

El desempeño financiero de las Administradoras de Fondos de Pensión en Perú: Una revisión del periodo 2008-2020

The financial performance of Pension Fund Administrators in Peru: A review of the 2008-2020 period

Luis Enrique Moncada Salcedo

Universidad Nacional del Callao

✉ luis.moncada955@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-1641-8757>

RESUMEN

El desempeño financiero de las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP), es un referente a la estimación de la existencia de selectividad a través del Alfa de Jensen y del índice de Sharpe. El objetivo, explorar el desempeño financiero de las AFP y la rentabilidad real ajustada por riesgo de los fondos privados de pensiones en Perú, para el periodo 2008-2020. El estudio se sustentó con una revisión narrativa, según la jerarquización de la evidencia empírica, que permitió verificar el estudio exploratorio sobre el desempeño financiero y timing de mercado. Se da evidencia que la administradora Horizonte, mostró un desempeño financiero negativo, con índice Sharpe promedio (-0.13), explicando que no hay eficacia en las inversiones del portafolio, además de la no existencia de selectividad en las inversiones financieras en las administradoras (Horizonte, Integra y Prima). En conclusión, la capacidad de gestionar los fondos de jubilación por parte de las entidades del sistema financiero, a través de las cuentas de pensiones, mejorará enormemente la liquidez, sin mecanismos de expansión crediticia, de acuerdo con las tasas de interés; permiten los costos, y respecto a los indicadores de desempeño financiero, existe consenso que los retornos deben ser ajustados por el riesgo incurrido.

Palabras clave:

Desempeño financiero, Jerarquía, Selectividad, Liquidez, Fondo de pensión.

ABSTRACT

The financial performance of the Pension Fund Administrators (AFP) is a reference for estimating the existence of selectivity through Jensen's Alpha and the Sharpe index. The objective was to explore the financial performance of the AFPs and the real risk-adjusted profitability of private pension funds in Peru for the period 2008-2020. The study was supported by a narrative review, according to the hierarchy of empirical evidence, which allowed verifying the exploratory study on financial performance and market timing. It is evidenced that the Horizonte fund manager showed a negative financial performance, with an average Sharpe index (-0.13), explaining that there is no efficiency in the portfolio investments, besides the non-existence of selectivity in the financial investments in the fund managers (Horizonte, Integra and Prima). In conclusion, the ability to manage the retirement funds by the entities of the financial system, through the pension accounts, will greatly improve liquidity, without credit expansion mechanisms, according to the interest rates; they allow costs, and regarding the financial performance indicators, there is consensus that the returns should be adjusted for the risk incurred.

Keywords:

Financial performance, Hierarchy, Selectivity, Liquidity, Pension fund.

INTRODUCCIÓN

El Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) en la República del Perú por esencia contribuye al progreso y fortalecimiento del sistema de seguridad social en el área de pensiones, a efectos de conceder protección ante los riesgos de vejez, invalidez y fallecimiento, y está conformado especialmente por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP), las que gestionan los fondos de pensiones, de conformidad con el artículo 5 de la Ley N° 27328 (Ley 27328/2000, 2000). De manera complementaria, participan del SPP las empresas aseguradoras que administran las prestaciones que concierne, así como los entes que participan de los procesos operativos asociados a la administración de los Fondos de Pensiones.

Las AFP, en circunstancia de administradoras de los aportes obligatorios y voluntarios que ejecuten los afiliados a su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), asumen plena responsabilidad fiduciaria en su estado de negociantes asociativos cuyo designio

es el abastecimiento de los recursos adecuados para la autorización de una pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su jornada laboral activa (Ley 31192/2021, 2021).

El desempeño financiero de una AFP viene explícito directamente por la tasa de rentabilidad real que forja dichos fondos invertidos en los mercados de capitales, y este influye en el nivel de las futuras pensiones de los afiliados al sistema, sostiene que uno de los principales desafíos de los esquemas de inversión social adoptados en América Latina es lograr una tasa de retorno comparable o satisfactoria de los fondos de pensiones que administran, que reduzca los riesgos inherentes a las inversiones (Ríos, 2018). La utilidad obtenida, gracias a las inversiones realizadas, pertenece únicamente a las filiales, y en ese sentido la utilidad satisfactoria es la única forma de encaminar el sistema privado de pensiones hacia un mejor futuro para sus afiliados.

La gestión de los fondos de pensiones privados debe evaluarse de manera diferente a la tradicional medida de rentabilidad, para determinar la eficiencia y calidad de las inversiones de las AFP (Banco Interamericano de Desarrollo, 2019). Para Mesa-Lago (2016), la rentabilidad satisfactoria u óptima es uno de los aspectos que se debe abordar en el sistema de pensiones, en nuestro país y en otros países latinoamericanos, y ante los argumentos presentados, pretendemos indagar en temas que no son analizados y discutidos en nuestro país: i) el desempeño financiero de las AFP, aún con la tasa de retorno real de los fondos de pensiones privados, la tasa de retorno de los valores e instrumentos libres de riesgo; ii) determinar la presencia de market timing en las decisiones de inversión de las AFP, si y sólo si, en teoría han adoptado estrategias de habilidades en sintonía con los mercados financieros.

Adentrándose en la realidad de los fondos de pensiones en Perú, el cálculo de la pensión que reciben los beneficiarios de este subsistema varía según el trabajador, sea hombre o mujer. Para los hombres, la pensión es la trigésima parte del ingreso promedio pagadero de los últimos doce meses por cada año de servicio (Redacción Gestión, 2019). En tanto, para las mujeres, la pensión es una quinta parte del ingreso promedio posible durante los últimos doce meses por cada año de servicio. En cualquier caso, el monto máximo anual al que se puede acceder bajo este programa es de dos Unidades Impositivas Tributarias (UIT), válidas por cada oportunidad de pago (Congreso de la República, 2009).

Dado el contexto financiero de los fondos de pensión y las provisiones realizadas, vale la pena preguntarse si todavía hay espacio para arreglar los principales parámetros

(ratio reemplazo, tasa de cotización y edad de jubilación). En el caso del polimorfismo, lo que notamos es que ha habido correcciones paramétricas importantes, el sistema muestra que la situación financiera en desde mediados del año 2017 es más estable que al principio desde el año 2000. Según proyecciones, el gasto público en este subsistema alcanzará el 4,3% del PIB, para el año 2075 (Comisión Económica para América Latina, 2019). A su vez, se han ejecutado pequeños cambios en la tasa de reemplazo, no obstante, los plazos de jubilación siguen siendo muy flexibles y lo que empeora esta situación es que es un subsistema que incluye una gran cantidad de pequeña parte de la población.

La revisión narrativa se justificó en la problemática del sector financiero de las AFP, el cual abarca alrededor de 8 millones de afiliados al sistema privado de pensiones y en tal sentido se convierte en una exigencia de política macroeconómica, con la premisa de la aceleración del proceso ahorro-inversión en la economía peruana (Instituto Peruano de Economía, 2021). Por otro lado, se asume que los administradores de los fondos privados de pensiones inviertan en carteras eficientes y obtengan rentabilidades superiores al promedio del mercado, y diversifiquen la cartera para minimizar el riesgo inherente. Entonces, la administración de los fondos privados representa una responsabilidad y garantía para que las pensiones de los afiliados sean justas y aseguren su bienestar en el futuro. Se pretende abordar el desempeño financiero de las AFP, desde una perspectiva de métodos cuantitativos como la estimación de la existencia de selectividad a través del Alfa de Jensen y del índice de Sharpe (Ames-Santillán, 2014). Con base en los antecedentes, el objetivo del estudio es explorar el desempeño financiero de las AFP y la rentabilidad real ajustada por riesgo de los fondos privados de pensiones en Perú, para el periodo 2008-2020.

Metodología

El enfoque de investigación empleó un tipo de revisión que se caracteriza por ser de una forma más o menos exhaustiva; realizada por experticia del autor en el área de finanzas, una revisión narrativa (Aguilera-Eguía, 2014), y el autor responde a la pregunta de investigación: ¿Cómo es el desempeño financiero de las AFP y la rentabilidad real ajustada por riesgo de los fondos privados de pensiones en Perú? Para dar respuesta, se recolectó referencias bibliográficas de origen para el periodo 2008-2020, según la jerarquización de la evidencia empírica, que permita verificar el estudio exploratorio sobre el desempeño financiero y timing de mercado; basada en modelos econométricos y teorías sustentada en los modelos de Jensen (1968) y Sharpe (1974). Además, el diseño de la investigación bajo el paradigma de la interpretación colectó resultados de series de tiempo de variables del sistema financiero, sistema

privado de pensiones de tres AFP que operan en Perú (Integra, Prima, Profuturo).

Métodos cuantitativos de desempeño financiero y el beneficio adicional de un fondo de inversión

$$Sharpe = \frac{R_p - r_f}{\alpha(R_p - r_f)}$$

Sujeto a $0 \leq x_i \leq 1$

Para desarrollar este método de optimización, se seleccionan los siguientes criterios para obtener una base de datos de estructura confiable:

- La información utilizada para mejorar la cartera es un representante del fondo de pensiones peruano AFP, incluidas las acciones más representativas del mercado del país.
- Las muestras empleadas para mejorar son las frecuencias diarias.
- El estímulo de la ganancia se usa para procedimientos e incentivos legales, mejorada por la estación de información nacional del Banco Central de la Reserva del Perú (BCRP), y luego calcula el beneficio real diariamente.
- El algoritmo de optimización considera datos históricos no mayor a cinco años. Debido a que las acciones del BCRP proporcionaron al menos un periodo sin diferencias en los precios (retorno mensual = 0%), el proceso de no verificar estas existencias disponibles puede incurrir en problemas de liquidez debido a la falta de transacciones

Determinación del desempeño financiero a través del índice de Sharpe

$$\text{Índice Sharpe} = \frac{a_{rp} - a_{rl}}{\alpha_p}$$

Donde:

S_p = Índice de Sharpe

a_{rp} = Retorno promedio del portafolio en el período de evaluación

a_{rl} = Tasa de interés promedio de libre riesgo

σ_p = Desviación estándar de los retornos del portafolio.

Existencia de selectividad del Alfa de Jensen en el sistema de fondo de pensiones, 2008-2020

El modelo econométrico planteado por Jensen (1968), propuesto en su obra “*The Performance of mutual Funds in the período 1945-1965*”, indica lo siguiente:

$$r_{pt} - r_{lt} = \alpha_p + \beta_p (r_{mt} - r_{lt}) + \varepsilon_{pt}$$

$Y = r_{pt} - r_{lt}$ = (rentabilidad real ajustada por riesgo del SPP)

$X = \beta_p (r_{mt} - r_{lt})$ = (diferencial de la tasa de variación del IGBVL y la tasa de los certificados de depósitos Banco Central de Reserva del Perú)

Donde α_p el intercepto de la regresión, que medirá la existencia de selectividad ó también desempeño financiero en las inversiones en las AFP y sistema privado de pensiones. Si $\alpha_p > 0$ hay selectividad y si $\alpha_p < 0$ no hay selectividad

$Y_i = (r_{pt}AFP_i - r_{lt})$, rentabilidad ajustada por riesgo para cada AFP_i

Market Timing en el sistema privado de pensiones, 2008-2020

Para la estimación se utilizó el modelo econométrico planteado por (Bokhtiar y Mainul, 2016). El modelo quedaría formulado por la siguiente manera:

$$r_{pt} - r_{lt} = \alpha_p + \beta_p (r_{mt} - r_{lt}) + \theta_p (r_{mt} - r_{lt})^2 + \varepsilon_{pt}$$

Dónde:

$Y = (r_{pt} - r_{lt}) =$ (rentabilidad real ajustada por riesgo del SPP)

$X = \beta_p (r_{mt} - r_{lt}) =$ (mide el diferencial de la tasa de variación del IGBVL y la tasa de los CDBCRP), como variable proxy del diferencial de rentabilidad del mercado de títulos (SML)

$Z = \theta (r_{mt} - r_{lt})^2 = X^2$

$B_p =$ Coeficiente beta de la cartera p

$\theta_p =$ Mide la habilidad de timing de la cartera p

$\varepsilon_t =$ Error aleatorio

Si $\theta_p > 0$, estaría indicando una buena sincronización de la cartera de inversiones, ante los cambios de la rentabilidad del mercado, así mismo nos reflejaba una acertada política de selección de activos en el portafolio.

Resultados del desempeño financiero en la República del Perú

El desempeño financiero promedio de cada AFP se obtiene al comparar el índice

Sharpe anual de cada AFP con el índice promedio del SPP, que actúa como un Benchmark de la industria o sector del sistema de pensiones. El desempeño financiero del sistema privado de pensiones promedio (0.071), representa un valor positivo, pero muy cercano a cero, lo que significa que el rendimiento ajustado por riesgo del SPP, apenas es casi igual al rendimiento del activo de libre riesgo, pero se hace hincapié que la evolución anual de dicho desempeño financiero del SPP fue muy errático, con predominio de valores negativos entre 2008-2016, y únicamente valores positivos de desempeño financiero entre 2017-2020.

A nivel individual, tenemos que la AFP Horizonte, que funcionó hasta agosto del 2013, muestra un desempeño financiero negativo, dado que su índice Sharpe promedio (-0.13), da evidencia que no hubo eficacia en las inversiones de dicha AFP, y también que las alternativas de inversión no estuvieron en función de la línea de mercado de capitales, que permita maximizar la rentabilidad esperada con su riesgo definido en función de la volatilidad.

Las AFP Integra, Prima y Profuturo, en cambio; muestran un desempeño financiero positivo, para el periodo de 2008-2020, con índices Sharpe promedio y comparados con el promedio del SPP (0.034), (0.045) y (0.062) respectivamente. Estos valores de desempeño financiero no son sobresalientes y es inferior al mostrado por el SPP en conjunto (0.071). Además, el desempeño financiero anual para cada AFP pasó de valores positivos a negativos, y con valores debajo del promedio del SPP, a pesar de que estas AFP son las más importantes del sistema, por los montos de fondos que administran, número de afiliados al sistema y por el tiempo de vigencia en el mercado, no obstante, no han mostrado un desempeño financiero positivo sobresaliente de manera sistemática, en el periodo de estudio, y en la mayoría de los casos su desempeño financiero es casi nulo.

La AFP Hábitat muestra un desempeño financiero positivo promedio (0.352) y superior al promedio del SPP. Los valores de desempeño financiero anuales comparado con el promedio del SPP fueron positivos (0.640), (0.420), (0.480), (0.010), (0.050) y (0.410) respectivamente en sus 6 años de funcionamiento, lo cual evidencia que tuvo la mejor performance en la administración de los fondos privados de pensiones.

El desempeño financiero de AFP Hábitat es un caso particular, dado que es la más pequeña del sistema, y abarcó el período 2015 al 2020, y es precisamente el periodo de mayor estabilidad del mercado financiero nacional e internacional.

Estos resultados de los índices de Sharpe de las AFP y del SPP, durante el estudio, se debe por la volatilidad de la tasa de rentabilidad real promedio del sistema privado de

pensiones ajustada por la tasa de interés, dado que el BCRP maneja esta tasa como instrumento de política monetaria y de regulación del crédito en la economía, y otro factor explicativo importante es la inestabilidad del sistema financiero internacional, en el periodo de análisis, como son: crisis financiera Subprime, crisis en la zona del Euro (2010-2012), desaceleración de la economía china a partir del 2016, y finalmente la pandemia por la COVID-19.

Estimación del coeficiente de Alfa de Jensen

Según la evaluación y análisis de todas las regresiones efectuadas, para el periodo 2008-2020 evidencia claramente, a través del estimador alfa de Jensen, la no existencia de selectividad en las inversiones financieras en las administradoras (Horizonte, Integra y Prima). Los coeficientes de alfa de Jensen fueron negativos y solo dos AFP (Profuturo y Hábitat), muestran un coeficiente alfa de Jensen positivos, pero estadísticamente no significativos, y por consiguiente con valor-p (0.2360) mayor al alfa (0.05).

La evidencia obtenida a través del coeficiente alfa de Jensen permite interpretar que la gestión de los fondos privados de pensiones no ha sido óptima, las carteras de inversiones no conforman parte de una frontera eficiente y nos indica también la no existencia de habilidad de los administradores de las AFP que permita incorporar en su cartera, valores subvaluados, tendientes a maximizar rendimientos y minimizar riesgo.

La no existencia de timing de mercado, en el periodo 2008-2020 en el sistema privado de pensiones y para las AFP no se puede precisar con exactitud, debido al menor número de observaciones consideradas y su estimador explica la asincronía de la cartera de sus inversiones, con los cambios de rentabilidad de mercado, es decir los gestores de las AFP no se comportaron como timer activos.

¿Qué explican los modelos de desempeño financiero con relación al resultado esperado de las AFP?

Se espera que la estrategia de inversión se desarrolle porque se despliega el modelo de optimización avanzada para mostrar la supervivencia de la cartera de los fondos de pensiones y alcanzar el último valor en por lo menos 3 a 5 años, con una tendencia al alza en el índice del mercado, que aparece en los valores reales del BCRP (Núñez y León, 2019). De manera similar, desde la perspectiva de riesgo, está claro que la volatilidad de la cartera propuesta para las bajas etapas de referencia del mercado,

lo que indica una estrategia de inversión esperada de un algoritmo. El desarrollo es relativamente mejor en riesgo. Estos hallazgos a priori muestran que beneficios de la cartera de mercado son eficientes o no en Perú durante el período de análisis.

De acuerdo con las comparaciones realizadas en donde evidentemente se observa un mejor comportamiento por parte de los portafolios simulados frente al comportamiento de las AFP, bajo las condiciones asumidas, la aplicación del modelo de optimización hubiese podido constituirse en una herramienta efectiva para la administración activa de portafolios durante los periodos analizados, y que de acuerdo a los resultados obtenidos, podría ser útil su uso eventual en el presente para la constitución futura de portafolios de inversión en el mercado de valores en Perú.

Lo anterior conduce a pensar que, de acuerdo a los análisis desarrollados y los resultados obtenidos, el uso de modelos de optimización basados en conceptos y herramientas tradicionales financieras es válido y efectivo en términos de administración de portafolios en Perú, y que incluso podría llegar a ser más efectivo que los criterios utilizados actualmente por los administradores.

Por la relevancia de los resultados obtenidos, es claro el potencial de desarrollo de investigaciones más profundas en donde se evalúen diferentes ventanas de tiempo y estrategias de inversión basadas en la variedad de la frecuencia en los rebalances. Este tipo de trabajos futuros brindarán conclusiones más sólidas y aportes más concretos para, incluso, soportar una implementación del modelo en entornos reales.

¿Cuál es la realidad de las administradoras de fondos de pensiones en Perú?

La nueva reforma previsional propone que las AFP paguen a las cuentas individuales un porcentaje de las comisiones recibidas cuando los fondos tengan rendimientos reales negativos en el año calendario. ¿Es un rendimiento real negativo necesariamente una medida de desempeño deficiente? ¿Qué mecanismos existen para alinear los intereses de los directores y los miembros? ¿Significa esto que los fondos AFP administraron mal sus inversiones? No necesariamente, especialmente si consideramos que, en los últimos 10 años, el fondo de (Prima) ha triplicado los ahorros para el retiro en términos reales, mientras que el fondo (Integra) apenas los ha duplicado.

El ejemplo anterior nos recuerda que existe una compensación de mercado por asumir un riesgo financiero que conduce a mayores rendimientos esperados. En el contexto del sistema de AFP, esto significa que el riesgo de mercado se traducirá en

mejores pensiones para los afiliados en el largo plazo. Para evaluar el desempeño de un fondo de inversión, es necesario compararlo con alternativas con el mismo nivel de riesgo (Vargas y Torrico, 2020). La mejor de estas alternativas se conoce como cartera estándar y su rentabilidad brinda el costo de oportunidad de invertir en el fondo. Cada fondo mutuo tiene su propio estándar; si la rentabilidad del fondo es superior a la que ofrece el índice, el fondo se considera una buena inversión.

Una forma de encontrar un buen punto de referencia es hacer coincidir cada una de las clases de activos del fondo con un índice conocido y ponderar correctamente las posiciones en cada una. Rudolph y Sabat (2016) propusieron una metodología para desarrollar estándares de largo plazo para fondos de economías emergentes en Chile, pero aplicable al Perú. Su concepto estándar es más amplio, porque en lugar de analizar la relación entre el riesgo y el rendimiento de un fondo, comparan las pensiones esperadas con las metas del sistema de pensiones.

Otra manera de encontrar un punto de referencia es resumir el riesgo de un fondo en una serie de factores limitantes. Los objetivos de las administradoras y gobierno están permitidos con inversiones más eficientes a un cierto nivel de riesgo (Ministerio de Economía y Finanzas, 2022). Si las sucursales pueden llevar a un rendimiento exacto a cada entidad, pueden recompensarlos por su gestión de dinero. Sin embargo, esto realmente no sucede por dos razones: i) hay un efecto rebaño entre los administradores que reflejan que el mismo tipo de dinero se ve muy excesivo y ii) hay un estancamiento a través de los costos de documentación y formalidades centralizadas de los bancos de reservas de cada país en cuanto a la información financiera de evaluación.

Para el Perú, es importante proyectarse en este beneficio financiero no solo por el factor social de garantizar la calidad de vida de los pobladores, sino porque también representa solidez del mercado financiero, y reduce el riesgo de inversión país. Por ello se debe mirar las valoraciones de Melbourne Mercer Global Pension Index, donde los mejores sistemas de pensiones son los de Holanda y Dinamarca. El modelo de los países bajos se considera el mejor, ya que combina un sistema público y un sistema de inversión personal, con una pensión equivalente al 70% del salario mínimo para las personas que viven solas y al 50% para las personas que viven mancomunadas (Mercer, 2022). Por otro lado, existen fondos de pensiones colectivos que las empresas pagan mensualmente a sus empleados, y aunque no es obligatorio, el 90% de los trabajadores estatales son propietarios de este fondo. Por último, existen productos de servicios individuales que son utilizados específicamente por autónomos, trabajadores sin sistema de atención colectivo, o por cualquier persona que lo desee. Este es el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones

(SPP) ideal que debe perseguir la República de Perú.

Propuesta de AFP y estado actual comparado con otros países

La propuesta de un mecanismo de vinculación de los incentivos de los administradores y subsidiarias es obligar al primero a invertir parte de su patrimonio en los fondos que administra. En Perú, no se cumple parcialmente esta función, aunque su objetivo principal es registrar las solicitudes de reserva para garantizar que el administrador respete la rentabilidad mínima. Sin embargo, se debe tener cuidado con este mecanismo, ya que el encaje afecta negativamente el ingreso de nuevos participantes y por ende la competencia al sistema.

Los legisladores peruanos deben sopesar los argumentos técnicos presentados aquí frente a las realidades actuales del sistema de pensiones. La implementación de una política pública alineada con los objetivos de las sucursales y administradoras, y la adecuada medición del desempeño de estas últimas, conducirá a un sistema de pensiones más fuerte, buenas pensiones y más por venir.

Perú tiene el segundo costo más alto, con un promedio no mayor a 3% (menor a 2% de comisiones netas y alrededor de 1% de primas) entre los nueve sistemas privados de pensiones de la Región. En comparación con países de Latinoamérica, Colombia ocupa el primer lugar, pero los riesgos de invalidez y sobrevivencia incluyen la contribución del empleador. La carga administrativa (generalmente 1%) durante la actividad laboral del asegurado reduce la acumulación de cuenta personal en no más del 20% mientras que en Perú llega al 30% (Comisión Económica para América Latina, 2019). Por lo tanto, es necesario reducir los costos del sistema peruano y las utilidades de las AFP aumentando la competencia.

Para tal fin, la ley de 2012 introdujo una serie de medidas, como subastas de comisión neta entre AFP para que quien ofrezca la comisión más baja gane sobre los nuevos ingresos al mercado laboral. Este comité también aplica para los ex aportantes de AFP. Ejemplo de ello en Chile, en la subasta de 2014, AFP fijó la comisión neta menos del 1% (frente a 1,47% en Perú), pero solo del 20% de los afiliados, mientras que el 80% restante pertenece a la antigua administradora de los fondos. Este comportamiento de los fondos se debe a dos factores: el desconocimiento de los afiliados, la amplia publicidad y el uso de la fuerza de ventas de las administradoras con mayores recursos, lo que acentúa la seguridad de las AFP en su negocio y el riesgo de cambiarse a otros portafolios más asequibles. Es necesario sensibilizar a los

asegurados y publicar comparaciones informativas sencillas de comisiones, primas y rendimientos netos reales entre las aseguradoras.

En tanto, la Comisión Presidencial de Chile también recomienda que no solo las nuevas sucursales, excepto las antiguas, sino también una pequeña parte de las demás sucursales, los nuevos asegurados se asignen automáticamente a la administradora del fondo de pensiones más rentable. Retornando al contexto actual, existen dos importantes sistemas de pensiones en el Perú: el Sistema Privado de Pensiones (SPP) y el Sistema Nacional de Pensiones (SNP). También hay una pequeña selección de programas especiales como el Fondo de Pensiones de la Policía Militar o el Fondo de Pensiones de los Pescadores, entre otros. Debido a la severa crisis sanitaria, la cartera del SPP, en manos de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), ascendió a \$43.120 millones en junio, cifra inferior a la de fines de 2019 (\$52.801 millones).

La crisis actual ha afectado las inversiones de capital en todo el mundo, que repuntaron en junio, pero las medidas de liberación de parte de los fondos -propuestas por el legislativo y el ejecutivo- eventualmente provocaron la referida caída. Es importante señalar que la cartera de pensiones representa a lo sumo el 20% del PIB, apoya el ahorro nacional y financia inversiones en infraestructura en la economía de energía, transporte, comunicaciones, saneamiento y salud, con recursos que representan un 9% de la cartera total de inversiones. Según la Superintendencia de Bancos, seguros y AFP, a junio de 2020, el número de sucursales de AFP es de casi 8 millones, de los cuales solo unos 2.5 millones son accionistas activos. Un fuerte descenso si tenemos en cuenta que a finales de 2019 alcanzó los 3,3 millones, este es el panorama de los fondos privados de pensión en Perú

Alternativas de mejora de los portafolios AFP

En la literatura financiera, existen varios índices para medir el desempeño financiero de los fondos privados de pensiones y de los fondos de inversión, y tal como lo señala Sharpe (1974), la mayoría de estos índices ha ignorado o no lo han tratado adecuadamente el riesgo y propone una medida, que es conocida como métodos de Sharpe y Jensen, basadas en el modelo media-varianza, en donde el riesgo total es medido por la desviación estándar y el riesgo sistemático de covarianza por el coeficiente beta.

Castillo y Lama (1998), considera que los indicadores de gestión de portafolio pueden ubicarse en dos categorías: i) Los indicadores de Sharpe y Treynor, que muestran el grado de eficiencia con que los inversionistas institucionales realizan gestión de portafolio, y ambos índices se sustentan en la teoría de portafolio de Markowitz. ii)

los indicadores de los modelos de Jensen, Treynor-Mazuy y el modelo EGARCH-M, que explican a qué se debe las diferencias de desempeño y de timing de mercado.

En tanto, la Comisión Económica para América Latina (2020), sostiene respecto a los indicadores de desempeño financiero, que existe consenso que los retornos deben ser ajustados por el riesgo incurrido. Sin embargo, los factores a considerar en esta medición pueden ser variados, por lo que se ha creado diversas ratios. Una de las diferencias radica en los principios de las teorías modernas y postmodernas en cuanto a la manera en que se considera el riesgo.

Priorizar e incentivar estudios y reformas normativas que permitan gestionar los fondos privados de pensiones con mayor eficiencia y competitividad, y poder cumplir con el objetivo para el cual fueron creadas, según Decreto Ley N° 25897. Los futuros estudios relacionados con la rentabilidad de los sistemas privados de pensiones, se debe incrementar las frecuencias de las observaciones, con datos semanales y diarios es más ventajoso para evaluar la performance de los administradores de fondos de pensiones, y su correlato de mejora de las pensiones de los afiliados. Originar un fondo de compensación solidaria, como existe en otros países, para garantizar una pensión mínima, y acorde con el coste de vida, sería financiado de manera compartida entre AFP y afiliados al momento de retiro.

Para el logro de una mayor eficiencia en sus inversiones, Las AFP deben fomentar y financiar la investigación en temas relacionados con: pensiones e inversiones, utilizando modelos de datos de panel, modelo EGARCH-M, que explican a qué se debe las diferencias de desempeño y de timing de mercado.

Conclusión

Una de las causas del desempeño positivo para los fondos de pensión, es una visión a largo plazo establecida por la ley, que reduce el riesgo de tomar decisiones basadas en eventos periódicos que podrían tener un impacto negativo en los beneficios de las futuras inversiones. En contraste, si estamos hablando de la variable de origen de las entidades del sistema financiero, es necesario considerar la falta de objetivos únicos de la gestión de recursos a largo plazo, pero se centran en las perspectivas temporalmente diferentes (a corto, mediano y largo plazo).

Por eso la naturaleza del riesgo, los consideran y las ganancias que reciben son diferentes. Estas diferencias son agudas si creemos que, si los fondos de jubilación se proporcionan en las instituciones financieras, no se aislarán del riesgo de servicios u otras actividades, como ocurre al administrar una entidad separada como hornos

y después de haberlo identificado, el fondo de jubilación es independiente de la herencia de AFP. Por lo tanto, si los fondos de jubilación son administrados por una institución financiera, pueden pagar riesgos potenciales que afecten los objetivos del sistema de pensiones que brindan protección efectiva frente al envejecimiento, discapacidad y muerte. Riesgos de que una entidad financiera administre fondos.

La capacidad de gestionar los fondos de jubilación por parte de las entidades del sistema financiero, a través de las cuentas de pensiones, mejorará enormemente la liquidez en estas entidades, sin mecanismos de expansión crediticia de acuerdo con las tasas de interés permiten los costos. Esta liquidez más grande no soportará las tasas de impuestos pagadas solo en depósitos bajos, pero si la inversión total de estos fondos no es para el superávit más alto, esto aumentará el riesgo de instituciones financieras, lo que afecta a su solución salina de esta manera.

Además, también es posible arriesgarse a las actividades de ventas relacionadas, que son el resultado directo o indirecto de las fuerzas de ventas conjuntas, que a menudo se utilizan, lo que indicará el cambio en las preferencias y tomará decisiones. De manera similar, esto puede llevar a posiciones indeseables, como vincularse o transferir cuentas de pensiones en una institución financiera, que se puede emplear como un medio para obtener ofertas al otorgar productos financieros. Mientras, el crédito afecta los beneficios de la evaluación en los sistemas de ahorro obligatorios a largo plazo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ley 27328/2000, de 24 de julio de 2000, de Ley que incorpora bajo el control y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros a las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. Lima, 24 de julio de 2000, núm 5, pp. 1-3 .

Ley 27328/2000, de 18 de mayo de 2021, de Ley que incorpora bajo el control y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros a las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. Lima, 18 de mayo de 2021, núm 1, pp. 3-4

Ríos, M. (2018). AFP: ¿Cuál es la desventaja de pasarse de un fondo de alto riesgo a uno conservador?. Gestión. Recuperado de: <https://gestion.pe/tu-dinero/afp-desventaja-pasarse-fondo-alto-riesgo-conservador-232792-noticia/>

Banco Interamericano de Desarrollo. (2019). Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma. <https://publications.iadb.org/publications/>

[spanish/document/Diagn%C3%B3stico_del_sistema_de_pensiones_peruano_y_avenidas_de_reforma_es.pdf](https://zenodo.org/record/10556994/files/spanish/document/Diagn%C3%B3stico_del_sistema_de_pensiones_peruano_y_avenidas_de_reforma_es.pdf)

Mesa-Lago, C. (2016). Sugerencias para la reforma de pensiones en el Perú. Apuntes, 43(78), 41-60. https://dx.doi.org/10.21678/0252-1865-00430078_2

Redacción Gestión. (2019). AFP: Calculadora de pensión: ¿Sabes cuánto recibirá de acuerdo a su AFP?. Gestión. Recuperado de: <https://gestion.pe/tu-dinero/calculadora-de-pension-sabes-cuanto-recibira-de-acuerdo-a-cada-afiliacion-de-afp-noticia/>

Congreso de la República. (2009). Aprueban en Comisión Permanente normas para los de la ley 20530. <https://www2.congreso.gob.pe/Sicr/Prensa/heraldo.nsf/CNnoticiasanteriores/9cce7ea0642c976005256d5d00764a0f?OpenDocument>

Comisión Económica para América Latina. (2019). Determinantes de las tasas de reemplazo de pensiones de capitalización individual: escenarios latinoamericanos comparados. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/7020-determinantes-tasas-reemplazo-pensiones-capitalizacion-individual-escenarios>

Instituto Peruano de Economía. (29 de marzo de 2021). El costo del retiro. <https://www.ipe.org.pe/portal/el-costodel-retiro/>

Ames-Santillán, J.C. (2014). Desempeño de las administradoras de fondos de pensiones y mecanismo de selección basado en la probabilidad de pérdida. Contabilidad y Negocios, 9(17), 15-48. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=281632446003>

Aguilera-Eguía, R. (2014). ¿Revisión sistemática, revisión narrativa o metaanálisis?. Revista de la Sociedad Española del Dolor, 21(6), 359-360. <https://dx.doi.org/10.4321/S1134-80462014000600010>

Jensen, M. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. The Journal of Finance, 1, 389-416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>

Sharpe, R.A. (1974). Ideology and Ontology. Philosophy of the Social Sciences, 4(1), 55–64. <https://doi.org/10.1177/004839317400400104>

Bokhtiar-Hasan, M., & Mainul-Ahsan, A. (2016). Can Mutual Funds Outguess the Market: Evidence from Bangladesh?. Journal of Finance and Accounting, 4(1), 11-19. <http://www.sciepub.com/reference/175226>

- Núñez-Mora, J.A., & León-Alvarado, M.A. (2019). Determinación de un portafolio de referencia para las SIEFORE Básicas a través de un modelo de riesgo-rendimiento que optimiza la tasa de reemplazo. *EconoQuantum*, 16(1), 57-82. <https://doi.org/10.18381/eq.v16i1.7159>
- Vargas-Sánchez, A., & Torrico-Salamanca, J. (2020). Indicadores comparativos y el desempeño de los fondos mutuos. *Revista Investigación & Desarrollo*, 19(2), 27-42. <https://doi.org/10.23881/idupbo.019.2-2e>
- Rudolph, H., & Sabat, J., N. (2016). Building Long-Term Portfolio Benchmarks for Pension Funds in Emerging Economies. Policy Research Working Paper, pp 1-36. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/24865/WPS7784.pdf?sequence=4&isAllowed=y>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2022). Guía General para la Identificación, Formulación y Evaluación de Proyectos de Inversión. https://www.mef.gob.pe/contenidos/inv_publica/docs/Metodologias_Generales_PI/GUIA_EX_ANTE_InviertePe.pdf
- Mercer. (2022). Índice Global de Pensiones 2021. <https://www.latam.mercer.com/our-thinking/global-pension-index.html>
- Castillo, C., & lama, R. (1998). Evaluación de portafolio de inversionistas institucionales: fondos mutuos y fondos de pensiones. Banco central de la Reserva del Perú. Recuperado de: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/1998/Documento-Trabajo-05-1998.pdf>.
- Comisión Económica para América Latina. (2020). El sistema de pensiones en el Perú. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/45800/4/S2000383_es.pdf: