junio de 1998, resultando un fondo per capita de US \$ 575⁸. A título hipotético, los activos administrados por las AFAPs podrían estar en un rango de 1.5-1.8 % del PBI.

Este subsector de la industria de servicios financieros está integrado por seis empresas que comenzaron a actuar casi todas al mismo tiempo. Una de ellas, AFAP República, es la empresa dominante tanto por su participación en el Fondo de Ahorro Previsional consolidado (56 %) como por su participación en la afiliación total (casi 37 %).

⁸ Ver Cuadro 1 del Apéndice.

Asimismo, tiene el mayor Fondo per capita (casi US\$ 880), lo cual es una evidencia que capta un segmento de la población de ingresos medios y altos⁹. Comercial AFAP es la segunda por su nivel de captación de afiliados (casi un 17 % del mercado), aunque los mismos pertenecen a estratos de ingresos relativamente más bajos (FAP per capita US\$ 345)¹⁰. Santander AFAP en cambio es la segunda en importancia por la dimensión relativa de su FAP (cerca del 12 %) y su nivel per capita (US\$ 500)¹¹. En consecuencia, la AFAP República es la única que tiene un FAP per capita mayor al promedio del sistema. Se observa claramente la gran distancia en los parámetros caracterizantes de la empresa líder y las seguidoras.

La desagregación más elemental del portafolio del FAP del sistema se puede realizar de acuerdo a la unidad de cuenta de sus activos financieros componentes. El Cuadro 8 del Apéndice muestra la evolución de la cartera agregada del FAP de acuerdo a las proporciones de activos en moneda nacional, moneda extranjera y unidades reajustables entre julio 1996 y junio 1998. En promedio para todo el período (e ignorando el rubro insignificante de “disponibilidades”) se tiene un 25 % en moneda nacional, un 65 % en moneda extranjera y un 9 % en valores reajustables. Los coeficientes de variación han sido 27 %, 15 % y 72 % respectivamente¹². En consecuencia el componente de moneda extranjera ha sido por lejos el relativamente más estable, en total contraste con los instrumentos en valores reajustables. Hay una tendencia nítida hacia una mayor participación de los instrumentos en moneda extranjera en detrimento de los denominados en unidades reajustables y en moneda nacional. La composición más reciente de la cartera (junio 1998) muestra un 20 % en moneda nacional, 77 % en moneda extranjera y menos de 3 % en valores reajustables.

Como fue explicado en el marco normativo, la Reserva Especial (RE) es uno de los instrumentos de cobertura para lograr la rentabilidad mínima requerida del FAP de cada Administradora. Pero a diferencia del FAP que pertenece a los afiliados, la RE pertenece a la Administradora. Las regulaciones legales sobre las inversiones permitidas son las mismas para los dos. Es posible conjeturar que la diferente titularidad o asignación de propiedad se vea reflejada en su gestión y/o rendimientos. Dejando el análisis de la rentabilidad de la RE para una etapa posterior, se examinará la composición de las inversiones de la RE. El Cuadro 8 muestra que la cartera promedio en el período 7/96-6/98, ignorando las “disponibilidades”, está constituida por un 5 % de valores en moneda nacional, 62 % en moneda extranjera y un 33 % en valores reajustables. Los coeficientes de variación correspondientes son 86 %, 14 % y 27 %. Como en el caso anterior, la participación de los valores en moneda extranjera ha sido la de menor fluctuación. El componente más volátil aquí ha sido el denominado en moneda nacional. Asimismo es clara la tendencia hacia una posición más alta en moneda extranjera en detrimento de los

⁹ Ver Cuadro 5 del Apéndice.

¹⁰ Ver Cuadro 3 del Apéndice.

¹¹ Ver Cuadro 6 del Apéndice.

¹² En este cálculo se deja la varianza del ítem “disponibilidades” como variable residual.

restantes valores. La composición más reciente del portafolio es 4 % en moneda nacional, 70 % en moneda extranjera y 26 % en valores reajustables.

Mientras las participaciones de los instrumentos en moneda extranjera son muy parecidas en los consolidados del FAP y la RE, la diferencia más llamativa entre ambos es que el FAP muestra un sesgo en favor de activos en moneda nacional y la RE en favor de los valores reajustables.

La evolución del portafolio desagregado del sistema consolidado entre julio 1996 y junio 1998 se presenta en la secuencia de Cuadros 9-16. Aunque se observa un menú de instrumentos financieros progresivamente más amplio (en parte como resultado), el mismo está esencialmente limitado al sector público como principal fuente emisora y en mucho menor medida a créditos contra el sector de intermediación financiera. En realidad estos últimos están adquiriendo la forma de certificados de depósito, los cuales se ajustan mejor a la idea de desarrollar los mercados formales de valores. En julio de 1996 la participación agregada de las Letras de Tesorería, Bonos del Tesoro y Bonos Previsionales¹³ excedía el 80 % del total de inversiones. Una mirada al cierre de la serie muestra (junio 1998) la pérdida de importancia de las Letras de Tesorería y Bonos Previsionales y un portafolio algo más diversificado cuyos instrumentos financieros principales son los Bonos del Tesoro y los Bonos Globales (con una participación agregada superior al 60 %). Empero hay una lógica interrogante acerca de cuál es el sentido de la emisión de Bonos del Tesoro ante la fuerza y la dominancia de los Bonos globales. El principal papel emitido por el sector privado, las obligaciones negociables, tiene una participación realmente mínima (alrededor de un 2.5 %).

Las Administradoras son empresas que ofrecen un único producto financiero consistente en una fracción de un portafolio con determinado rendimiento y riesgo. Debido a la imposibilidad legal de que cada empresa ofrezca más de un fondo, la exigencia de una rentabilidad mínima, y a la afectación forzosa del exceso de las rentabilidades sobre un “techo legal” a un Fondo de Fluctuación, la tendencia a la homogeneización del producto es presumiblemente muy fuerte.

El Cuadro 17 presenta la evolución de la rentabilidad bruta real anual (en UR) en el período 8/96-6/98 por Administradora y para el sistema consolidado. El Cuadro 18 muestra las medidas de resumen estadístico de las observaciones del Cuadro 17. Aunque la medida natural relevante para el ahorrista es la rentabilidad neta de comisiones (que se examinará más abajo), el análisis de las magnitudes brutas es reveladora acerca de la operación del sistema.

¹³ Los Bonos Previsionales fueron instrumentos adicionales ad hoc cuya adquisición fue fuertemente resistida por razones de rendimiento, y especialmente de pobre liquidez.

Cualquier inferencia que se realice acerca de las rentabilidades exhibidas en los antedichos cuadros debe matizarse en forma cuidadosa a la luz de las siguientes consideraciones:

- La regulación de los métodos de valuación de los instrumentos financieros integrantes de los FAP está todavía en pleno proceso de ajuste.
- El período es demasiado breve y por lo tanto el tamaño de la muestra de rentabilidades es pequeña.
- Las diferencias en un corte transversal no son tan grandes.
- No han habido contingencias difíciles que pongan a prueba la prudencia de las Administradoras o la estabilidad de los FAP.

Para el sistema consolidado la rentabilidad media muestral es 6.86 % con una desviación estándar de 0.96 % (coeficiente de variación de 13.94 %). Comercial AFAP ha tenido la mayor rentabilidad media muestral, 8.57 %, y República AFAP la menor, 6.11 %. En contra de lo que se podría esperar de la teoría elemental del portafolio, Comercial AFAP no es el mayor riesgo ni República AFAP es el menor. Empero, en relación a esta última, debe tenerse presente que la desviación estándar de los retornos puede sobrestimar el riesgo global del portafolio al no reflejar los efectos de una garantía estatal más clara. Observando el Cuadro 17, se percibe que los portafolios de algunas Administradoras han sido “dominados” por otros ofrecidos por sus rivales¹⁴.

El Cuadro 19 es la matriz de correlaciones de retornos de los portafolios de las distintas Administradoras. De la lectura de la misma parece inferirse que poniendo a un lado Capital y en menor medida Unión, las rentabilidades (y presumiblemente las estrategias de manejo de carteras) de las demás tienen un comportamiento muy similar.

Una visión estadística no paramétrica la ofrece el Cuadro 20 con los rankings de rentabilidad. El Cuadro 21 despliega los promedios y las desviaciones estándar de los datos del Cuadro anterior. Claramente, el fondo administrado por Comercial AFAP está casi siempre en primer lugar y el del República AFAP casi siempre en el último.

Se mencionó anteriormente la obligación legal de las Administradoras de mantener una Reserva Especial con el propósito primario de asistir al mantenimiento de una rentabilidad mínima del Fondo de los afiliados. Desde que la Reserva Especial pertenece a la AFAP, es de pensar que los incentivos para gestionarla podrían ser diferentes. La Tabla siguiente ilustra las rentabilidades brutas anualizadas (en UR) de las Reservas Especiales calculadas directamente de los estados contables¹⁵:

¹⁴ Es decir no han sido “eficientes” en el sentido de la teoría clásica del portafolio.

¹⁵ La estimación de estas rentabilidades se realizó en dos pasos. En el primero se calculó la rentabilidad “nominal” dividiendo las ganancias netas de pérdidas de la RE del Estado de Resultados por el monto de la RE de acuerdo al Estado de Situación correspondiente a la fecha de cierre del período del Estado de

Tabla 5: Rentabilidades brutas anualizadas (en UR) de las Reservas Especiales

	1997	1998
AFAP 1	-8.21 %	4.41 %
AFAP 2	1.19 %	3.76 %
AFAP 3	0.25 %	1.55 %
AFAP 4	0.39 %	5.43 %
AFAP 5	1.91 %	3.75 %
AFAP 6	-0.22 %	1.87 %

Elaborados en base a datos del BCU.

En comparación con las rentabilidades de los Fondos de Ahorro Previsional (Cuadro 17 del Apéndice), las de la Tabla 5 son en general más bajas. Como se discutió anteriormente, los portafolios en que son mantenidas las Reservas Especiales y los Fondos de los afiliados son diferentes. Mientras las Reservas están sesgadas en favor de los valores reajustables, los FAP se inclinan hacia los activos en moneda nacional, siendo la participación de los instrumentos en moneda extranjera similar en ambos. Desde que el fin primario de la Reserva Especial es cubrir los déficits de rentabilidad del Fondo medido en UR, una alta correlación positiva de los retornos no es deseable, y esto puede explicar las diferentes estrategias de portafolio de la RE y del FAP, en donde el primero puede actuar como cobertura del segundo. Más que apuntalar la rentabilidad de la Administradora, la RE es un instrumento de gestión de riesgos.

Un hecho más circunstancial que puede explicar las “bajas” rentabilidades de las RE son eventuales transferencias entre aquellas y los FAP con el fin de “reforzar” la rentabilidad de los Fondos y así mejorar el “marketing” de la Administradora.

Aunque traspasos abiertos de fondos entre la RE y el FAP nunca fueron una opción legal abierta, la posibilidad de aquellos a través de operaciones de “mercado” entre organizaciones vinculadas (en las que estas últimas tomarían las pérdidas) sí lo fue. Las disposiciones banco centralistas de octubre de 1997 y abril de 1998 sobre la obligatoriedad de usar mercados de valores formales y que las operaciones bursátiles se hicieran enmarcadas dentro de ciertas bandas de precios o de otra forma se complementarían con algún mecanismo de subasta, limitaron las posibilidades de transacciones entre “vinculados”.

La gestión de la RE y el FAP por una misma unidad empresarial que tiene una relación de propiedad diferente frente a cada uno de ellos es una potencial fuente de conflictos de intereses. Por ejemplo, frente al arribo de cierta información, el incentivo de transar primero para ajustar las posiciones del fondo propio y después el ajeno es algo que no

resultados. Dicho valor “nominal” se deflacta con la variación de la UR. Como para 1998 se cuenta con los datos del primer semestre, la tasa se anualiza.

puede ser ignorado. Existe una iniciativa ante el parlamento que redefine el tamaño de la RE en una forma más significativa¹⁶ y obliga a mantenerla en cuotas del FAP, es decir en una “tajada” (“slice”) del Fondo de los afiliados. Claramente, esto disminuiría el problema de agencia que implica la administración la administración del FAP, pero la RE ya no podría funcionar como instrumento de cobertura.

Las rentabilidades netas de comisiones proyectadas a lo largo de una vida laboral hipotética de 35 años se presentan en los Cuadros 22-23, y sus rankings derivados en los Cuadros 24-25. Es lógico que dicha medida sea más relevante para el afiliado que la mera rentabilidad bruta. En general, el ranking de rentabilidades no cambia, pero sí lo hace el de desviación estándar, y en una forma más consistente con la teoría del portafolio.

Dependiendo de la base tomada, la rentabilidad más alta la exhiben consistentemente Comercial o Unión AFAP. Una inspección rápida del Cuadros 26A, B, y C revelan que ambas administradoras tienen las comisiones más bajas. República AFAP ocupa consistentemente el último lugar sin tener el nivel de comisiones más alto.

Los antedichos rankings de rentabilidades tienen una consistencia parcial con los riesgos (si se puede inferir una medida del mismo en base a una muestra tan pequeña). El Cuadro 22 muestra al fondo del República con la menor desviación estándar (0.60 %), empero el Cuadro 23 no confirma el carácter mínimo de la desviación estándar esta AFAP (¡de hecho es la máxima!). Como se mencionó anteriormente, es probable que la mera dispersión de las rentabilidades del República sobrestime el riesgo al no reflejar la garantía estatal explícita que disfrutaban los fondos de pensiones de propiedad pública.

2.4 La rentabilidad de las Administradoras

La reforma de la seguridad social en curso implementa un mecanismo de mercado para el cumplimiento de un conjunto de prestaciones del seguro social. Más específicamente, se espera que un sector empresas con fines de lucro gestionen portafolios para que los cotizantes vuelquen sus ahorros.

La Tabla 6 presenta estimaciones de tasas de rentabilidad anualizadas de las Administradoras en base a datos contables. Como veremos en detalle más abajo, la interpretación correcta de estas cifras están sujetas a una serie de importantes calificaciones.

En una aproximación primaria y *naïve*, las pérdidas contables en el comienzo de la industria han sido “abultadas” aunque fuertemente decrecientes a nivel del sistema consolidado. El sistema consolidado en 1997 tuvo una tasa de rentabilidad nominal

¹⁶ La disposición legal de la ley de reforma manejaba como uno de los parámetros de la RE el 2 % de la diferencia entre el FAP y los títulos emitidos por el Estado, lo cual no es una magnitud muy significativa.

negativa anual de casi 85 % y en 1998 de algo más de un 55 % (anualizada). Claramente, la tendencia no ha sido uniforme para todas las Administradoras.

Tabla 6: Rentabilidades contables anualizadas (en m/n) de las Administradoras¹⁷

	1997	1er sem. 1998
AFAP A	-71.7 %	-19.5 %
AFAP B	-58.0 %	-63.8 %
AFAP C	-45.5 %	-68.3 %
AFAP D	-59.2 %	-59.5 %
AFAP E	-39.6 %	-62.0 %
AFAP F	15.6 %	123.3 %
Sistema	-84.7 %	-55.8 %

Elaborados en base a datos del BCU.

Estos resultados contables deben interpretarse con mucho cuidado. En primer lugar no reflejan claramente el valor de mercado de la firma y sus activos, tanto por convención contable como por ausencia de cotización bursátil de su paquete accionario (nominativo por requisitos legales).

Los primeros años de cualquier emprendimiento no necesariamente tienen que producir flujos de caja positivos si hay que producir inversiones en el prestigio de una marca comercial (“brand name”).

Quizás la razón más importante para una interpretación cuidadosa es que estos fondos de pensiones son componentes de conglomerados financieros de gran porte. A título ilustrativo, el Citibank como accionista de Capital, el Santander como accionista del la AFAP homónima y BankBoston como accionista de Unión son los ejemplos más conspicuos.

Las empresas financieras extranjeras con un prestigio a mantener tienen fuertes incentivos para retirarse en forma ordenada del mercado, si la entrada al mismo no resulta exitosa. En otra línea de argumentación, el fondo de pensión puede tener un valor en el conglomerado (por la posibilidad de transacciones internas) que no necesariamente se reflejan en los estados contables dirigidos a los “outsiders” (acreedores, fisco, políticos, público en general, reguladores).

Este no es un lugar apropiado para discutir un tema ampliamente considerado en la literatura académica: la llamada “contabilidad cosmética o creativa”¹⁸, es decir la

¹⁷ Calculadas sobre “patrimonio inicial”.

¹⁸ Ver p. 514, vol. I de Newman *et al.* [1994].

discreción de la empresa para presentar la información contable acerca de su situación bajo la luz más favorable, lo cual no es ilegal per se. La mencionada discreción es el resultado de diferentes convenciones metodológicas que un sistema de información contable puede legítimamente asumir.

Es obvio que los fondos de pensiones, como empresas con fines de lucro, están siempre ante la contingencia posible de tener que retirarse del mercado y de esta forma dar lugar a una reestructuración eficiente de la industria, la cual por otra parte la ley anticipa o esboza. Por supuesto que una reestructuración “desordenada” en un estadio primario del desarrollo de este subsector industria financiera puede tener efectos políticos difíciles de prever.

Conclusiones

1) Sería exagerado pretender que una reforma de la seguridad social (y otras leyes aprobadas en forma concomitante apuntando en la misma dirección) que está en sus dos años iniciales pueda tener efectos inmediatos sobre el desarrollo del mercado de capitales local.

2) El punto de partida de nuestro sistema financiero es un sector de intermediación cuyos activos son alrededor de un 100 % del PBI, mientras los inversores institucionales (incluyendo las AFAP), que son los participantes privilegiados en los mercados de capitales, representan apenas un 5 % del PBI, aunque eran el 2 % antes de 1996. Las medidas de la operativa bursátil muestran un enérgico crecimiento en 1997-98. No hay duda alguna que la aparición de los fondos de inversión y de pensión están jugando un papel destacado, aunque no exclusivo.

3) En el crecimiento de la actividad del mercado de valores, especialmente en 1998, un rol preponderante es el aumento de la calificación internacional de la deuda pública del país, en especial de los Bonos Globales. Esto no está específicamente vinculado al desarrollo de la industria de los fondos de pensiones.

4) Hasta 1997 se había registrado un interesante desarrollo de la operativa bursátil del sector privado que de prácticamente niveles nulos en 1989-90 pasó a 40 % del total en 1997. No obstante, la emisión de deuda pública con la calificación, liquidez y rendimiento del Bono Global va a significar una pérdida relativa de participación en valores privados en el corto plazo. Es probable que el Bono del Tesoro, al menos con sus características actuales, se transforme en un activo redundante y dominado por los Bonos Globales.

5) Es notorio que el portafolio agregado de los fondos de pensiones muestra proporciones muy elevadas de títulos públicos. Aunque el desarrollo insuficiente de la calificación de

instrumentos financieros juega un rol, el problema básico sigue residiendo en una “suboferta” de papeles del sector privado. El hecho de que las mayores corporaciones empresariales sean de naturaleza pública es un factor de peso.

6) Bajo un punto de vista los portafolios de los fondos son básicamente una canasta de activos en tres unidades de cuenta: la moneda local, el dólar y la unidad reajutable. Empero, la performance de los fondos es medida sólo en rentabilidades expresadas en unidades reajustables. La corta historia de esta industria todavía no permite una evaluación “objetiva” y confiable del riesgo de las carteras ofrecidas a través de estadísticos tales como la desviación estándar, etc. De hecho una mera inspección de las rentabilidades medias y su dispersión en el período transcurrido no muestra todavía la relación teóricamente esperada entre riesgo y rendimiento.

Es interesante observar la alta dolarización del los FAP, lo cual sugiere un criterio “cortoplacista” (más similar al de una banco) en el manejo del portafolio de monedas.

7) El marco regulatorio tiende a no dejar márgenes significativos para “diferenciar” productos financieros en esta industria. Además de que el rango de rentabilidades no es muy disperso a través de los distintos fondos, han mostrado altas correlaciones durante todo el período.

8) En industrias de servicios financieros, la preocupación regulatoria central es preservar la integridad del Fondo de los afiliados. La relación Administradora-Afiliado es una típica relación de agencia, detrás de la cual se encuentran todos los problemas de información asimétrica que son analizados en la literatura económica.

La obligación de las AFAP de transar en los mercados organizados formales (y en ciertas bandas y con mecanismos supletorios de subastas) obviamente ayuda al desarrollo de la parte formal del mercado de capitales, pero es también un recaudo contra la falta de transparencia y una forma de evitar o aminorar conflictos de intereses. La existencia paralela de Reservas Especiales (de propiedad de la Administradora) como forma de cobertura de los requisitos de rendimiento mínimo del FAP no deja de plantear potenciales conflictos de intereses. Es por ejemplo el caso de “transacciones” indirectas (por organizaciones vinculadas) que se podrían hacer entre la RE y el FAP en detrimento de este último.

9) El punto anterior sugiere que normas claras y explícitas de valuación del Fondo, largamente una asignatura pendiente, son una viga maestra para enfrentar conflictos de intereses y episodios de *inside trading*. También coadyuvaría a una mayor transparencia a través de un cálculo más preciso de las rentabilidades de las distintas carteras ofrecidas en el mercado. A más largo plazo, el desarrollo de un mercado de rentas vitalicias puede constituirse en el siguiente gran desafío.

10) Aunque decrecientes en magnitud, la industria ha exhibido globalmente resultados contables negativos en todo el período de su existencia. Una reestructura de la oferta es una contingencia posible en cualquier mecanismo de mercado, y no debería ser una cuestión de alarma económica per se. El tamaño eficiente del sector podría requerir un menor número de empresas.

Además las cifras de pérdida deben verse en el contexto de que estos fondos son, en su mayoría

Apéndice

Cuadro 1: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Consolidado

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$) per cap.	FAP (UR) per cap.	US\$/UR	Fondos de FI/FAP inversion (FI)	
Jun-96	29939	237475	3742	175553	21.32	1.3527	15.76		
Jul-96	70185	540050	8564	206038	41.57	2.6211	15.86		
Aug-96	157205	1193481	18998	229838	82.66	5.1927	15.92		
Sep-96	213886	1599025	25591	264473	96.76	6.0461	16.00		
Oct-96	279746	2057862	33008	296180	111.45	6.9480	16.04		
Nov-96	352621	2522322	41103	328745	125.03	7.6726	16.30		
Dec-96	438842	3109270	50355	355604	141.60	8.7436	16.20		
Jan-97	529694	3705712	59961	365139	164.21	10.1488	16.18		
Feb-97	632381	4359746	70602	372551	189.51	11.7024	16.19		
Mar-97	746092	5004307	82169	381017	215.66	13.1341	16.42		
Apr-97	853421	5683032	92362	389763	236.97	14.5807	16.25		
May-97	975973	6451005	104159	399001	261.05	16.1679	16.15		
Jun-97	1105265	7221595	116466	407600	285.74	17.7174	16.13	332275	285%
Jul-97	1235607	7839151	128709	415485	309.78	18.8675	16.42	373823	290%
Aug-97	1382235	8684017	142425	424991	335.12	20.4334	16.40	383709	269%
Sep-97	1528073	9555830	156886	434199	361.32	22.0080	16.42	399803	255%
Oct-97	1654034	10245504	166906	442903	376.85	23.1326	16.29	405387	243%
Nov-97	1771630	10698896	178682	450896	396.28	23.7281	16.70	368348	206%
Dec-97	1912636	11477653	190502	457403	416.49	25.0931	16.60	348323	183%
Jan-98	2046539	12221797	203171	461290	440.44	26.4948	16.62	342859	169%
Feb-98	2235231	13262320	220242	465681	472.95	28.4794	16.61	340796	155%
Mar-98	2412437	13952788	235590	471265	499.91	29.6071	16.88	348689	148%
Apr-98	2566766	14777860	249007	475603	523.56	31.0718	16.85	353674	142%
May-98	2739444	15653967	264247	479767	550.78	32.6283	16.88	352100	133%
Jun-98	2909721	16503438	278123	483720	574.97	34.1177	16.85	352631	127%

Cuadro 2: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Capital AFAP SA

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$)	FAP (UR)	% FPA	% Afiliados
					per cap.	per cap.		
Jun-96	1896	15040	237	11936	19.86	1.26	6.33%	6.80%
Jul-96	4174	32115	509	14801	34.39	2.17	5.95%	7.18%
Aug-96	8974	68128	1084	17570	61.70	3.88	5.71%	7.64%
Sep-96	12693	94892	1519	20728	73.28	4.58	5.93%	7.84%
Oct-96	16697	122823	1970	24562	80.21	5.00	5.97%	8.29%
Nov-96	21649	154859	2524	28646	88.11	5.41	6.14%	8.71%
Dec-96	27421	194285	3146	31129	101.06	6.24	6.25%	8.75%
Jan-97	33401	233672	3781	33208	113.86	7.04	6.31%	9.09%
Feb-97	40470	279005	4518	35035	128.96	7.96	6.40%	9.40%
Mar-97	48111	322699	5296	36934	143.39	8.74	6.45%	9.69%
Apr-97	54704	364280	5920	38869	152.31	9.37	6.41%	9.97%
May-97	62488	413032	6669	41038	162.51	10.06	6.40%	10.29%
Jun-97	72515	473800	7641	42839	178.37	11.06	6.56%	10.51%
Jul-97	80825	512785	8419	44894	187.53	11.42	6.54%	10.81%
Aug-97	90729	570015	9349	47049	198.71	12.12	6.56%	11.07%
Sep-97	101447	634400	10416	49171	211.83	12.90	6.64%	11.32%
Oct-97	110929	687123	11194	50673	220.91	13.56	6.71%	11.44%
Nov-97	119240	720094	12026	52184	230.45	13.80	6.73%	11.57%
Dec-97	130633	783925	13011	53904	241.37	14.54	6.83%	11.78%
Jan-98	141218	843343	14019	55058	254.62	15.32	6.90%	11.94%
Feb-98	158107	938099	15579	55701	279.69	16.84	7.07%	11.96%
Mar-98	170339	985186	16635	57025	291.71	17.28	7.06%	12.10%
Apr-98	179843	1035425	17447	57923	301.21	17.88	7.01%	12.18%
May-98	191344	1093397	18457	58987	312.90	18.54	6.98%	12.29%
Jun-98	203510	1154275	19452	60035	324.01	19.23	6.99%	12.41%

Cuadro 3: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Comercial AFAP SA

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$) per cap.	FAP (UR) per cap.	% FPA	% Afiliados
Jun-96	2928	23225	366	30448	12.02	0.7628	9.78%	17.34%
Jul-96	6640	51091	810	34435	23.52	1.4837	9.46%	16.71%
Aug-96	16533	125520	1998	37210	53.70	3.3733	10.52%	16.19%
Sep-96	22771	170234	2724	44614	61.06	3.8157	10.65%	16.87%
Oct-96	29538	217285	3485	51270	67.97	4.2381	10.56%	17.31%
Nov-96	36740	262806	4283	55714	76.87	4.7171	10.42%	16.95%
Dec-96	46283	327923	5311	60000	88.52	5.4654	10.55%	16.87%
Jan-97	55843	390674	6321	60381	104.69	6.4701	10.54%	16.54%
Feb-97	66824	460695	7461	60657	123.00	7.5951	10.57%	16.28%
Mar-97	78727	528054	8667	61527	140.86	8.5825	10.55%	16.15%
Apr-97	89694	597284	9707	62768	154.65	9.5157	10.51%	16.10%
May-97	102538	677758	10943	63452	172.46	10.6814	10.51%	15.90%
Jun-97	117569	768175	12389	64332	192.58	11.9408	10.64%	15.78%
Jul-97	127146	806662	13244	65432	202.41	12.3282	10.29%	15.75%
Aug-97	140357	881803	14462	66721	216.75	13.2163	10.15%	15.70%
Sep-97	154438	965778	15856	67719	234.14	14.2616	10.11%	15.60%
Oct-97	166909	1033875	16842	70053	240.42	14.7585	10.09%	15.82%
Nov-97	175474	1059693	17698	72630	243.67	14.5903	9.90%	16.11%
Dec-97	188438	1130812	18769	74313	252.57	15.2169	9.85%	16.25%
Jan-98	200784	1199070	19933	74784	266.54	16.0338	9.81%	16.21%
Feb-98	220555	1308620	21732	75834	286.57	17.2564	9.87%	16.28%
Mar-98	238072	1376937	23249	76695	303.14	17.9534	9.87%	16.27%
Apr-98	255095	1468679	24747	77718	318.42	18.8975	9.94%	16.34%
May-98	271164	1549506	26156	78956	331.27	19.6249	9.90%	16.46%
Jun-98	289596	1642541	27681	80182	345.23	20.4852	9.95%	16.58%

Cuadro 4: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Integracion AFAP SA

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$) per cap.	FAP (UR) per cap.	% FPA	% Afiliados
Jun-96	1881	14919	235	23919	9.82	0.62	6.28%	13.62%
Jul-96	5315	40896	649	31645	20.51	1.29	7.57%	15.36%
Aug-96	13426	101928	1622	37193	43.61	2.74	8.54%	16.18%
Sep-96	18626	139250	2229	43891	50.78	3.17	8.71%	16.60%
Oct-96	24329	178972	2871	49528	57.97	3.61	8.70%	16.72%
Nov-96	30329	216944	3535	53422	66.17	4.06	8.60%	16.25%
Dec-96	39290	278374	4508	56646	79.58	4.91	8.95%	15.93%
Jan-97	47850	334756	5417	57446	94.30	5.83	9.03%	15.73%
Feb-97	57827	398668	6456	57891	111.52	6.89	9.14%	15.54%
Mar-97	68532	459668	7544	58543	128.86	7.85	9.19%	15.36%
Apr-97	78339	521672	8478	59077	143.51	8.83	9.18%	15.16%
May-97	89604	592265	9563	59580	160.51	9.94	9.18%	14.93%
Jun-97	103547	676560	10911	60290	180.98	11.22	9.37%	14.79%
Jul-97	115526	732942	12034	61603	195.35	11.90	9.35%	14.83%
Aug-97	129219	811829	13315	63194	210.70	12.85	9.35%	14.87%
Sep-97	145379	909131	14926	64979	229.70	13.99	9.51%	14.97%
Oct-97	161073	997729	16254	66613	244.01	14.98	9.74%	15.04%
Nov-97	175673	1060889	17718	68020	260.48	15.60	9.92%	15.09%
Dec-97	190759	1144737	19000	68707	276.54	16.66	9.97%	15.02%
Jan-98	206914	1235678	20541	69617	295.06	17.75	10.11%	15.09%
Feb-98	229121	1359448	22576	70020	322.42	19.42	10.25%	15.04%
Mar-98	251949	1457192	24604	70626	348.37	20.63	10.44%	14.99%
Apr-98	269351	1550755	26130	71101	367.51	21.81	10.49%	14.95%
May-98	288127	1646438	27793	71342	389.57	23.08	10.52%	14.87%
Jun-98	310595	1761643	29688	71749	413.78	24.55	10.67%	14.83%

Cuadro 5: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Republica AFAP SA

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$)	FAP (UR)	% FPA	% Afiliados
					per cap.	per cap.		
Jun-96	19349	153475	2419	82417	29.35	1.86	64.63%	46.95%
Jul-96	44079	339175	5379	92627	58.07	3.66	62.80%	44.96%
Aug-96	95376	724081	11526	100077	115.17	7.24	60.67%	43.54%
Sep-96	128281	959036	15348	110053	139.46	8.71	59.98%	41.61%
Oct-96	167860	1234809	19806	118615	166.98	10.41	60.00%	40.05%
Nov-96	211877	1515570	24697	129544	190.65	11.70	60.09%	39.41%
Dec-96	260405	1845015	29880	140417	212.79	13.14	59.34%	39.49%
Jan-97	312916	2189145	35422	144802	244.62	15.12	59.07%	39.66%
Feb-97	371120	2558570	41434	148071	279.83	17.28	58.69%	39.75%
Mar-97	437318	2933251	48142	151268	318.26	19.39	58.61%	39.70%
Apr-97	501062	3336633	54227	154261	351.53	21.63	58.71%	39.58%
May-97	573409	3790129	61196	156968	389.86	24.15	58.75%	39.34%
Jun-97	643006	4201279	67756	159185	425.64	26.39	58.18%	39.05%
Jul-97	718994	4561566	74895	160150	467.66	28.48	58.19%	38.55%
Aug-97	806428	5066457	83094	162115	512.56	31.25	58.34%	38.15%
Sep-97	887362	5549135	91105	164063	555.30	33.82	58.07%	37.79%
Oct-97	954121	5910065	96279	165795	580.71	35.65	57.68%	37.43%
Nov-97	1021350	6167947	103011	167035	616.70	36.93	57.65%	37.05%
Dec-97	1099390	6597394	109501	168392	650.27	39.18	57.48%	36.81%
Jan-98	1168361	6977372	115989	169069	686.05	41.27	57.09%	36.65%
Feb-98	1262851	7492887	124431	170481	729.88	43.95	56.50%	36.61%
Mar-98	1357176	7849484	132537	172811	766.95	45.42	56.26%	36.67%
Apr-98	1438923	8284433	139593	174502	799.95	47.47	56.06%	36.69%
May-98	1539443	8796815	148495	176038	843.54	49.97	56.20%	36.69%
Jun-98	1627360	9230108	155550	177439	876.64	52.02	55.93%	36.68%

Cuadro 6: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Santander AFAP SA

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$) per cap.	FAP (UR) per cap.	% FPA	% Afiliados
Jun-96	3702	29363	463	24859	18.63	1.18	12.37%	14.16%
Jul-96	9526	73298	1162	29383	39.55	2.49	13.57%	14.26%
Aug-96	21625	164174	2613	32447	80.53	5.06	13.76%	14.12%
Sep-96	29551	220925	3536	36143	97.83	6.11	13.82%	13.67%
Oct-96	38464	282949	4539	38006	119.43	7.44	13.75%	12.83%
Nov-96	47978	343192	5593	43073	129.85	7.97	13.61%	13.10%
Dec-96	59833	423923	6865	47962	143.13	8.84	13.63%	13.49%
Jan-97	72478	507052	8204	49496	165.75	10.24	13.68%	13.56%
Feb-97	86838	598677	9695	50366	192.49	11.89	13.73%	13.52%
Mar-97	101867	683257	11214	51849	216.28	13.18	13.65%	13.61%
Apr-97	115786	771032	12531	53429	234.54	14.43	13.57%	13.71%
May-97	131537	869433	14038	55970	250.81	15.53	13.48%	14.03%
Jun-97	149050	973867	15706	58355	269.15	16.69	13.49%	14.32%
Jul-97	167457	1062410	17443	60162	289.93	17.66	13.55%	14.48%
Aug-97	184498	1159125	19011	62310	305.10	18.60	13.35%	14.66%
Sep-97	200362	1252970	20571	64131	320.77	19.54	13.11%	14.77%
Oct-97	215147	1332675	21710	65074	333.62	20.48	13.01%	14.69%
Nov-97	227539	1374110	22949	65688	349.36	20.92	12.84%	14.57%
Dec-97	241316	1448128	24035	66251	362.79	21.86	12.62%	14.48%
Jan-98	255335	1524844	25348	66573	380.75	22.90	12.48%	14.43%
Feb-98	277368	1645709	27330	67002	407.90	24.56	12.41%	14.39%
Mar-98	295990	1711914	28905	67101	430.77	25.51	12.27%	14.24%
Apr-98	312353	1798335	30302	66979	452.41	26.85	12.17%	14.08%
May-98	328239	1875651	31662	66719	474.56	28.11	11.98%	13.91%
Jun-98	345006	1956816	32977	66388	496.73	29.48	11.86%	13.72%

Cuadro 7: Fondo de Ahorro Previsional (FPA) Union AFAP SA

	UY\$ (miles)	UR	US\$ (miles)	Afiliados	FAP (US \$) per cap.	FAP (UR) per cap.	(UR) % FPA	% Afiliados
Jun-96	183	1453	23	1974	11.65	0.74	0.61%	1.12%
Jul-96	452	3476	55	3274	16.80	1.06	0.64%	1.59%
Aug-96	1271	9650	153	5462	28.01	1.77	0.81%	2.38%
Sep-96	1975	14768	236	9044	26.09	1.63	0.92%	3.42%
Oct-96	2858	21025	337	14484	23.27	1.45	1.02%	4.89%
Nov-96	4047	28949	472	18631	25.33	1.55	1.15%	5.67%
Dec-96	5610	39750	644	19450	33.11	2.04	1.28%	5.47%
Jan-97	7206	50412	816	19806	41.20	2.55	1.36%	5.42%
Feb-97	9302	64131	1039	20531	50.61	3.12	1.47%	5.51%
Mar-97	11536	77378	1270	20896	60.78	3.70	1.55%	5.48%
Apr-97	13835	92131	1497	21275	70.36	4.33	1.62%	5.46%
May-97	16398	108389	1750	21993	79.57	4.93	1.68%	5.51%
Jun-97	19577	127914	2063	22599	91.29	5.66	1.77%	5.54%
Jul-97	25659	162787	2673	23244	115.00	7.00	2.08%	5.59%
Aug-97	31004	194788	3195	23602	135.37	8.25	2.24%	5.55%
Sep-97	39085	244416	4013	24136	166.27	10.13	2.56%	5.56%
Oct-97	45855	284037	4627	24695	187.37	11.50	2.77%	5.58%
Nov-97	52353	316163	5280	25339	208.37	12.48	2.96%	5.62%
Dec-97	62099	372656	6185	25836	239.39	14.42	3.25%	5.65%
Jan-98	73297	441489	7339	26189	280.23	16.86	3.58%	5.68%
Feb-98	87229	517558	8595	26643	322.60	19.43	3.90%	5.72%
Mar-98	98912	572074	9659	27007	357.65	21.18	4.10%	5.73%
Apr-98	111202	640232	10788	27380	394.01	23.38	4.33%	5.76%
May-98	121128	692161	11684	27725	421.42	24.97	4.42%	5.78%
Jun-98	133653	758055	12775	27927	457.44	27.14	4.59%	5.77%

CUADRO 8: INVERSIONES

Consolidado (%)

	Fondo de ahorro previsional				Reserva especial					
	Disps.	M/N	M/E	Vs. reajs.	Total	Disps.	M/N	M/E	Vs. reajs.	Total
Jul-96	0.34	13.62	62.82	23.22	100.00	0.00	4.60	54.46	40.94	100.00
Aug-96	2.20	37.38	46.22	14.20	100.00	0.00	4.04	53.50	42.46	100.00
Sep-96	0.15	36.99	54.28	8.58	100.00	0.69	12.21	32.09	55.01	100.00
Oct-96	1.52	29.88	43.66	24.94	100.00	1.02	1.93	51.35	45.70	100.00
Nov-96	1.47	21.42	55.37	21.74	100.00	0.01	0.00	60.59	39.40	100.00
Dec-96	0.72	27.40	55.23	16.65	100.00	0.09	0.00	61.31	38.60	100.00
Jan-97	0.28	20.56	64.91	14.25	100.00	0.00	0.07	61.40	38.53	100.00
Feb-97	0.60	19.47	67.49	12.45	100.00	0.00	0.00	61.39	38.61	100.00
Mar-97	0.34	19.74	69.11	10.81	100.00	0.00	0.00	61.01	38.99	100.00
Apr-97	0.40	19.83	70.21	9.56	100.00	0.00	0.00	61.40	38.60	100.00
May-97	0.24	23.11	68.22	8.43	100.00	0.00	1.43	66.51	32.06	100.00
Jun-97	0.19	23.10	69.63	7.08	100.00	0.00	5.70	63.93	30.37	100.00
Jul-97	0.20	31.13	62.19	6.48	100.00	0.00	5.73	63.48	30.79	100.00
Aug-97	0.43	33.65	60.06	5.86	100.00	0.00	14.06	57.89	28.05	100.00
Sep-97	1.46	30.21	62.99	5.34	100.00	0.00	14.53	56.84	28.63	100.00
Oct-97	1.35	30.74	62.92	4.99	100.00	0.00	4.46	72.58	22.96	100.00
Nov-97	1.06	33.93	60.22	4.79	100.00	0.00	6.72	69.80	23.48	100.00
Dec-97	1.96	26.85	66.77	4.42	100.00	0.09	7.89	67.54	24.48	100.00
Jan-98	0.10	18.72	77.72	3.46	100.00	0.00	7.93	67.78	24.29	100.00
Feb-98	0.06	17.98	78.69	3.27	100.00	0.00	7.97	67.86	24.17	100.00
Mar-98	0.21	20.43	76.56	2.80	100.00	0.00	7.17	70.95	21.88	100.00
Apr-98	0.10	18.72	77.72	3.46	100.00	0.28	7.23	70.70	21.79	100.00
May-98	0.06	17.98	78.69	3.27	100.00	0.06	3.68	71.31	24.95	100.00
Jun-98	0.21	20.43	76.56	2.80	100.00	0.06	4.06	69.77	26.11	100.00
Media	0.65	24.72	65.34	9.29	100	0.1	5.06	62.31	32.54	100
Desv. std.	0.6538	6.7688	9.8411	6.7172	0	0.25	4.37	8.81	8.92	100

CUADRO 9: CARTERA

	Jul-96	Aug-96	Sep-96
DISPONIBILIDADES	0.34	2.2	0.15
INVERSIONES	99.66	97.8	99.85
1) MON. NACIONAL	13.62	37.38	36.99
1.1) Letras de Tesoreria	10.68	25.37	22.46
1.2) Depositos Banc. Plazo	2.94	12.01	12.99
1.3) Bonos Hipotecarios IPC	0	0	1.53
2) MON. EXTRANJERA	62.83	46.22	54.29
2.1) Bonos del Tesoro	53.9	43.31	38.77
2.2) Letras de Tesoreria	0.06	0.07	12.93
2.3) Depositos Banc. Plazo	8.87	2.84	2.58
3) VALORES	23.22	14.2	8.58
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	18.21	9.8	6.45
3.2) Cert. Dep. BHU	5.01	4.4	2.13
TOTAL	100	100	100

CUADRO 10: CARTERA

	Oct-96	Nov-96	Dec-96
DISPONIBILIDADES	1.52	1.47	0.72
INVERSIONES	98.48	98.53	99.28
1) MON. NACIONAL	29.88	21.42	27.4
1.1) Letras de Tesoreria	13.85	6.07	9.7
1.2) Depositos Banc. Plazo	10.1	10.68	13.84
1.3) Cert. Dep. y Bonos IPC*	5.93	4.67	3.85
2) MON. EXTRANJERA	43.66	55.36	55.23
2.1) Bonos del Tesoro	30.08	33.09	52.09
2.2) Letras de Tesoreria	11.98	20.62	1.03
2.3) Depositos Banc. Plazo	1.6	1.66	2.12
3) VALORES	24.94	21.74	16.65
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	24.61	21.47	16.43
3.2) Cert. Dep. BHU	0.33	0.27	0.22
3.3) Bonos Hip.	0	0	0
TOTAL	100	100	100

CUADRO 11: CARTERA

	Jan-97	Feb-97	Mar-97
DISPONIBILIDADES	0.28	0.6	0.34
INVERSIONES	99.72	99.4	99.66
1) MON. NACIONAL	20.56	19.47	19.74
1.1) Letras de Tesoreria	3.04	2.63	2.21
1.2) Depositos Banc. Plazo	15.45	14.34	15.35
1.3) Cert. IPC y Dep. Reaj. BH*	2.07	2.5	2.18
2) MON. EXTRANJERA	64.91	67.49	69.11
2.1) Bonos del Tesoro	62.53	64.05	62.79
2.2) Letras de Tesoreria	1.47	2.65	5.64
2.3) Depositos Banc. Plazo	0.92	0.78	0.68
3) VALORES	14.25	12.45	10.81
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	13.88	11.9	10.46
3.2) Dep. Reaj. BH*	0.19	0.16	0.01
3.3) Bonos Reaj. BH*	0.19	0.38	0.34
TOTAL	100	100	100

CUADRO 12: CARTERA

	Apr-97	May-97	Jun-97
DISPONIBILIDADES	0.4	0.24	0.19
INVERSIONES	99.6	99.76	99.81
1) MON. NACIONAL	19.83	23.11	23.1
1.1) Letras de Tesoreria	4.41	7.34	6.4
1.2) Depositos Banc. Plazo	13.47	13.94	14.64
1.3) Cert. IPC y Dep. Reaj. BH*	1.95	1.11	1
1.4) Prestamos a afiliados*	0	0.72	1.06
2) MON. EXTRANJERA	70.21	68.22	69.63
2.1) Bonos del Tesoro	66.7	61.7	61.87
2.2) Letras de Tesoreria	2.9	2.43	1.1
2.3) Depositos Banc. Plazo	0.61	0.55	0.49
2.4) Eurobonos*	0	3.54	6.17
3) VALORES	9.56	8.43	7.08
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	9.26	8.16	6.84
3.2) Dep. Reaj. BH*	0.12	0.11	0.1
3.3) Bonos Reaj. BH*	0.18	0.16	0.14
TOTAL	100	100	100

CUADRO 13

	Jul-97	Aug-97	Sep-97
DISPONIBILIDADES	0.2	0.43	1.46
INVERSIONES	99.8	99.57	98.54
1) MON. NACIONAL	31.13	33.65	30.21
1.1) Letras de Tesoreria	13.33	16.42	9.92
1.2) Depositos Banc. Plazo	15.68	15.1	18.18
1.3) Cert. IPC y Dep. Reaj. BH*	0.92	0.83	0.77
1.4) Prestamos a afiliados*	1.2	1.3	1.34
2) MON. EXTRANJERA	62.19	60.06	62.99
2.1) Bonos del Tesoro	36.06	37.67	33.29
2.2) Letras de Tesoreria	3.9	0.28	0.03
2.3) Depositos Banc. Plazo	0.45	0.49	0.42
2.4) Eurobonos*	1.47	1.88	0.55
2.5) Bonos Globales*	20.31	19.74	28.7
3) VALORES	6.48	5.86	5.34
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	6.35	5.74	5.23
3.2) Dep. Reaj. BH*	0	0	0
3.3) Bonos Reaj. BH*	0.13	0.12	0.1
TOTAL	100	100	100

CUADRO 14

	Oct-97	Nov-97	Dec-97
DISPONIBILIDADES	1.35	1.06	1.96
INVERSIONES	98.65	98.94	98.04
1) MON. NACIONAL	30.74	33.93	26.85
1.1) Letras de Tesoreria	11.87	13.21	5.17
1.2) Depositos Banc. Plazo	16.78	18.71	19.58
1.3) Cert. IPC y Dep. Reaj. BH*	0.72	0.61	0.58
1.4) Prestamos a afiliados*	1.37	1.4	1.53
2) MON. EXTRANJERA	62.92	60.22	66.78
2.1) Bonos del Tesoro	30.58	27.97	26.64
2.2) Letras de Tesoreria	0.88	0.33	4.74
2.3) Depositos Banc. Plazo	0.4	0.81	0.36
2.4) Eurobonos*	1.2	1.82	1.9
2.5) Bonos Globales*	29.86	29.3	33.13
3) VALORES	4.99	4.79	4.42
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	4.89	4.69	4.33
3.2) Dep. Reaj. BH*	0	0	0
3.3) Bonos Reaj. BH*	0.1	0.09	0.09
TOTAL	100	100	100

CUADRO 15: CARTERA

	Jan-98	Feb-98	Mar-98
DISPONIBILIDADES	1.52	2.24	0.24
INVERSIONES	98.48	97.76	99.76
1) MON. NACIONAL	24.7	21.8	21.93
1.1) Letras de Tesoreria	3.56	2.92	0.61
1.2) Depositos Banc. Plazo	17	13.64	16.11
1.3) Cert. IPC y Dep. Reaj.	0.54	0.5	0.48
BH*			
1.4) Prestamos a afiliados*	3.6	4.74	4.73
2) MON. EXTRANJERA	69.62	72.12	74.18
2.1) Bonos del Tesoro	25.8	25.28	20.35
2.2) Letras de Tesoreria	4.09	4.77	1.88
2.3) Depositos Banc. Plazo	1.39	1.61	2.65
2.4) Eurobonos*	2.16	1.32	2.02
2.5) Bonos Globales*	36.17	35.7	39.95
2.6) Bonos previsionales*	0	3.43	7.12
2.7) Obligaciones	0	0	0.21
Negociables*			
3) VALORES	4.16	3.84	3.66
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	4.07	3.76	3.58
3.2) Dep. Reaj. BH*	0	0	0
3.3) Bonos Reaj. BH*	0.08	0.08	0.07
TOTAL	100	100	100

CUADRO 16: CARTERA

	Apr-98	May-98	Jun-98
DISPONIBILIDADES	0.1	0.06	0.21
INVERSIONES	99.9	99.94	99.79
1) MON. NACIONAL	18.72	17.98	20.43
1.1) Letras de Tesoreria	2.14	1.63	2.98
1.2) Depositos Banc. Plazo	11.4	11.5	12.96
1.3) Cert. IPC y Dep. Reaj.	0.45	0.38	0.37
BH*			
1.4) Prestamos a afiliados*	4.73	4.47	4.12
2) MON. EXTRANJERA	77.72	78.69	76.56
2.1) Bonos del Tesoro	18.04	17.51	17.37
2.2) Letras de Tesoreria	1.3	2.48	0.69
2.3) Depositos Banc. Plazo	1.33	1.1	1.15
2.4) Eurobonos*	2.06	2.22	2.61
2.5) Bonos Globales*	46.7	47.58	46
2.6) Bonos previsionales*	5.54	5.27	6.35
2.7) Obligaciones	2.76	2.53	2.4
Negociables*			
3) VALORES	3.46	3.27	2.8
REAJUSTABLES			
3.1) Bonos previsionales	3.39	3.21	2.74
3.2) Dep. Reaj. BH*	0	0	0
3.3) Bonos Reaj. BH*	0.07	0.06	0.06
TOTAL	100	100	100

CUADRO 17: RENTABILIDAD BRUTA REAL ANUAL (en UR)

	8/96-7/97	9/96-8/97	10/96-9/97	11/96-10/97	12/96-11/97	1/97-12/97	2/97-1/98	3/97-2/98	4/97-3/98	5/97-4/98	6/97-5/98	7/97-6/98
Capital	8.49%	8.14%	7.81%	7.63%	6.15%	5.28%	6.92%	6.77%	7.01%	6.61%	6.00%	4.86%
Comercial	9.21%	9.20%	9.86%	9.76%	9.34%	8.28%	8.66%	8.23%	8.30%	8.06%	7.54%	6.41%
Integracion	8.22%	8.69%	9.49%	9.21%	8.93%	7.77%	8.21%	7.78%	7.70%	7.01%	5.99%	5.34%
Republica	6.45%	6.66%	7.72%	7.55%	6.81%	5.75%	6.40%	5.84%	5.67%	5.21%	4.84%	4.38%
Santander	7.41%	7.50%	8.48%	8.42%	7.27%	6.74%	7.82%	7.56%	7.46%	6.90%	6.24%	5.48%
Union	9.29%	7.67%	8.37%	8.44%	8.48%	7.55%	8.14%	7.79%	7.82%	7.38%	6.66%	5.66%
Promedio	7.29%	7.39%	8.30%	8.14%	7.38%	6.42%	7.16%	6.72%	6.64%	6.18%	5.66%	5.03%

CUADRO 18: ESTADISTICOS DEL CDO. 17

	Prom.	Desv. std.	Coef. var.
Capital	6.81%	1.11%	16.33%
Comercial	8.57%	0.99%	11.53%
Integracion	7.86%	1.25%	15.89%
Republica	6.11%	1.02%	16.72%
Santander	7.27%	0.85%	11.70%
Union	7.77%	0.94%	12.06%
Promedio	6.86%	0.96%	13.94%

CUADRO 19: CORRELACIONES DE RENTABILIDADES BRUTAS

	Capital	Comercial	Integra.	Republica	Santand.	Union
Capital	1.0000	0.7639	0.6863	0.6983	0.7680	0.7488
Comercial	0.7639	1.0000	0.9729	0.9672	0.9007	0.8838
Integracion	0.6863	0.9729	1.0000	0.9705	0.9152	0.8518
Republica	0.6983	0.9672	0.9705	1.0000	0.9107	0.8038
Santander	0.7680	0.9007	0.9152	0.9107	1.0000	0.8080
Union	0.7488	0.8838	0.8518	0.8038	0.8080	1.0000

CUADRO 20: RANKINGS POR RENTABILIDAD BRUTA ANUAL (en UR)

	8/96-7/97	9/96-8/97	10/96-9/97	11/96-10/97	12/96-11/97	1/97-12/97	2/97-1/98	3/97-2/98	4/97-3/98	5/97-4/98	6/97-5/98	7/97-6/98
Capital	3	3	5	5	6	6	5	5	5	5	4	5
Comercial	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Integracion	4	2	2	2	2	2	2	3	3	3	5	4
Republica	6	6	6	6	5	5	6	6	6	6	6	6
Santander	5	5	3	4	4	4	4	4	4	4	3	3
Union	1	4	4	3	3	3	3	2	2	2	2	2

CUADRO 21: ESTADISTICOS DEL CDO. 20

	Capital	Comer.	Integra.	Republica	Santander	Union
Prom.	4.75	1.08	2.83	5.83	3.92	2.58
Desv. std.	0.9653	0.2887	1.0299	0.3892	0.6686	0.9003

CUADRO 22: RENTABILIDAD NETA PROYECTADA (ultimo agno movil)

	a 2/98	a 3/98	a 4/98	a 5/98	a 6/98	Prom.	Desv. std	Coef. var.
Capital	6.01%	6.25%	5.85%	5.23%	4.07%	5.48%	0.87%	15.96%
Comercial	7.59%	7.66%	7.42%	6.90%	5.75%	7.06%	0.79%	11.22%
Integracion	7.02%	6.93%	6.23%	5.19%	4.53%	5.98%	1.09%	18.27%
Republica	5.15%	4.98%	4.52%	4.14%	3.68%	4.49%	0.60%	13.42%
Santander	6.79%	6.69%	6.13%	5.46%	4.68%	5.95%	0.89%	14.89%
Union	7.22%	7.24%	6.79%	6.05%	5.03%	6.47%	0.94%	14.48%

CUADRO 23: RENTABILIDAD NETA PROYECTADA (ultimos cinco agnos moviles)

	a 2/98	a 3/98	a 4/98	a 5/98	a 6/98	Prom.	Desv. std	Coef. var.
Capital	6.62%	6.07%	6.34%	6.46%	6.45%	6.39%	0.20%	3.19%
Comercial	7.89%	7.13%	7.58%	7.87%	7.80%	7.65%	0.32%	4.15%
Integracion	7.27%	6.48%	6.80%	6.83%	6.77%	6.83%	0.28%	4.15%
Republica	5.30%	4.59%	5.07%	5.48%	5.53%	5.19%	0.38%	7.37%
Santander	6.41%	5.78%	6.07%	6.30%	6.25%	6.16%	0.25%	4.00%
Union	8.15%	7.32%	7.71%	7.93%	7.91%	7.80%	0.31%	4.00%

CUADRO 24: RANKINGS DE RENTABILIDAD NETA PROYECTADA (ultimo agno movil)

	a 2/98	a 3/98	a 4/98	a 5/98	a 6/98	Prom.	Desv. std
Capital	5	5	5	4	5	4.8	0.447214
Comercial	1	1	1	1	1	1	0
Integracion	3	3	3	5	4	3.6	0.894427
Republica	6	6	6	6	6	6	0
Santander	4	4	4	3	3	3.6	0.547723
Union	2	2	2	2	2	2	0

CUADRO 25: RENTABILIDAD NETA PROYECTADA (ultimos cinco agnos moviles)

	a 2/98	a 3/98	a 4/98	a 5/98	a 6/98	Prom.	Desv. std
Capital	4	4	4	4	4	4	0
Comercial	2	2	2	2	2	2	0
Integracion	3	3	3	3	3	3	0
Republica	6	6	6	6	6	6	0
Santander	5	5	5	5	5	5	0
Union	1	1	1	1	1	1	0

CUADRO 26A: COMISIONES

	Capital AFAP SA				Comercial AFAP SA				Integracion AFAP SA			
	Comision y prima de seguros (%)				Comision y prima de seguros (%)				Comision y prima de seguros (%)			
	Fija (U\$/afiliado)	Variable	Prima de Seguro	de Total	Fija (U\$/afiliado)	Variable	Prima de Seguro	de Total	Fija (U\$/afiliado)	Variable	Prima de Seguro	de Total
Apr-96	0	2.2	0.895	3.095	0	2.01	1.49	3.5	0	2.25	1	3.25
May-96	0	2.2	0.895	3.095	0	2.01	1.49	3.5	0	2.25	1	3.25
Jun-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.25	1	3.25
Jul-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Aug-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Sep-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Oct-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Nov-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Dec-96	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Jan-97	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Feb-97	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Mar-97	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Apr-97	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
May-97	0	2.2	0.895	3.095	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Jun-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.845	2.8	0	2.2	0.85	3.05
Jul-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.85	3.05
Aug-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Sep-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Oct-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Nov-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Dec-97	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Jan-98	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Feb-98	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Mar-98	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Apr-98	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
May-98	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85
Jun-98	0	2.2	0.59	2.79	0	1.955	0.56	2.515	0	2.2	0.65	2.85

CUADRO 26B: COMISIONES

	Republica AFAP SA				Santander AFAP SA				Union AFAP SA			
	Comision y prima de seguros (%)				Comision y prima de seguros (%)				Comision y prima de seguros (%)			
	Fija (U\$/afiliado)	Variable	Prima de Seguro	de Total	Fija (U\$/afiliado)	Variable	Prima de Seguro	de Total	Fija (U\$/afiliado)	Variable	Prima de Seguro	de Total
Apr-96	0	2	0.895	2.895	0	2.25	1.49	3.74	2.7	1.605	0.895	2.5
May-96	0	2	0.895	2.895	0	2.25	1.49	3.74	2.7	1.605	0.895	2.5
Jun-96	0	2	0.885	2.885	0	2.25	1.038	3.288	2.7	1.605	0.895	2.5
Jul-96	0	2	0.875	2.875	0	2.25	0.845	3.095	2.7	1.605	0.895	2.5
Aug-96	0	2	0.875	2.875	0	2.25	0.845	3.095	2.7	1.605	0.895	2.5
Sep-96	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	2.7	1.605	0.869	2.47
Oct-96	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	2.7	1.605	0.845	2.45
Nov-96	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	2.7	1.605	0.845	2.45
Dec-96	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	2.7	1.605	0.845	2.45
Jan-97	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	0	1.605	0.845	2.45
Feb-97	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	0	1.605	0.845	2.45
Mar-97	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	0	1.605	0.845	2.45
Apr-97	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	0	1.605	0.845	2.45
May-97	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	0	1.605	0.845	2.45
Jun-97	0	2	0.865	2.865	0	2.25	0.845	3.095	0	1.605	0.845	2.45
Jul-97	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.605	0.845	2.45
Aug-97	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.605	0.845	2.45
Sep-97	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.605	0.845	2.45
Oct-97	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Nov-97	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Dec-97	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Jan-98	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Feb-98	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Mar-98	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Apr-98	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
May-98	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45
Jun-98	0	2	0.55	2.55	0	2.25	0.6	2.85	0	1.82	0.63	2.45

CUADRO 26C: COMISIONES

Sistema consolidado

Comision y prima de seguros promedios (%)

	Comision administracion (fija y variable)	de Prima de Seguro y	Total ponderad o
Apr-96	2.066	1.043	3.109
May-96	2.068	1.043	3.116
Jun-96	2.07	0.914	2.984
Jul-96	2.067	0.867	2.934
Aug-96	2.065	0.86	2.926
Sep-96	2.065	0.861	2.926
Oct-96	2.068	0.86	2.928
Nov-96	2.055	0.86	2.915
Dec-96	2.055	0.86	2.915
Jan-97	2.055	0.86	2.915
Feb-97	2.055	0.86	2.915
Mar-97	2.055	0.86	2.915
Apr-97	2.054	0.86	2.914
May-97	2.053	0.86	2.913
Jun-97	2.052	0.84	2.892
Jul-97	2.051	0.596	2.647
Aug-97	2.05	0.578	2.628
Sep-97	2.049	0.579	2.628
Oct-97	2.055	0.572	2.627
Nov-97	2.054	0.573	2.627
Dec-97	2.054	0.573	2.627
Jan-98	2.054	0.573	2.627
Feb-98	2.053	0.573	2.626
Mar-98	2.052	0.573	2.625
Apr-98	2.052	0.573	2.625

Referencias

- Ayala, U. [1996]. *¿Qué se ha aprendido de las Reformas Pensionales en Argentina, Colombia, Chile y Perú?* Inter-American Development Bank Working Paper 330.
- Blommestein, H.J. [1997]. *Institutional Investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets*. Inter-American Development Bank Working Paper No. 359.
- Cerisola, A.M. [1998]. *Curso de Derecho de la Empresa*. Montevideo: Universidad ORT y Editorial y Librería Jurídica Amalio Fernandez.
- Crane, D.B., K.A. Froot, S.P. Mason, A.F. Perold, R.C. Merton, Z. Bodie, E.R. Sirri, and P. Tufano [1995]. *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston: Harvard Business School Press.
- Davis, E.P. [1997]. *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets. An International Perspective*. Oxford: Clarendon Press.
- Foley, B.J. [1991]. *Capital Markets*. London: Macmillan.
- Gillion, C. [1998]. *The ILO and Pensions*. Mimeo. Social Security Department. International Labour Office.
- Heffernan, S. [1996]. *Modern Banking in Theory and Practice*. Chichester & New York: John Wiley & Sons.
- Holzmann, R. [1998]. *A World Bank Perspective on Pension Reform*. Mimeo. World Bank.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny [1996]. *Law and Finance*. Cambridge (US): NBER Working Paper No. 5661.
- Larrañaga Zeni, N. [1996]. *El Nuevo Modelo de Previsión Social Uruguayo*. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria (FCU).
- Mesa-Lago, C. y F. Bertranou [1998]. *Manual de economía de la seguridad social*. Montevideo: Centro Latinoamericano de Economía Humana (CLAEH).
- Newman, P., M. Milgate, and J. Eatwell [1994]. *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance* (3 vols.). London: The Macmillan Press Ltd. & New York: The Stockton Press.
- Newman, P., M. Milgate y J. Eatwell [1998]. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (3 vols.). London: The Macmillan Press Ltd. & New York: The Stockton Press.
- Saldain, R. [1995]. *Reforma jubilatoria: El nuevo modelo previsional*. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.

Siandra, E. [9/1998]. *Sistemas de pensiones, sus reformas y los mercados de capitales*. Montevideo: Depto. de Economía (FCS), U. de la República.

Superintendencias de fondos de pensiones: Argentina, Chile y Perú [1996]. *Reformas a los sistemas de pensiones en Argentina, Chile y Perú*. Santiago-Chile: Asociación Internacional de Fondos de Pensiones.

Turner, J. and N. Watanabe [1995]. *Private Pension Policies in Industrialized Countries*. Kalamazoo, Michigan: W.E. Upjohn Institute for Employment Research.

United States Social Security Administration [1995 & 1997]. *Social Security Programs Throughout the World-1995 & 1997*. Washington DC: SSA Office of Research and Statistics.

World Bank [1994]. *Averting the Old-Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Oxford: Oxford University Press.