

**La incidencia de la gestión
de las inversiones de las
AFP en el período: 2010-2013**

Julio Cesar Manrique Céspedes
José Raúlín Narváez Pozo
Rosa Elvira Villanueva Figueroa
Abraham Cárdenas Saavedra
Martin Albino Solis Tipian

La incidencia de la gestión de las inversiones de las AFP en el período: 2010-2013

Julio Cesar Manrique Céspedes
José Raulín Narváez Pozo
Rosa Elvira Villanueva Figueroa
Abraham Cárdenas Saavedra
Martin Albino Solis Tipian

**La incidencia de la gestión
de las inversiones de las
AFP en el período: 2010-2013**



Título original:
La incidencia de la gestión
de las inversiones de las
AFP en el período: 2010-2013

Primera edición: octubre 2020

© Julio Cesar Manrique Céspedes
José Raulín Narváez Pozo
Rosa Elvira Villanueva Figueroa
Abraham Cárdenas Saavedra
Martin Albino Solis Tipian
2020,

Publicado por acuerdo con los autores.
© 2020, Editorial Grupo Compás
Guayaquil-Ecuador

Grupo Compás es una editorial de la Universidad de Oriente desde el 2017, cada uno de sus textos han sido sometido a un proceso de evaluación por pares externos con base en la normativa del editorial. Este texto ha sido sugerido para su indexación en Latindex, Redib, ErihPlus, mediante ISSN 2600-5743 Folio 28701 Folio Único 24972 Centro de Acopio, Ecuador

El copyright estimula la creatividad, defiende la diversidad en el ámbito de las ideas y el conocimiento, promueve la libre expresión y favorece una cultura viva. Quedan rigurosamente prohibidas, bajo las sanciones en las leyes, la producción o almacenamiento total o parcial de la presente publicación, incluyendo el diseño de la portada, así como la transmisión de la misma por cualquiera de sus medios, tanto si es electrónico, como químico, mecánico, óptico, de grabación o bien de fotocopia, sin la autorización de los titulares del copyright.

Editado en Guayaquil - Ecuador

ISBN: 978-9942-33-337-7



Cita.

Manrique. J, Narváez. J, Villanueva. R. Cárdenas. A, Solis. M. (2020) La incidencia de la gestión de las inversiones de las AFP en el período: 2010-2013, Editorial Grupo Compás, Guayaquil Ecuador 111 pag

Capítulo 1

La investigación de la Gestión del Sistema Privado de Pensiones (AFP) con respecto al Mercado Financiero tiene como propósito principal conocer el desarrollo del sistema privado de pensiones, conocer cuántos fondos posee, cuantas personas están afiliadas, con la finalidad de determinar su rendimiento Económico/ Financiero, el cual tiene repercusión en la nueva composición del mercado financiero y en la economía de nuestro país. En 1981, Chile fue el primer país en el mundo que aplicó este sistema. Doce años más tarde, el Perú se convirtió en el segundo país en adoptarlo. Posteriormente muchos países de América Latina emprendieron una reforma de fondos de pensiones, en forma alternativa como remplazo del sistema público de pensiones. Durante los últimos años se han desarrollado en muchos países, sistemas previsionales a fin de incentivar fórmulas de prestación complementaria de pensiones, dadas las dificultades que presentan los sistemas públicos para mantener niveles de coberturas elevados. Si bien existen fórmulas alternativas de los fondos de pensiones privados para la materialización de lo que podría denominarse el ahorro-previsión, lo cierto es que el mercado de los fondos de pensiones privados y el mercado financiero ligada a los mismos, ha tenido una notable expansión. En una informe anual en el que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) que vienen analizando el desarrollo del mercado previsional en el mundo hizo una publicación de la

evolución y estructura de este mercado en el 2013 estableciendo en este periodo el siguiente análisis: Los países desarrollados tienen mayor presencia en este tipo de fondos. La mayor concentración se sitúa en Estados Unidos, acaparando más del 50% de la mencionada inversión; otros países destacados, cuyos fondos concentran inversiones son el Reino Unido, Japón, Australia, Holanda y Canadá, tal como puede apreciarse en el siguiente cuadro.

Hay una marcada diferencia entre los países tomando en cuenta , el posible mayor desarrollo de sistemas alternativos de ahorro-previsión y el propio desarrollo del país en cuestión relacionados con las preferencias de las familias para la localización del ahorro.

Es previsible que esta evolución del sistema previsional vaya a estar condicionada a corto plazo por el impacto que sobre el ahorro de las familias puede seguir teniendo en muchos de ellos el alargamiento de la crisis financiera internacional.

Existen 24 países en el mundo con sistemas de capitalización individual, de los cuales 10 pertenecen a América Latina tal como se indica en el siguiente cuadro.

Tabla 1

Países con Sistema de Capitalización Individual

País	Creación
Chile	1981
Perú	1992

Colombia	1994
Uruguay	1996
Bolivia	1996
El Salvador	1996
Costa Rica	1996
México	1997
Panamá	1997

AFP en el Perú

En el Perú este proceso se inició en 1,992 teniendo como base el cumplimiento de los objetivos siguientes: Lograr que la mayor proporción posible de la población posea un plan de pensiones, lo cual significa que el sistema previsional cuente con un alto nivel de cobertura;

Procurar que las prestaciones del sistema permitan cubrir las necesidades de dicha población durante su vejez.

Este sistema previsional a diferencia del público en la cual los fondos son de propiedad común porque permite que los administradores distribuyan los fondos entre los afiliados del sistema o desde los afiliados a otras personas que se encuentran fuera del sistema, en el Privado la administración de estos fondos no paga beneficios a las personas que no contribuyeron y por lo tanto no existen transferencias ; este sistema de capitalización se limita a pagar pensiones de vejez (adicionalmente provee los servicios de jubilación anticipada, pensión de invalidez, pensión de sobrevivencia y gastos de sepelio) y no otros beneficios tales como el de la salud; en este sistema existe un

fondo generado por las personas que cotizaron antes de su vejez.

En el sistema privado de pensiones adoptado por nuestro país mediante el Decreto Ley 25897 de noviembre de 1992, existe capitalización de cuentas individuales, permitiendo a los afiliados tener libertad para elegir a la institución provisional de su preferencia de manera independiente del empleador; cuenta con la ventaja de fomentar el ahorro privado en una forma que se canaliza hacia inversiones productivas principalmente del sector privado vía el mercado de capitales.

Es importante señalar que los fondos individuales de capitalización están conformados principalmente por:

Los aportes obligatorios y voluntarios de los afiliados

Los aportes voluntarios que efectúen los empleadores a favor de los Afiliados.

Las ganancias de capital y demás rendimientos que generen de las cuentas individuales de capitalización.

Situación referencial de las AFP

Según la SBS, desde una perspectiva económica, a diciembre del 2011 el SPP ya administraba S/. 81,000 millones. Este monto equivalía en ese entonces al 17.2% del PBI, el 67.2% del ahorro interno y el 48.2% de la inversión,(Fuente SBS), Lo que demostraba que los fondos administrados poseían un tamaño relevante respecto de la economía en general.

Según la SBS, desde una perspectiva social, la población económicamente activa (PEA) en el mismo

2011 fue de 15.6 millones de personas. De ellas, el 31.3% estaba afiliada al SPP y solo cotizaba el 13.8%. A diciembre del 2011, el SPP poseía alrededor de 4.9 millones de afiliados y 2.2 millones de cotizantes.

Debe anotarse que a la fecha existe un sistema alternativo que pertenece al Estado y es administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP), el cual se encuentra desfinanciado. La diferencia en la recaudación bruta y la ejecución de pensiones de la ONP superó los S/. 1500 millones en el 2010. En los estados de resultados de la ONP se observan pérdidas por S/. 5200 millones en 2009 y S/. 8800 millones en 2010. Parte de esta situación se explica por el envejecimiento de la población. En 1993, el 4.7% de la población pasaba los 65 años y se estima que en 2050 este segmento poblacional alcanzará el 15.7%. Esto impacta en forma negativa sobre el modelo, al requerirse más fondos para pagar las pensiones.

En marzo del 2007 se promulgó la Ley 28991, llamada Ley de Libre desafiliación informada, que incluía las pensiones mínimas y complementarias, y el régimen especial de jubilación anticipada. Esta ley permitía desafiliarse y retornar al SNP a todos los afiliados al SPP que hubiesen ingresado al SNP hasta el 31 de diciembre de 1995 y a quienes, al momento de hacer efectiva la desafiliación, les correspondiese una pensión de jubilación en el SNP. Teniendo en cuenta estos aspectos, que engloban factores económicos, sociales y político- legales, esta investigación cobra relevancia.

Situación de las AFP al 2013

La SBS precisó que en la semana del 11 al 15 de marzo se registraron 6,740 nuevos afiliados al SPP, es decir 1,431 personas más que el flujo obtenido en la semana previa (5,309) .La cartera de fondos previsionales a cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) totalizó 100,446 millones de nuevos soles al 15 de marzo del 2013, de los cuales 99,467 millones corresponden al fondo de pensiones y 979 millones al encaje, reportó la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).Dicho resultado refleja un retroceso de 0.004 por ciento con relación a la cartera administrada por las AFP al 8 de marzo y que fue de 100,451 millones de soles.

Según el Boletín Semanal del Sistema Privado de Pensiones (SPP) de la SBS, un total de 11,335 millones de soles de la cartera se encuentra en el fondo Tipo 1, hay 68,832 millones en el fondo Tipo 2 y los restantes 20,279 millones están en el fondo Tipo 3.

Sólo las inversiones locales de las AFP son de 68,822 millones de soles, lo que equivale al 68.5 por ciento de la cartera administrada. Por su parte, las inversiones en el exterior cerraron al 15 de marzo en 31,796 millones de soles, lo que representa el 31.7 por ciento del total.

La participación de los principales instrumentos de inversión en la cartera administrada está liderada por las acciones y valores representativos sobre acciones de empresas locales con el 24.6 por ciento.

Luego están los fondos mutuos del exterior (18.9 por ciento), bonos del gobierno central (13.2 por ciento), bonos de empresas no financieras (5.7 por ciento), certificados y depósitos a plazo (5.4 por ciento) y bonos de titulización (cuatro por ciento). Por otro lado, la SBS precisó que en la semana del 11 al 15 de marzo se registraron 6,740 nuevos afiliados al SPP, es decir 1,431 personas más que el flujo obtenido en la semana previa (5,309). Con ello el total de afiliados del SPP al 15 de marzo alcanzó los cinco millones 322,218 personas, lo que supera los cinco millones 322,134 que hubo al 8 de marzo.

El mercado financiero cumple una función de gran importancia porque permite colocación de fondos necesarios para las inversiones en activos, estas colocaciones no tienen una función directa pero posibilitan el crecimiento productivo de la economía.

La inversión financiera permite la transferencia de fondos y de riesgos, el cual está asociado al valor del dinero en el tiempo (tasa de interés), Riesgo del capital y costo de oportunidad. Si bien es cierto la transferencia de fondos no contribuyen directamente al crecimiento de la economía, pero facilita el financiamiento de las inversiones productivas las cuales si contribuyen al crecimiento del PBI.

La transferencia de fondos se pueden realizar a través de la captación de bonos que constituyen la renta fija (bajo riesgo) o de acciones que viene a ser la renta variable (alto riesgo) Los poseedores de capitales

buscan conjugar un portafolio que les permita un mayor rendimiento pero también ofreciendo un costo financiero por debajo del mercado bancario para así poder hacer más rentable las inversiones de los entes empresariales.

En cuanto al Marco teórico referencial de las AFP tenemos en cuenta a Mendiola y Aguirre (2013) "Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor "nos refiere:

En los primeros años de la década de 1990, el Perú se convirtió en el segundo país en el mundo en adoptar el Sistema Privado de Pensiones (SPP). Desde entonces, siempre ha estado abierto el debate sobre si el SPP es suficientemente favorable para los afiliados, si las comisiones son las adecuadas, si la rentabilidad del afiliado puede ser mayor, etc. Y hoy el gobierno está a punto de cambiar la legislación vigente que regula su accionar.

En este contexto, la presente investigación se centra en el SPP y evalúa el valor que genera para sus principales stakeholders (grupos de interés). Si se consideran los aspectos sociales, políticos, económicos y empresariales que envuelven al sector, se podrá comprender la relevancia de este trabajo, cuya principal contribución son las propuestas formuladas, que beneficiarán a 4.1 millones de afiliados actuales.

Como resultado de la investigación, que aplicó diversas metodologías para realizar benchmarking con

sistemas de pensiones de otros países e identificar adecuadamente a los grupos de interés, se concluye que los inversionistas peruanos muestran mejores resultados que sus pares chilenos, a pesar de contar con un mercado sustancialmente más pequeño y un negocio menos eficiente. El valor del patrimonio de las administradoras de Cuando esta investigación se culminó, aún no se había promulgado la nueva ley de AFP.

Análisis del sistema privado de pensiones

Los fondos de pensiones (AFP) del Perú y Chile asciende a US\$ 2362 y US\$ 3800 millones, respectivamente, para los inversionistas del Perú, esto representa

7.7 veces su inversión y 13.2 veces su Ebitda (acrónimo de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization [ingresos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones]); mientras que para los de Chile representa 4.8 veces su inversión y 7.7 veces su Ebitda. El papel pasivo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para incentivar la competencia y controlar los conflictos de interés permite estos resultados.

Los afiliados del SPP del Perú han obtenido una rentabilidad histórica neta anual real de comisiones de 5.87%, y una proyectada de 5.97. Se puede argumentar que este resultado para el periodo 2006-2011 es consecuencia de variables externas y no

producto de la pericia de los administradores, ya que el índice de Sharpe para el Fondo Tipo 3, que debiera ser la inversión más activa de las AFP, oscila entre 0.62 y 0.77; mientras que para una inversión pasiva en el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) este hubiera sido 0.70. La rentabilidad que obtienen los afiliados no es mala, pero se puede mejorar si se reducen las comisiones y se alinea el ciclo de vida del afiliado con el riesgo que este asume en las inversiones de su fondo de pensiones.

Por lo expuesto, se plantean varias propuestas para aumentar el beneficio de los afiliados, que deben ser entendidas y aplicadas en su conjunto. El mecanismo de mercado para propiciar la competencia en el SPP es la licitación, la experiencia de Chile demuestra que propicia el ingreso de nuevos competidores; no obstante, para que el beneficio de menores comisiones se extienda a todo el SPP debe complementarse con otras acciones.

Por ejemplo, separar la función de asesoría previsional de las AFP en un centro de información independiente administrado por la SBS disminuiría el conflicto de intereses del promotor y la asimetría de información. Asimismo, publicar información relevante sobre los estados de cuenta (EE. CC.) de cada afiliado contribuiría a eliminar la asimetría de información y sensibilizar al público. Se debe poner énfasis en la pensión que se podría obtener en cada AFP con base en la rentabilidad histórica, los ahorros que se podrían

generar por trasladarse a la AFP más barata, y los medios de Introducción contactar con el centro de información, incluyendo información sobre los trámites que se podrían realizar en este.

Además, cotizar sobre la gratificación permitiría aumentar el monto de la pensión en 16%; alinear la inversión de los fondos al ciclo de vida del afiliado generaría una mayor rentabilidad durante su etapa laboral activa; y, finalmente, establecer la licitación del seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS) disminuiría la prima, lo que reduciría el costo de pertenecer al SPP, haciéndolo más atractivo para los segmentos informales y de bajos ingresos, que prefieren el Sistema Nacional de Pensiones (SNP). Por otro lado, cotizar sobre las gratificaciones permitiría realizar licitaciones con periodos más cortos porque las AFP obtendrían mayores ingresos por cotizante; lo que disminuiría el número de afiliados por retener para llegar al punto de equilibrio operativo. Igualmente, el obligar a los independientes formales a cotizar incentivaría la participación de las AFP en la licitación, puesto que aquellos representan el 42% de los cotizantes de una AFP promedio. La licitación reduciría el número de promotores de ventas y disminuiría los gastos comerciales en 53%, lo que representaría un ahorro de 15% de los gastos operativos.

El centro de información eliminaría el personal de asesoría previsional de las AFP, y significaría un ahorro en los gastos operativos de 9%. Por otro lado, instituir un

operador central para administrar los procesos de administración de aportes y prestaciones de todas las AFP haría posible ahorrar 11% de los gastos operativos. Por lo tanto, con estas medidas se podrían generar ahorros equivalentes al 35% del gasto operativo actual.

Estas propuestas en conjunto permitirían incentivar la competencia en el SPP. El nuevo valor del patrimonio de los accionistas sería US\$ 1452 millones; lo que equivaldría a 6.8 veces el Ebitda y 4.7 veces su patrimonio contable, índices similares a los de Chile. El valor generado al afiliado también se vería incrementado. La tasa de reemplazo se duplicaría, mientras que la rentabilidad real neta proyectada de comisiones aumentaría en 45%.

El estudio consta de tres partes. La primera establece el marco teórico- metodológico relevante para la investigación y expone las principales características del SPP, la segunda evalúa el valor generado por el SPP para 10 Análisis del sistema privado de pensiones y sus principales stakeholders y la tercera presenta el conjunto de propuestas interrelacionadas para aumentar dicho valor.

La metodología del benchmarking (Camp, 1993) identificó al sistema previsional de Chile como el sistema previsional de referencia para evaluar la generación de valor del sistema peruano. La metodología de critical success factor (Caralli, 2004) permitió determinar que generar economías de

escala, proporcionar servicios y asesoría para diferenciar la marca de aquellas de la competencia y obtener una adecuada rentabilidad en la administración de los fondos son factores críticos para el negocio. Por último, la metodología de stakeholders identification and salience (Mitchell et ál., 1997) hizo posible establecer que los accionistas, los afiliados, el regulador del sector y los grupos políticos son los stakeholders principales del negocio. La evaluación del valor generado se centra en los dos primeros.

Para propósitos de la exposición, las tres partes de la investigación de- talladas líneas arriba se desarrollan en siete capítulos. El primer capítulo define el marco conceptual y teórico aplicado. Se incluyen aquí conceptos de administración estratégica, medidas de creación de valor y métodos para realizar un benchmarking (evaluación comparativa), obtener los factores críticos de éxito (FCE) e identificar a los stakeholders.

El segundo capítulo reseña el sistema previsional de Chile, que sirve como patrón de comparación para el SPP peruano, sobre la base de la metodología de benchmarking, y medido por diversos indicadores. También se definen los FCE del SPP.

El tercer capítulo presenta las características del sistema previsional desde diferentes perspectivas. Esto permitirá comprender el marco sobre el cual se realiza la investigación. Primero, expone la organización, las prestaciones y las causales de la baja cobertura en el

sistema peruano; luego presenta el entorno de negocio de las AFP con el fin de identificar las fuerzas que afectan a la industria, y la relación entre los actores del mercado y los stakeholders principales; después identifica la cadena de valor del negocio para determinar cómo se relaciona la AFP con su entorno; y, finalmente, expone cómo influye el negocio previsional en el desarrollo económico. 11 Introducción

El cuarto capítulo evalúa la creación de valor para los accionistas de las AFP. Utiliza un horizonte de diez años, partiendo del 2001. Se aplica el EVA (Economic Value Added [valor económico agregado]) para evaluar y comparar el desempeño del SPP en el Perú y Chile. Por último, se utiliza el flujo de caja descontado ajustado (FCDA) para estimar el valor generado para los accionistas de las AFP del Perú y Chile.

El quinto capítulo evalúa el valor creado para los afiliados de las AFP. Toma en cuenta la rentabilidad real histórica neta de las comisiones y la proyectada para los fondos de pensiones. Utiliza índices técnicos de gestión de portafolios con el fin de estimar la habilidad de los gestores de las AFP. También compara y analiza la principal regulación que influye en la administración de los fondos de pensiones y en las prestaciones que obtendrán los afiliados. El análisis conjunto de estas variables permite inferir el valor generado para los afiliados del SPP.

El sexto capítulo presenta las conclusiones de la investigación realizada y, finalmente, sobre esta base,

el séptimo capítulo explica en detalle las diversas propuestas de mejora formuladas para el SPP del Perú.

En lo que respecta al mercado Financiero Peruano, también conocido como mercado accionario, es un tipo de mercado en los que se ofrecen y demandan fondos o medios de financiación a mediano y largo plazo; su principal objetivo es participar como intermediario canalizando los recursos frescos y el ahorro de los inversionistas para que los emisores (empresas) lleven a cabo dentro de sus empresas operaciones de financiamiento e inversión; frente a ellos, los mercados monetarios son los que ofrecen y demandan fondos (liquidez) a corto plazo.

Dentro del mercado financiero intervienen diversas instituciones que participan regulando y complementando las operaciones que se llevan a cabo dentro del mercado:

Bolsa de Valores : Su principal función es brindar una estructura operativa a las operaciones financieras, registrando y supervisando los movimientos efectuados por oferentes y demandantes de recursos; además, da fe de cotizaciones e informa al inversionista de la situación financiera y económica de la empresa y del comportamiento de sus instrumentos financieros.
Emisoras: Son entidades que colocan acciones (parte alícuota del capital social) con el fin de obtener recursos del público inversionista; las emisoras pueden ser sociedades anónimas, el gobierno central,

instituciones de crédito o entidades públicas descentralizadas.

Inversionista financiero: Los inversionistas pueden categorizarse en persona física, inversionista extranjero, inversionista institucional o inversionista calificado; son personas o instituciones con recursos económicos excedentes y disponibles para invertir en valores.

Intermediarios tales como los siguientes:

Sociedades Agentes de Bolsa (SAB); es una institución colocadora; Bancos; es una institución estructuradora y/o colocadora;

Banca de Inversión; es una institución estructuradora y/o colocadora; Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y Fondos de Inversión que son instituciones estructuradoras y/o colocadoras; Sociedades Titulizadoras o Fideicomisarios que son instituciones estructuradoras y/o colocadoras).

Reguladores tales como los siguientes:

Superintendencia de Mercados de Valores (SMV), que promueve, estudia y reglamenta el mercado de valores de oferta pública y supervisa las personas naturales y jurídicas que intervienen en dicho mercado; además reglamenta y controla las actividades de las empresas administradoras de fondos mutuos y fondos de inversión, sociedades titulizadoras, empresas

clasificadoras de riesgos.

Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), que supervisa las inversiones que realizan de los fondos de pensiones (el mayor inversionista institucional), los bancos y las compañías de seguros vía oferta pública y privada y provee la valorización de los instrumentos de inversión para los fondos de pensiones.

Otros participantes tales como los siguientes:

Empresas de custodia y depósitos de valores que se encargan de registrar vía anotación en cuenta (registros electrónicos) los valores emitidos (por ejemplo CAVALI) o de realizar la guarda física de los valores emitidos bajo la modalidad de títulos físicos (por ejemplo los bancos).

Empresas clasificadoras de riesgo que se encargan de elaborar informes técnicos sobre la capacidad de pago de los emisores de instrumentos de deuda otorgando un “rating” crediticio (por ejemplo Apoyo y Asociados, PCR, Standard and Poor’s y Moody’s).

Es a través de la BVL que se canalizan los recursos financieros captados por las AFPs, los fondos mutuos y compañías de seguros hacia las empresas necesitadas de financiamiento para invertir y sostener su crecimiento.

El Marco teórico referencial de los Mercados Financieros toma en cuenta:

Burton (2005) "Teoría del paseo aleatorio" Se fundamenta en la hipótesis de los mercados eficientes, desarrollado en dos formas o hipótesis.

Forma débil

La historia de los movimientos de los precios no contiene información útil que permita al inversor tener más rendimiento en la gestión de una cartera de valores que con una estrategia en la que simplemente se compren y mantengan los títulos.

Según esta forma de la hipótesis de los mercados eficientes, "el análisis técnico se asemeja a la astrología y tiene tanto como ella de científica".

Formas amplias

Forma semifuerte: ninguna información publicada ayuda al analista a seleccionar títulos que se encuentren por debajo de su valor

Forma fuerte: nada de lo que se conoce o se pueda conocer sobre una empresa beneficia al analista fundamental

Las formas amplias permiten construir una doble conclusión:

Conclusión 1: El análisis fundamental no puede

producir recomendaciones de inversión que permitan al inversor mejorar de forma consistente el rendimiento obtenido por una estrategia de gestión de cartera de comprar y mantener.

Conclusión 2: Hasta un chimpancé lanzando dardos puede seleccionar una cartera que tenga una actuación tan buena como la seleccionada cuidadosamente por los expertos. (La cartera del "chimpancé")

Según la forma débil y las formas amplias ninguna técnica de selección de carteras de valores puede mejorar de forma consistente la actuación de una estrategia de simplemente comprar y mantener un grupo diversificado de títulos, derribando todo tipo de consistencias sobre las que hipotéticamente se fundamenta el análisis bursátil.

El libro comienza definiendo dos ideologías básicas de inversión la teoría de base firme y el Castillos en el aire. La teoría de base firme básicamente dice que se debe invertir en función del valor real actual de lo que usted está invirtiendo en; por ejemplo, si usted compra una acción de Coca-Cola, que debería basarse en lo que el valor de la Coca-Cola Corporation es. El "castillo en el aire" teoría básicamente dice que se debe invertir en respuesta a lo que las multitudes están haciendo y que se puede hacer más dinero en las olas de las personas que están ya sea siguiendo las tendencias o está tratando de invertir sobre la base de un fundamento

firme. Cuál es el adecuado? La verdad es que ambos son, pero en momentos diferentes.

La locura de las multitudes, este capítulo es bastante entretenido: se habla de "modas" financieros a lo largo de la historia, incluyendo a mi locura favorita de todos, tulipomania. En los tres ejemplos (Tulipomania, la burbuja del Mar del Sur, y el desplome de Wall Street de 1929), un mercado creció como frenética hasta que todo estaba sobrevaluado, a continuación, los valores volvieron rápidamente a la normalidad.

Stock de Valoración de los años sesenta a través de los años noventa , incluso más divertido, Malkiel sigue este tema de los mercados que se vuelven locos y luego se estabilizan de nuevo utilizando varios ejemplos de las secciones transversales de la bolsa de valores donde esto ocurrió a lo largo de los últimos cincuenta años. Yo era consciente de la sobrevaloración de las reservas de alimentos en los años 1980, por ejemplo, pero al ver que sólo ha repetido una y otra vez es una revelación. Tome el NiftyFifty desde la década de 1970 - la gente estaba básicamente especulando en los blue chips, y para el final de la década, las especulaciones se habían ido y los stocks vuelto a los niveles normales de la Blue Chip.

La burbuja más grande de todos: Navegar en Internet. todo esto, por supuesto, conduce al auge de las puntocom de finales de 1990 y el busto en la década de 2000. Malkiel básicamente argumenta que esta

enorme burbuja fue el resultado de una confluencia de las burbujas del mismo como antes, todos trabajando en conjunto: la manía de IPO que impulsó el mercado de valores principios de 1960, el "humo y espejos" negocios de la burbuja de los Mares del Sur, y la persecución de las eficiencias futuras que ocurrió en la década de 1850 con las acciones del ferrocarril. Todo sucedió de nuevo con las empresas punto-com. Y, de nuevo, que alcanzó su punto máximo y se estrelló, y todo volvió a la más o menos como estaban antes. ¿Coincidencia? El punto principal de Malkiel en todo el libro es que no es una coincidencia. Los mercados son eficientes y una y otra vez, cuando se producen ineficiencias, no pasará mucho tiempo para que el mercado escardar hacia fuera.

Técnico y Análisis Fundamental teniendo en cuenta esta idea central de la eficiencia del mercado que ha sido golpeado con docenas de ejemplos, Malkiel pasa a mirar las dos formas más comunes de análisis que se presentan en Wall Street: análisis técnico y análisis fundamental. El análisis técnico es el estudio del comportamiento de los precios en el mercado, mediante el desempeño pasado de especular sobre el desempeño futuro, a menudo el uso de gráficos complejos y líneas de tendencia. Por otro lado, el análisis fundamental gira en torno a analizar la salud de un negocio disecando cuidadosamente sus estados financieros, el mercado de la empresa compite en, y sus competidores. Este capítulo sirve principalmente como una introducción detallada a los dos, a pesar de

que ya está claro que Malkiel tiene algo más de respeto para el análisis fundamental que el análisis técnico. La información que se toma en cuenta en este libro es la siguiente:

Análisis Técnico y la teoría del paseo aleatorio, en este capítulo se trata básicamente de una aniquilación completa de análisis técnico; no hay otra manera de decirlo realmente. Tal vez la parte más devastador es cuando compara el mercado de valores a la duración media de un dobladillo en la moda femenina y encuentra una correlación. En otras palabras, el análisis técnico se pasa todo su tiempo en busca de correlaciones - pero la mayoría de estas correlaciones son espurias en el mejor. Al gastar todo su tiempo mirando las gráficas, básicamente estás cortando a sí mismos de un panorama más amplio, por lo que las correlaciones espurias incluso peor.

Análisis Fundamental, Malkiel tiene al menos algo de respeto por el análisis fundamental, ya que se basa en la lógica fundacional y está abierto a la aceptación de la amplia variedad de datos. Sin embargo, se encuentra con el análisis fundamental para ser profundamente defectuoso también. Hay muchas razones por las que el análisis fundamental puede estar completamente fuera de base: eventos aleatorios (como el 9/11), datos financieros dudosos de las

empresas (como Enron), fallas humanas (lazos emocionales e incompetencia), la pérdida de buenos analistas a mejores posiciones, y así sucesivamente. Básicamente, Malkiel concluye que los analistas profesionales pueden tener una ligera ventaja sobre los inversores individuales, pero esto es sobre todo debido a tener un acceso más fácil a la información y otros materiales, y la ventaja es mínima.

Un nuevo zapato para caminar: Teoría de portafolio moderna, a partir de ahí, pasamos a la teoría de cartera, que es básicamente la idea de que las personas deben tener una gran cantidad de inversiones y que estas inversiones deberían maximizar los beneficios y reducir al mínimo el riesgo. Malkiel básicamente argumenta que no importa lo mucho que diversificar sus existencias (y de otros activos), que está siendo expuesto a algún riesgo. En general, tiene un poco de respeto para la teoría moderna de la cartera, pero él continúa en el siguiente capítulo para señalar por qué la minimización de riesgos no siempre es la mejor estrategia.

Recoger la recompensa al aumentar el riesgo, este fue sin duda el capítulo más complicado en el libro y me dejó tomar algunas largas pausas en el medio para digerir la información. Este capítulo básicamente toma las ideas del capítulo anterior y se introduce un nuevo factor: la beta. Básicamente, la beta es un número que expresa la estrecha una acción individual coincide con el comportamiento del mercado de valores en

general en el pasado. Por lo tanto, en teoría, las poblaciones con un alto beta deben saltar como un loco durante un mercado alcista y luego sumergirse como Greg Louganis durante una recesión. Con un alcance muy amplio, esto es cierto, pero en los detalles, es raro que resulte ser muy precisa.

Finanzas del Comportamiento, en este capítulo se da un vistazo de cerca a las finanzas del comportamiento, que se aplica sesgos cognitivos y emocionales humanos para sus decisiones de inversión y por lo tanto cómo estos prejuicios afectan a los mercados globales. De las finanzas del comportamiento, Malkiel concluye que las únicas partes que realmente funcionan son los que son de sentido común: no invertir a largo plazo en lo que está de moda en estos momentos, no overtrade, y sólo vender acciones que son perdedores.

La idea general del libro, que es que el mercado en general es muy eficiente y siempre vuelve a la media. Se comienza por descartar algunos argumentos pobres y se mueve gradualmente hacia argumentos cada vez mejores, terminando con la evaluación de la idea de Benjamin Graham que uno debe identificar e invertir en acciones de valor para el largo plazo.

Un manual de aptitud para caminantes aleatorios, este capítulo es bastante normal, ya que es un capítulo fundamental sobre la forma de construir una base de inversión sano, similares a los que aparecen en la mayoría de los libros de la inversión. Consigue un fondo

de emergencia, asegúrese de que está bien asegurado, poner la mayor inversión que pueda en las cuentas que están con refugio tributario (como Roth IRA y 401 (k) s), y así sucesivamente - consejos de finanzas personales estándar. Él no alentamos firmemente propiedad de la vivienda, sin embargo. En cuanto a la cuestión de qué es exactamente lo que invertir en los próximos dos capítulos que manejan.

Hándicap la carrera financiera: Una cartilla en la comprensión y proyección de retornos de acciones y bonos ¿Alguna vez escuchó la frase "el rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros"? Eso es lo que trata este capítulo: sólo se puede usar el desempeño pasado como un muy, muy amplio indicador del futuro. En resumen, Malkiel cree que durante un período muy largo, las acciones le ganarán a los bonos y la inflación, pero con un período más corto de una década, es básicamente aleatoria y es todo sobre el riesgo que puede soportar.

Una guía del ciclo de vida para Invertir dado que, el próximo capítulo es, básicamente, una guía detallada sobre cómo invertir por sí mismo. En pocas palabras, cuando su objetivo es más de una década fuera, debe ser fuertemente en acciones para el largo plazo, pero si su objetivo es a corto plazo, debe ser ampliamente diversificada, con tendencia hacia las inversiones con menor riesgo (bonos y dinero en efectivo) como se acerca el gran día. En otras palabras, Malkiel cree que la inversión en un fondo de retiro de destino es una

muy buena idea.

Tres pasos gigantes hacia abajo Wall Street, el libro concluye con algunos consejos más específicos de inversión. En resumen, si usted no tiene el tiempo para micro gestión cosas, invertir en un fondo de índice. Si quiere perseguir las acciones individuales, minimizar su comercio, sólo comprar acciones que tienen números que son razonables, y busque los que tienen historias sobre la cual la gente puede construir los "castillos en el cielo" que se menciona en el primer capítulo. En cuanto a otras opciones, como el gestionado fondos? Básicamente dice que no, o da un sí muy indeciso con un montón de advertencias.

Markowitz, (1952) "Modelo de Gestión de Carteras" propone en su libro que el inversor debe abordar la cartera como un todo, estudiando las características de riesgo y rentabilidad global, en lugar de escoger valores individuales en virtud de la rentabilidad esperada de cada valor en particular modelo de Markowitz

La teoría de selección de cartera toma en consideración el rentabilidad esperada a largo plazo y la volatilidad esperada en el corto plazo.

La volatilidad se trata como un factor de riesgo, y la cartera se conforma en virtud de la tolerancia al riesgo de cada inversor en particular, buscando el máximo nivel de rentabilidad disponible para el nivel de riesgo escogido.

Actualmente la teoría de las carteras se ha vuelto un tema mucho más interesante y necesario que nunca. Existen un gran número de oportunidades de inversión disponibles y la cuestión de cómo los inversionistas deberían de integrar sus carteras de inversión es una parte central de las finanzas. De hecho, este tema fue el que originó la teoría de la cartera desarrollada por Harry Markowitz en 1952.

En su modelo, Markowitz, dice que los inversionistas tienen una conducta racional a la hora de seleccionar su cartera de inversión y por lo tanto siempre buscan obtener la máxima rentabilidad sin tener que asumir un alto nivel de riesgo. Nos muestra también, como hacer una cartera óptima disminuyendo el riesgo de manera que el rendimiento no se vea afectado.

Para poder integrar una cartera de inversión equilibrada lo más importante es la diversificación ya que de esta forma se reduce la variación de los precios. La idea de la cartera es, entonces, diversificar las inversiones en diferentes mercados y plazos para así disminuir las fluctuaciones en la rentabilidad total de la cartera y por lo tanto también del riesgo.

Los cálculos matemáticos necesarios para realizar una cartera mediante este modelo eran muy avanzados por lo que se desarrollaron otros modelos más simples como el CAPM y el Modelo de Sharpe.

Para Markowitz, un inversor debería evaluar carteras alternativas basándose en sus rendimientos esperados y en su desviación típica (como medida del riesgo), utilizando sus curvas de indiferencia.

Como una cartera no es nada más que un conjunto de activos, el problema se “reduce” a seleccionar la mejor cartera de entre un conjunto de posibles carteras, pero nos encontraremos con un “pequeño” contratiempo: el inversor pretende obtener la más alta rentabilidad para su inversión, y al mismo tiempo quiere que para obtener esa rentabilidad se asuma el menor riesgo posible (menor desviación típica).

Treynor, Sharpe, Litner y Mossin (2003) “Elección de Cartera Optima”

,basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Carteras o Portafolios. Sharpe recibió el Premio Nobel de Economía (en conjunto con Markowitz y Merton Miller) por su contribución al campo de la economía financiera. Capital Asset Pricing Model - CAPM- Capital Asset Pricing Model.

El Capital Asset Pricing Model, o CAPM (trad. lit. Modelo de Fijación de precios de activos de capital) es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. El modelo es utilizado para determinar la tasa de rentabilidad teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a un portafolio adecuadamente diversificado y a través de estos datos obtener la rentabilidad y el riesgo de la cartera total. El modelo toma en cuanto la sensibilidad del

activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta (β), así como también el rentabilidad esperado del mercado y el rentabilidad esperado de un activo teóricamente libre de riesgo.

Precio de un activo en el CAP

Una vez que la rentabilidad esperada, $E(R_i)$, es calculado utilizando CAPM, los futuros flujos de caja que producirá ese activo pueden ser descontados descontados a su valor actual neto utilizando esta tasa, para poder así determinar el precio adecuado del activo o título valor.

En teoría, un activo es valorado correctamente cuando su precio de cotizaciones es igual al valor calculado utilizando CAPM. Si el precio es mayor que la valuación obtenida, el activo está sobrevaluado, y viceversa.

Rentabilidad requerida para un activo específico en el CAPM

CAPM calcula la tasa de rentabilidad apropiada y requerida para descontar los flujos de caja proyectados futuros que producirá un activo, dada la apreciación de riesgo que tiene ese activo. Betas mayores a 1 simbolizan que el activo tiene un riesgo mayor al promedio de todo el mercado; betas debajo de 1 indican un riesgo menor. Por lo tanto, un activo

con un beta alto debe ser descontado a una mayor tasa, como medio para recompensar al inversionista por asumir el riesgo que el activo acarrea. Esto se basa en el principio que dice que los inversionistas, entre más riesgosa sea la inversión, requieren mayores rentabilidades.

Puesto que el beta refleja la sensibilidad específica al riesgo no diversificable del mercado, el mercado, como un todo, tiene un beta de 1. Puesto que es imposible calcular el rentabilidad esperado de todo el mercado, usualmente se utilizan índices, tales como el S&P 500 o el Dow Jones.

Suposiciones del CAPM

El modelo asume varios aspectos sobre los inversionistas y los mercados: Los inversores son adversos al riesgo y exigen mayores rentabilidades para inversiones arriesgadas. Puesto que los inversionistas pueden diversificar, éstos solamente se preocupan por el riesgo sistémico de cualquier activo, el mercado no ofrece ninguna recompensa por acarrear riesgos diversificables.

Algunos portafolios son mejores que otros, pues devuelven mayores rentabilidades con menor riesgo.

Si todos los inversionistas tienen el portafolio del mercado, cuando evalúan el riesgo de un activo específico, estarán interesados en la covariación de ese activo con el mercado en general. La implicación

es que toda medida del riesgo sistémico de un activo debe ser interpretado en cómo varían con respecto al mercado. El beta provee una medida de este riesgo.

Inconvenientes del CAPM

El modelo no explica adecuadamente la variación en los rentabilidades de los títulos valores. Estudios empíricos muestran que activos con bajos betas pueden ofrecer rentabilidades más altos de los que el modelo sugiere.

El modelo asume que, dada una cierta tasa de rentabilidad esperada, los inversionistas prefieren el menor riesgo, y dado un cierto nivel de riesgo, preferirán las mayores rentabilidades asociadas a ese riesgo. No contempla que hay algunos inversionistas que están dispuestos a aceptar menores rentabilidades por mayores riesgos, es decir, inversionistas que pagan por asumir riesgo. El modelo asume que todos los inversionistas tienen acceso a la misma información, y se ponen de acuerdo sobre el riesgo y el rentabilidad esperado para todos los activos.

El portafolio del mercado consiste de todos los activos en todos los mercados, donde cada activo es ponderado por su capitalización de mercado. Esto asume que los inversionistas no tienen preferencias entre mercados y activos, y que escogen activos solamente en función de su perfil de riesgo-rentabilidad.

Formulación del CAPM

CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo o un portafolio. Para activos individuales, se hace uso de la recta securitymarket line (SML) (la cual simboliza el rentabilidad esperado de todos los activos de un mercado como función del riesgo diversificable) y su relación con el rentabilidad esperada y el riesgo sistémico (beta), para mostrar cómo el mercado debe estimar el precio de un activo individual en relación a la clase a la que pertenece.

Riesgos y diversificación en el CAPM

Dentro del modelo CAPM y estará subdividido en aquel que consideramos diversificable o no diversificable. Este riesgo no diversificable o sistémico se refiere al riesgo al que están expuestos todos los activos en un mercado. Por el contrario, el riesgo diversificable es aquel intrínseco a cada activo individual. El riesgo diversificable se puede disminuir agregando activos al portafolio que se mitiguen unos a otros. Sin embargo, el riesgo sistémico no puede ser disminuido. Por lo tanto, un inversionista racional no debería tomar ningún riesgo que sea diversificable, pues solamente el riesgo no diversificable es recompensado en el alcance de este modelo. Por lo tanto, la tasa de rentabilidad requerida para un determinado activo, debe estar vinculada con la contribución que hace ese activo al riesgo general de un determinado portafolio.

CML Capital Market Line

Capital Market Line - CML La Línea del mercado de capitales (Capital Market Line) es la línea tangente trazada desde la rentabilidad del activo libre de riesgo (caso en el que invertimos el 100% de nuestra cartera en el) hasta la región factible de las carteras de mercado en su frontera eficiente. El punto de tangencia representa la cartera de mercado, llamada así ya que todos los inversores racionales (criterio de mínima varianza) deben mantener sus activos de riesgo en esa proporción.

Índice de Treynor

El Índice de Treynor valora los distintos títulos o carteras en función del premio por unidad de riesgo que otorgan a su propietario, considerando como relevante únicamente el riesgo sistemático (beta de los activos).

Fórmula del índice de Treynor

$$T_P = \frac{E_P - R_f}{\beta_P}$$

Ratio de Sharpe

El Ratio de Sharpe (también conocido como el índice de Sharpe) mide el rendimiento en exceso (o prima de riesgo) por unidad de desviación típica en los activos

de inversión.

Así, el Ratio de Sharpe representa como la rentabilidad de un activo, cartera o portafolio compensa el riesgo que se asume al invertir en el. Al comparar dos activos frente a un punto de referencia común (índice del mercado), el que tiene un mayor Ratio de Sharpe proporciona una mejor rentabilidad para el mismo riesgo.

Formula ratio de Sharpe

$$S_p = \frac{E_p - R_f}{\sigma_p}$$

La fórmula del Ratio de Sharpe supone por tanto una medida del rendimiento de una inversión, calculada dividiendo el exceso de rentabilidad (que está por encima del rendimiento de una inversión libre de riesgo como por ejemplo los bonos del Tesoro) por la cantidad de riesgo adicional que se asume medido como la desviación típica de los rendimientos.

Por lo expuesto, la investigación de la presente tesis intenta analizar las implicancias del crecimiento de los fondos captados por las AFP y de cómo éstos se están canalizando hacia un mercado financiero que demanda fondos para el financiamiento de las corporaciones y grandes empresas del país, teniendo en cuenta que el incremento de los fondos de inversión a mediano y largo plazo no tenga una respuesta efectiva de captación por este mercado, lo que pondría en riesgo las colocaciones y rentabilidad de los

fondos previsionales que la población confió a las AFP ,pudiendo convertirse por sus efectos en un problema de índole social.

En el corto plazo esta intermediación viene desplazando de esta actividad a la banca comercial la cual frente a esta situación de pérdida de sus grandes clientes se ve obligada a ingresar al segmento de las micro finanzas en una frontal competencia con las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito; este hecho también ocasiona implicancias las cuales también son analizadas en esta investigación. Este estudio cubrirá el periodo 2010-2013.

Capítulo 2

Montes (2013) En su tesis “Aportes y fondos previsionales en la gestión del Sistema Privado de Pensiones – SPP, en el Perú” Nos dice que la problemática que plantea la presente investigación está referida a la pensión que recibirá cada trabajador afiliado a este sistema está directamente relacionada con los aportes que realizó y con la rentabilidad que ha tenido su Cuenta Individual de Capitalización (CIC).

La seguridad previsional es un tema muy importante porque trata de atender la situación del ser humano en cierta etapa difícil de la vida. Las distintas formas de atención que ha tenido para cubrir esta necesidad vital, después de haber superado una edad, la cual se caracteriza por la pérdida progresiva del vigor, capacidad de trabajo y aparición de quebrantos en la salud; han tenido diversos resultados.

El objetivo principal es examinar la administración de los Aportes de los Afiliados y la rentabilidad de los Fondos previsionales en el Sistema Privado de Pensiones (SPP), para determinar la eficiencia de la gestión de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en su rendimiento económico y financiero; y apreciar si resulta favorable a los Afiliados. Concluyendo su investigación en lo siguiente:

En los veinte años que tiene de vigencia el Sistema Privado de Pensiones, ha logrado

consolidarse. La Administración del SPP es eficiente en la captación de los Aportes de los Afiliados; logrando efectos positivos, tanto para los trabajadores como para el país, a través de un incremento de ahorro nacional.

En la comparación de la Rentabilidad de los Fondos Previsionales con la Rentabilidad que obtienen las AFP, se comprueba que no guardan márgenes equitativos. La rentabilidad de los Fondos Previsionales no es la necesaria para considerarla satisfactoria; Es necesario encontrar, un equilibrio para obtener una productividad aceptable. Por lo que se puede concluir que la gestión de las AFP no es eficiente en la medida de sus fines.

Alfaro (2013) En su Tesis “El sistema previsional peruano y la necesidad de plantear una nueva reforma”

Nos dice que el trabajo de investigación tiene como principal objetivo el dar respuesta, a las siguientes preguntas ¿Por qué el Sistema Nacional de Pensiones en el Perú se encuentra en crisis? ¿Es necesario realizar una reforma del Sistema Previsional Peruano? Y sobre la base de esas preguntas desarrollar la problemática que afronta la Oficina de Normalización Previsional – ONP y el Estado Peruano en el otorgamiento de los beneficios pensionarios, concluyendo con una propuesta integral de solución al sistema previsional peruano.

Para desarrollar el trabajo de investigación se ha obtenido datos de Instituciones Públicas como la Oficina de Normalización Previsional – ONP, Ministerio de Economía y Finanzas - MEF, Superintendencia de Banca y Seguros – SBS, Instituto Nacional de Estadística e Informática – INEI, Defensoría del Pueblo; de Instituciones Privadas como las Administradoras de Fondos de Pensiones – AFPs, Diario El Comercio, Diario Gestión. De informes preparados por el Banco Mundial y a través de las diferentes publicaciones efectuadas en páginas web especializadas en el tema.

Fuentes (abril 2013) en su tesis “inversiones de las AFPs en empresas chilenas, determinantes y efectos en el mercado” Nos dice que en Chile el ahorro previsional obligatorio, administrado por las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) contempla, desde agosto del 2002, un sistema de multifondos con 5 fondos de inversión que dependen de la proporción de renta variable que tiene cada uno de ellos.

Los fondos se denominan A -más Riesgoso, B - Riesgoso, C - Intermedio, D – Conservador y E – Más Conservador.

Esto permite tener fondos, en los cuales la proporción de renta variable es más grande, con una mayor utilidad y riesgo esperados. Así, afiliados más jóvenes, para los cuales su horizonte de inversión es mayor, pueden asumir mayores riesgos con el fin de

tener una rentabilidad esperada más alta, aumentando así su fondo de capitalización. Además, es posible que los afiliados distribuyan sus fondos en 2 Fondos de entre los mencionados de acuerdo a sus preferencias. Si un afiliado no selecciona un Fondo para invertir sus ahorros previsionales, la administradora correspondiente le asignará uno conforme al grupo etario al que pertenezca. Esta condición es obligatoria tanto para los nuevos afiliados como para los antiguos afiliados.

La elección de Fondos de acuerdo al grupo etario se limitó para evitar que personas que estén próximas a jubilar inviertan en instrumentos de mayor riesgo no pudiendo recuperar, en el caso de pérdida de parte de sus fondos, en el horizonte residual hasta la fecha de jubilación.

No obstante lo anterior, los afiliados podrán optar por distribuir parte de sus fondos, bajo ciertas restricciones, en cualquiera de los 5 Fondos de pensiones.

Además, para los pensionados, al cambiar de grupo etario, se establece una asignación gradual al Fondo de pensiones que se le asigna por ley, traspasando un 20% de sus fondos al Fondo que le corresponda y un luego gradualmente un 20% por año hasta completar el traspaso.

También se establecen regulaciones orientadas a

mejorar las políticas de inversión de los distintos Fondos de Pensiones, en el marco de la ley de reforma al Sistema previsional que introdujo un conjunto de modificaciones al DL 3.500 [2].

Estos cambios se orientaron a perfeccionar y flexibilizar la legislación, definiendo al mismo tiempo, ciertas materias que serían reguladas por un texto complementario denominado Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones.

De esta forma, en el nuevo marco normativo, el DL 3.500 provee los lineamientos generales de elegibilidad de los instrumentos financieros en los que podrán invertirse los recursos previsionales, los límites estructurales para la inversión de los Fondos de Pensiones y los límites respecto de emisores que evitan una participación significativa en las decisiones del emisor por parte de los Fondos.

Por su parte, el régimen de inversión, regula materias específicas de las inversiones de los Fondos de Pensiones, que por su naturaleza requieren de mayor flexibilidad, tales como: condiciones de elegibilidad de los instrumentos financieros, inversión indirecta, límites de inversión cuyo objetivo es propender a una adecuada diversificación de los recursos previsionales e inversión en el extranjero.

Las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han ido tomando cada día una mayor importancia

dentro de la economía chilena. En efecto, los activos administrados por las AFP llegaron a más de \$54.000.000 millones en julio de 2008 (3,3% más que el año anterior), lo que representa un 65% del PIB Nacional (2007). Estos activos han tenido una tasa de crecimiento promedio anual del 15% desde el año 2000.

Además, aumentó la cantidad de afiliados de las AFP a más de 8 millones (lo que representa más del 50% de la población total del país) y desde el año 2000 a la fecha, tiene un crecimiento promedio anual del 3,61%.

Esta tesis tiene dos propósitos, el primero es el de establecer si las inversiones de las AFP provocan un aumento o disminución de la volatilidad de los retornos logarítmicos de los precios de las acciones en las que invierten los fondos de pensiones o viceversa.

El segundo propósito de esta tesis es analizar los factores que toman y que no toman en cuenta las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) al momento de decidir el rumbo de sus inversiones. De esta manera, estudiar si las AFP son institución es que se comportan de manera prudente dada su condición fiduciaria.

Su investigación se centró en 2 temas: Análisis de las inversiones de las AFP desde el punto de vista de su responsabilidad fiduciaria y el efecto de estas inversiones en la volatilidad de los retornos.

Figueroa (2008) en su tesis "Determinantes de la demanda por fondos de pensión en Chile"

Esta demanda tiene ciertas particularidades, propias del sistema previsional, que hacen que se trate de un fenómeno interesante. Primero, se trata de un flujo mensual obligatorio (10% de la renta imponible del individuo) para todos los participantes del mercado formal. Esto implica una masa heterogénea de personas, dentro de la cual puede haber algunas sin conocimiento o interés respecto de variables financieras de su AFP.

Segundo, el flujo debe ser administrado por alguna de las AFP vigentes a la fecha, lo que limita los sustitutos para ahorrar.

Tercero, los individuos pueden elegir a cual (o cuales) de los 5 fondos destinar sus ahorros; siendo cada uno de ellos sustituto de los demás.

La principal diferencia entre los fondos es la fracción de sus carteras invertidas en títulos de renta fija y renta variable. Por tanto, la elección de un multifondo es una decisión respecto de cómo asignar los activos entre opciones de más rentabilidad y riesgo v/s opciones más seguras.

La elección del tipo de fondo tiene impacto en la rentabilidad de los fondos de pensión, luego, la

discrecionalidad del sistema plantea la interrogante sobre si los individuos invertirán óptimamente sus activos y si serán demasiado conservadores o demasiado arriesgados. De esta forma, las preguntas que se intentan responder son ¿Cómo eligen fondo los afiliados? ¿Cómo influyen sus características demográficas en la asignación de activos? ¿Siguen las recomendaciones de la teoría financiera? En concreto, la hipótesis que se desea analizar es si las características demográficas generan un patrón en la asignación de activos. En otras palabras, si las mujeres invierten de forma más conservadora que los hombres; si los casados se comportan de forma diferente que los solteros, y si los jóvenes y los que poseen más educación se arriesgan más en sus activos de pensión, tal como predice la teoría.

Por otro lado, se desea analizar si la decisión es diferente para personas que comprenden mejor el tema en cuestión o no. Finalmente concluye que la edad, el género, la educación y el conocimiento de multifondo, son variables significativas para explicar la elección de fondo. Por el contrario, el estado civil, el ingreso, el oficio y variables que debieran reflejar la aversión al riesgo, no son relevantes. La probabilidad de elección del fondo riesgoso (A y B) es decreciente con la edad, mientras que para los demás fondos es creciente con la edad. Hasta los 43 años, el fondo de mayor probabilidad es el A, seguido por el B. Luego las probabilidades se modifican, dominando el fondo C para toda edad. Al igual que otros estudios, se

concluyó que las mujeres tienden a ser más conservadoras en la inversión de sus activos de pensión. De todas formas, este efecto sólo es significativo para los fondos C y D. Se encontró, además, que los individuos con más educación tienen una mayor probabilidad de elegir el fondo.

Esta probabilidad es consistentemente menor en aquellos con niveles educacionales más bajos. En los demás fondos, la probabilidad es menor para mayores niveles de educación.

Escobar (2005) en su tesis "Impacto de la regulación de los límites de inversión de cartera en los fondos de pensiones en Bolivia"

Nos refiere en su investigación que a partir del año 1996 se llevó adelante en Bolivia una Reforma al Sistema de Pensiones. Se abandonó el antiguo Sistema de Reparto, beneficio definido y administrado por el Estado boliviano y Cajas Complementarias por uno de capitalización individual, contribución definida y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) privadas.

Como parte de la reforma, se adoptó un marco regulatorio para la supervisión de los Fondos de Pensiones que cubre la mayor parte de los aspectos asociados al funcionamiento de éstos. Se establecieron límites de inversión que deben cumplir las AFPs en la gestión de los fondos que administran,

entre los que destacan los límites de inversión por instrumento o de cartera. Adicionalmente, y por un periodo transitorio, las AFPs están obligadas a invertir un mínimo de la cartera que administran en instrumentos emitidos por el Estado boliviano - este es el mecanismo elegido por la autoridad para financiar el costo fiscal de la Reforma de Pensiones.

El establecimiento de límites de inversión por instrumento o de cartera acarrea costos. El más importante de estos costos surge del hecho de que los límites de inversión trasladan la frontera riesgo retorno hacia el interior, obstaculizando la capacidad de los gestores de los fondos de obtener el mayor retorno ajustado por riesgo posible. No obstante, la literatura económica ha presentado diversas justificaciones para el establecimiento de estos límites de inversión.

El efecto de estos costos sobre el bienestar de los afiliados es considerable. En los sistemas de capitalización individual, pequeñas diferencias en la rentabilidad obtenida por el Fondo de Pensiones pueden generar enormes diferencias en el capital acumulado por los afiliados al momento de jubilarse o pueden permitirles jubilarse a una edad significativamente menor -. Por otra parte, tal como destaca Valdés-Prieto (2002; p. 917), diversos estudios demuestran que la asignación global de cartera entre distintos tipos de instrumentos determina más del 90% de la rentabilidad de dicha cartera.

Estos dos hechos hacen imperiosa la necesidad de evaluar cuán costosos son los límites de inversión de cartera en Bolivia, donde dichos límites parecen ser más restrictivos que en otros países. Se analiza, entonces, el impacto de la regulación de los límites de inversión de la cartera sobre el desempeño de los Fondos de Pensiones como una regulación global, cuantificando dicho impacto en términos del valor que los Fondos de Pensiones pudieron haber alcanzado si hubieran estado enmarcados en una regulación más flexible. También se analiza el impacto de la obligatoriedad de invertir en instrumentos estatales, medido como el valor que los Fondos de Pensiones pudieron haber alcanzado si no se les hubiera obligado a invertir en bonos estatales, y el impacto de restringir la inversión en el extranjero, medido como el valor que los Fondos de Pensiones pudieron haber alcanzado si se les hubiera permitido invertir con más libertad parte de su cartera en el exterior.

La tesis intenta realizar una evaluación real y correcta de estos costos que los límites imponen sobre los afiliados planteando escenarios alternativos realistas, de forma de darle la mayor validez y utilidad posible a los resultados, implicancias y a la propia tesis. La metodología asume que las AFPs siguen el modelo de mínima varianza de Markowitz para la selección óptima de los portafolios de los Fondos de Pensiones. Se realiza entonces un análisis comparativo entre el desempeño de los Fondos de Pensiones enmarcados en el marco regulatorio que les impone límites de inversión de cartera versus su desempeño enmarcados

en escenarios alternativos más flexibles, según cuál sea la interrogante que se busca responder. De forma de aislar el costo de los límites de inversión de otras variables que podrían afectar el desempeño, en ambos escenarios se exige la realización del mismo problema de optimización, variando solamente las restricciones que se imponen. Además, se asume que las AFPs toman las decisiones de inversión basadas en proyecciones de los retornos y las volatilidades.

Los resultados a los que llega la tesis son concluyentes: los límites de inversión de cartera fueron muy restrictivos y tuvieron un significativo impacto sobre el tamaño de los Fondos de Pensiones y, por consiguiente, sobre el bienestar de los afiliados al sistema. En lo que se refiere a los límites de inversión como una regulación global, los resultados indican que si éstos hubieran sido más flexibles, el valor del Fondo de Pensiones, al 31 de diciembre del 2004, hubiera sido entre un 3,88% y 7,79% mayor. Por su parte, la obligatoriedad de invertir en bonos estatales resultó en un valor del Fondo de Pensiones, también al 31 de diciembre del 2004, un 2,64% menor del que hubiera sido de no existir dicho límite mínimo. En cuanto al límite de inversión en el extranjero, si éste hubiera sido menos restrictivo, entonces al 31 de diciembre del 2004 el valor del Fondo de Pensiones hubiera sido hasta un 5,48% mayor al que efectivamente fue.

Debido a que la tesis analiza solamente los costos que se generan producto de los límites de inversión de

cartera sin considerar que el establecimiento de estos límites supuestamente acarrea beneficios que justificarían su implementación, las recomendaciones de política pública que pudieran desprenderse de los resultados obtenidos debieran ser evaluadas cuidadosamente. Sin embargo, dada la magnitud del impacto negativo de los límites de inversión de cartera sobre el tamaño de los Fondos de Pensiones, es posible concluir que sería recomendable acotar la escala de la obligatoriedad de invertir en bonos estatales, además de flexibilizar el límite de inversión en el extranjero.

Gurovich. (2005) en su tesis "Análisis del desempeño de los multifondos en el sistema de pensiones chileno: Benchmarks por Grupos y por Clases de Activos"

Nos refiere en su investigación que el sistema de pensiones chileno es visto a nivel mundial como un modelo a seguir cuando se habla de regímenes de previsión social con cuentas de capitalización individual. Parte fundamental del sistema es que los fondos ahorrados son manejados por un administrador especializado.

La misión de este último es invertir estos fondos de la mejor manera posible respetando ciertos criterios establecidos por ley.

Dado que un sistema de capitalización con

cuentas individuales no asegura la rentabilidad de los fondos depositados por los afiliados, es de interés de los afiliados obtener el máximo retorno posible asumiendo el mínimo riesgo para ese nivel de retorno. Las evaluaciones de desempeño que garantiza la ley en Chile tienen relación con la rentabilidad real anualizada que obtiene cada

AFP para cada fondo y no hace ninguna consideración en cuanto al riesgo (volatilidad de los fondos) asumido para obtener dichos retornos.

Los fondos de pensiones son evaluados por ley (Decreto de Ley 3500) por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones mediante la denominada "Banda de Rentabilidad Relativa". Esta establece que, para cada fondo y en cada mes, las administradoras serán responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses no sea menor a la que resulte inferior entre: la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses, ponderada según el patrimonio relativo de cada AFP en el fondo correspondiente, menos cuatro puntos porcentuales para el caso de los fondos A y B, y menos dos puntos porcentuales para el caso de los fondos C, D y E; y (2) la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses, ponderada según el patrimonio relativo de cada AFP en el fondo correspondiente, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

Varios autores han mostrado interés en considerar ambos aspectos, retorno obtenido y riesgo asumido, en la evaluación del desempeño financiero de los fondos de pensiones en Chile.

Zurita y Jara (1999) utilizan el "Índice de Sharpe en el fondo C para incluir el concepto de riesgo total. Sin embargo, su análisis está más enfocado a determinar la predictibilidad de los rankings de las AFP que a evaluar la gestión financiera de los fondos comparados con un benchmarking.

Mittelsteadt y Olsen (2003) investigan si las AFP tienen retornos ajustados por riesgo positivo y si éste es mayor que los ofrecidos por otras alternativas de inversión chilenas. Utilizando el índice de Sharpe como medida de evaluación de desempeño, concluyen que los altos retornos obtenidos por el sistema se deben principalmente al riesgo de las carteras de inversión de las

AFP en Chile y no a la "buena" gestión de las administradoras.

Se documentan además en la literatura económica ciertos problemas con la actual medida legal de desempeño de los fondos de pensiones.

Tarzijan (1995) señala algunos problemas del fondo único que existía antes de la creación de los multifondos, y que siguen vigentes incluso con la creación de estos. Argumenta que la banda es

incorrecta para evaluar desempeño, ya que evalúa la gestión de inversiones sólo en función de su rentabilidad, pero no incluye ninguna consideración respecto al riesgo enfrentado para conseguir tal rentabilidad. Por otra parte, según el mismo autor, otra de las consecuencias de la regla actual de rentabilidad mínima es el desincentivo que provoca en el análisis y búsqueda de opciones de inversión por parte de las AFP, especialmente de las más pequeñas, debido a que tienen como objetivo el replicar y seguir a las grandes, disminuyendo costos en las áreas de estudio e inversiones para destinar tales recursos al área de ventas.

Valdés (2002) señala que, en muchos casos, el uso del promedio de las rentabilidades rivales como referencia ha sido irrelevante, pues las AFP no han estado sujetas a incentivos económicos significativos que castiguen (premier) el mal (buen) desempeño relativo, esto sucedería al menos en el caso de Latinoamérica donde no existen agregadores de demanda ni comisiones dependientes del desempeño del fondo.

El autor encuentra además que la correlación entre la variabilidad del retorno individual de un fondo de pensiones y el benchmark (la banda) es cercana a un 99%. El objetivo de este trabajo es evaluar el desempeño financiero de los multifondos en Chile, incorporando en el análisis el retorno obtenido y su riesgo asociado. Para

ello se utilizaran benchmarks de comparación: en una primera etapa los benchmark serán el desempeño de los fondos de las otras AFP y en una segunda etapa los benchmark serán distintos índices que reflejen el retorno de sus oportunidades de inversión.

El análisis media-varianza es utilizado en el análisis de desempeño financiero por grupos. En el se construye la frontera eficiente restringida para cada fondo y en base a ésta se analiza la posición relativa de cada fondo de cada AFP con respecto al resto y a la frontera. En este mismo contexto se calculan además dos medidas de desempeño relativo. La primera de ellas es el conocido índice de Sharpe, que indica cuanto retorno sobre un benchmark tiene cada fondo por unidad de riesgo. Se utiliza como medida de riesgo la desviación estándar del fondo ya que esta se considera adecuada cuando el portafolio analizado corresponde a la mayor parte de la riqueza del individuo, como sería el caso de los afiliados a las AFP prontos a pensionarse. La segunda medida de desempeño utilizada corresponde a encontrar la mínima desviación estándar posible que podría haber asumido cada fondo para obtener exactamente el mismo retorno que obtuvo en el periodo analizado.

En el análisis por clases de activos se utilizó la metodología desarrollada por Sharpe (1992) denominada "Return Based Style Analysis" en la cual mediante una regresión modificada encontramos que combinaciones de índices pasivos formados por

activos financieros mejor explica el retorno de un fondo a lo largo del tiempo. Se aplica una técnica de regresión modificada a un modelo multifactorial, en donde la variable dependiente es el retorno del fondo a analizar y las variables independientes vienen dadas por aquellos retornos de portafolios de clases de activos que son fácilmente identificables y que representan estrategias básicas de inversión. Los parámetros a estimar representan los pesos de estas clases de activos en el patrimonio del fondo analizado. Con esos ponderadores encontramos el retorno de un benchmark específico para cada fondo con el cual comparamos el desempeño efectivo de cada fondo. La ventaja de esta metodología es que se obtienen indicadores de desempeño financiero vía benchmarks específicos de cada fondo y además se identifica la exposición del retorno de cada fondo a las diferentes clases de activos utilizadas.

Los resultados obtenidos mediante el análisis grupal nos muestran que los fondos A, B y se encuentran bien evaluados. Los fondos C se encuentran discretamente evaluados y los fondo E tienen un desempeño discreto y que claramente podría ser mejorado. Al hacer el análisis por clases de activos encontramos que el desempeño sobre el benchmark ha sido discreto en todos los fondos. El mejor ha sido el fondo B, con retornos sobre el benchmark de 3 %, seguido del fondo C, E, D y A. Al restringir la estimación encontramos que los resultados en general no cambian, excepto para el fondo E cuyo

ajuste disminuye.

El trabajo se ordena de la siguiente forma: en la sección 2 se explica cuales serán las metodologías a utilizar, tanto para benchmarks por grupos como para benchmarks por clases de activos. En la sección 3 se explica la obtención y elaboración de los datos utilizados. En la sección 4 se explica los resultados del análisis en base a benchmark por grupos. En la sección 5 se explican los resultados del análisis en base a benchmark por clases de activos. Por ultimo en la sección 6 se resumen los principales resultados obtenidos y se proponen nuevos temas a investigar que surgen del análisis presentado.

La Metodología empleada por Blake y Timmermann (2002) analizan el tema de los benchmarks para inversionistas institucionales como los fondos de pensiones. Señalan que constituyen una parte esencial de las estrategias de inversión de cualquier inversionista institucional y que ayudan tanto a definir las expectativas del afiliado con su fondo como a establecer objetivos de rentabilidad explícitos de los administradores.

Estos autores señalan que es posible distinguir, por lo menos en el caso de los fondos de pensiones en Inglaterra, dos principales tipos de benchmarks: los benchmarks por grupos de inversionistas y los benchmarks por clases de activos.

Los benchmarks por grupos de inversionistas son aquellos comparadores que incorporan en su evaluación el desempeño del resto de los fondos del mismo tipo en ese periodo. Una ventaja de este tipo de evaluación es que reconoce que todas las AFP están sujetas al mismo tipo de normas y regulaciones y es por ello que las evalúa entre sí. La idea de estas medidas de desempeño es poder comparar la gestión financiera de una AFP con respecto a la del resto en un mismo periodo.

La banda de rentabilidad mínima pertenecería a esta categoría de evaluadores de desempeño, pues el análisis que la banda entrega queda circunscrito a la AFP que está siendo evaluada y al resto de las AFP en ese mismo fondo. Recordando los problemas de la Banda de Rentabilidad relativa citados en la sección anterior, las metodologías propuestas a continuación incorporan en una mayor medida el concepto de riesgo asumido, para un cierta rentabilidad, en el análisis de desempeño.

Este tipo de evaluación nos permite monitorear el desempeño de los fondos relativo a cómo lo podrían haber hecho según las oportunidades de mercado imperantes. Además nos entrega información acerca de la sensibilidad de los retornos de estos fondos a ciertas clases de activos, permitiéndonos comprender que clases de activos serían aquellas que más afectarían a la variabilidad de los retornos de las AFP.

Variable Dependiente Mercado Financiero Nacionales

Arana (2008) en su tesis "Construcción una cartera diversificada de acciones en el mercado de valores peruano y su comportamiento en la crisis financiera internacional"

Nos dice que el mercado bursátil peruano es considerado como un mercado muy pequeño tanto por las pocas empresas que cotizan como por los bajos montos negociados diarios en comparación a otros mercados mundiales. Sin embargo, es un mercado que ha sabido desempeñarse muy bien y ofrecer altas rentabilidades; tanto así que en el año 2006 llegó a ser la bolsa más rentable de todo el mundo y en julio de 2007 el IGBVL llegó a superar los 23 mil puntos siendo su mayor valor en toda su historia.

Una de las políticas financieras más usadas es la diversificación, la cual consiste en repartir el capital a invertir en diferentes sectores y activos financieros (para esta investigación solo se usaron acciones), de modo que lo que pase en un sector no afecte a otro y de manera inversa, es decir, si uno de ellos tuviese una caída el otro debe de presentar una suba para que la pérdida se vea compensada; esto supone un mínimo riesgo, ergo, mínima rentabilidad esperada.

El presente trabajo trata de demostrar que por medio de la diversificación, basada en correlaciones, nuestra cartera de acciones de empresas peruanas se verá afectada en menor medida que el promedio

bursátil peruano denotado por el IGBVL como efecto de la Crisis Financiera Internacional del 2008, ya que por medio de correlaciones muy bajas las pérdidas de unas acciones son compensadas por la ganancia de otras.

Es así pues que por un lado se reduce el riesgo no sistemático; pero por otro el riesgo sistemático, que para el periodo está basado ampliamente en la crisis financiera internacional del 2008, no se puede diversificar ya que deriva otros peligros en la economía que afectan a todos los mercados en general sin importar que técnicas de diversificación o reducción de riesgo se hayan utilizado. La crisis financiera internacional del 2008 es resultado de la poca responsabilidad de los grandes inversionistas mundiales y la pobre e ineficiente regulación por parte de los Gobiernos en los que aquellos participaban. La Crisis sigue siendo Financiera y esta empezando a ser Económica, es decir que está empezando a afectar a la Producción de los países. Se vienen momentos muy duros para la economía mundial, pero con políticas adecuadas por parte de los Gobiernos mundiales es algo posible de superar.

El riesgo sistemático afecta a todos los activos financieros y no puede ser diversificado ni mucho menos eliminado; para el periodo y la investigación equivale a decir que La Crisis Financiera Internacional afecta a todas las acciones y empresas y no hay manera que alguna se pueda librar de verse afectada.

Es así que se ha analizado la cartera mencionada durante el periodo de Enero de 2005 hasta Diciembre de 2008 y se le ha comparado en el mismo periodo con el desempeño del IGBVL como promedio bursátil peruano, para finalmente en los dos últimos trimestres examinar los diferentes efectos de la Crisis Financiera Internacional sobre ambas carteras y determinar si la diversificación por medio de correlaciones hace que nuestra cartera termine con un índice superior al IGBVL.

Los resultados han demostrado la hipótesis ya que nuestra cartera ha cerrado el año 2008 siendo superior en un 46.77% respecto al IGBVL. Esto se da por nuestra diversificación y las bajas correlaciones y en segundo lugar por la estructura de la cartera en donde hay un porcentaje importante del sector Minero y de Diversas.

Asimismo, en los momentos de mayor crecimiento y peores caídas nuestra cartera se ha mantenido muy por encima del promedio bursátil peruano.

La Crisis Financiera Internacional es resultado de una pobre e ineficiente regulación por parte de los Gobiernos de los Estados Unidos y de la Unión Europea de los mercados financieros, y en segundo lugar una grave irresponsabilidad de los inversionistas, que cada vez inventaban nuevos instrumentos financieros, uno más complicado que el otro.

Vargas (2013) en su tesis "Factores

macroeconómicos y de mercado de la iliquidez en el mercado bursátil peruano “

Nos refiere que a inicios de los años 90, la serie de reformas económicas estructurales contribuyó a que el mercado de capitales peruano comenzará a experimentar cierto grado de desarrollo, especialmente en el mercado de acciones en comparación con el mercado de deuda, el cual era casi inexistente y caracterizado por emisiones a corto plazo e indexadas a la inflación. Dentro de este período, la capitalización bursátil aumentó considerablemente debido a un incremento en el precio de las acciones de las principales empresas pasando de \$ 812 millones a fines de 1990 a \$12,092 millones al cierre de 1999, a pesar que el número de empresas listadas disminuyó de 298 en 1991 a 239 en 1999. Asimismo, el aumento del volumen negociado pasó de \$ 99 millones en 1990 a \$ 2,729 millones en 1999, explicado por la mayor demanda tanto de inversionistas locales y extranjero (principalmente inversionistas institucionales). Finalmente, dentro de esta década empresas tales como Southern Perú, Credicorp, Banco Wiese, Cementos Lima, Ferreyros S.A., Minas Buenaventura, Tele 2000 y Telefónica del Perú llegaron a cotizar sus valores en el mercado americano.

Durante la década pasada, el mercado bursátil continuó experimentado un mayor desarrollo gracias a la entrada de nuevas empresas emisoras,

especialmente mineras, un crecimiento económico estable y la creación del segmento de capital de riesgo dentro de la bolsa, convirtiéndose así en la única bolsa en la región en contar con dicho segmento. Sin embargo, a pesar del desarrollo experimentado por el mercado bursátil en los últimos años, los volúmenes negociados en rueda han estado concentrados en cierto número de títulos; por ejemplo, a Diciembre de 2011, el ratio N° Valores Negociados / N° Valores Inscritos presentaba un nivel cercano al 47% aproximadamente, es decir, menos de la mitad de las acciones listadas habían negociado por lo menos una vez.

Por su parte, el indicador de frecuencia de cotización reportado en las estadísticas anuales de la Bolsa de Valores de Lima, nos muestra que para el año 2011, solo 8 valores (4% del total) tuvieron un indicador de 100%, mientras que otros 41 (21% del total) tienen una frecuencia mayor a 75%, mostrando así la poca liquidez, en general, que presenta el mercado bursátil peruano. Por último, la profundidad del mercado bursátil, medida a través del ratio capitalización bursátil del mercado como porcentaje del producto bruto interno (PBI), se ha mantenido constante y en niveles bajos, a excepción de los últimos años en los cuales se ha alcanzado niveles históricos como el del año 2007 y 2010 donde la capitalización bursátil del mercado llegó a representar el 64.6% y 67.2% del PBI, respectivamente.

Como podemos ver la estructura del mercado

bursátil peruano se caracteriza por concentrarse en un número determinado de valores, tener un bajo nivel de profundidad y rotación, y sobre todo, contar con un gran porcentaje de acciones listadas que presentan bajos niveles de frecuencia cotización.

Acorde con la literatura, la liquidez, al igual que el rendimiento y el riesgo, tiene un rol determinante en el desarrollo de los mercados financieros y entre los agentes que operan en ellos, por ello, es una variable importante dentro de las decisiones de inversión y/o emisión de valores. Dentro de este marco, numerosas investigaciones han documentado la relación entre los retornos de los activos y la liquidez.

De hecho, en la valoración de activos, la liquidez juega un rol importante tal como afirma Miralles y Miralles (2006), "La relación liquidez-valoración de activos se basa en considerar que los agentes racionales que paguen una mayor prima por liquidez, es decir compren activos más ilíquidos, exigirán un mayor rendimiento esperado a dicho activo, ya que la falta de liquidez es un riesgo adicional". Asimismo, los autores establecen que el exceso de retorno de un activo financiero.

Adicionalmente a la covarianza entre la rentabilidad del activo y del mercado considerado en el modelo CAPM, los autores identifican otros tres efectos: el primero de ellos es la relación positiva entre el retorno de un activo y la covarianza entre la iliquidez de los

activos y la iliquidez del mercado que denota la compensación al inversionista de adquirir un activo que se convierte en ilíquido cuando el mercado presenta niveles bajos de liquidez; el segundo efecto considerado es la relación negativa entre el retorno de un activo y la covarianza entre la rentabilidad de un activo y la liquidez del mercado, que muestra que los inversionistas están dispuestos a pagar una prima por un activo con retorno alto en momentos de poca liquidez del mercado; finalmente, tenemos el tercer efecto que muestra una relación negativa entre el retorno del activo y la covarianza entre la iliquidez del activo y la rentabilidad del mercado, el cual está basado en que los inversionistas aceptan una rentabilidad esperada más baja en un activo que es líquido cuando el mercado presenta bajos niveles de retorno. Por ello, tener una buena aproximación de este riesgo (coste de liquidez) es fundamental en la valoración de activos y, por ende, en la estimación de sus rentabilidades.

Asimismo, la liquidez es una variable muy valorada por los participantes del mercado, tal como afirma Baena (2008), dice que la liquidez de los activos financieros es uno de los elementos considerados por los participantes en los mercados a la hora de seleccionar los valores en que invertir, sobre todo aquellos que adquieren valores para gestionar su liquidez más que para mantenerlos en cartera de largo plazo. Cuando un activo financiero es líquido existen de manera continua precios y volúmenes importantes de oferta y

demanda de forma que el inversor pueda comprar y vender inmediatamente un volumen significativo del activo.

Para los inversionistas institucionales, la liquidez es una variable relevante al momento de asignar el monto de inversión en determinados mercados, por ejemplo, según Agudelo (2010) la insuficiente liquidez ha sido uno de los principales obstáculos para una mayor inversión en mercados emergentes. De hecho, la baja liquidez incrementa los costos de rebalances frecuentes que requieren las estrategias de largo plazo.

La liquidez es importante para el desarrollo de los mercados financieros porque permite a las empresas financiarse y adquirir fondos mediante la emisión de valores a un menor costo y en mayor cantidad en comparación con la banca tradicional, mientras que para los inversionistas contar un mercado líquido les permite incurrir en menores costos, al momento de liquidar sus posiciones en el mercado secundario. Por ello, la falta de liquidez en el mercado implicaría un mayor costo tanto para las empresas (costo de capital) como para los inversionistas que en su defecto, exigirán una mayor prima que los compense.

Por otro lado, la falta de liquidez en los mercados de valores desfavorece y desincentiva la aparición de nuevos productos de inversión, ya que el no tener una correcta formación de precios dificulta la valorización de productos que tenga como subyacente estos

valores ilíquidos; asimismo, impide el dinamismo de instrumentos ya existentes, tales como las operaciones de reporte con garantía de acciones, las cuales están restringidas a un grupo de valores que son publicados por la Bolsa de Valores de Lima en base a la liquidez de los mismos, restringiendo a un pequeño número de valores aptos para ser usados como colateral.

A pesar que la iliquidez es un problema latente en el mercado bursátil peruano; no existe evidencia empírica ni estudios sobre su comportamiento y determinantes de esta en el mercado local. Por ello, el presente trabajo tiene como objetivo analizar las causas macroeconómicas y de mercado de la variación de la liquidez en el mercado bursátil peruano para el período comprendido entre Enero 2000 y Mayo 2012.

Para estimar la liquidez agregada del mercado bursátil, se construirá un ratio de iliquidez siguiendo la metodología de Amihud (2002), y con la finalidad de capturar las relaciones dinámicas entre la iliquidez del mercado y las variables económicas y de mercado incluidas, se hará uso de los modelos VAR, pues éstos, una vez estimados, permiten obtener las funciones impulso-respuesta que permiten analizar las respuestas de las variables a diferentes choques en las variables incluidas en el modelo y la descomposiciones de varianza o error de predicción que nos permite analizar el grado de predicción de variable sobre el resto para un periodo dado.

Los resultados obtenidos muestran que en el muy corto plazo, como era de esperarse, la liquidez es explicada por ella misma, sin embargo, en los subsecuentes periodos, apreciamos una mayor influencia significativa, en conjunto, por parte de las variables como el PBI, la inflación no esperada y cambios no anticipados de la estructura temporal de tasas de interés (factores estructurales detrás del grado de iliquidez de la Bolsa).

Por tanto, se podría inferir que los cambios de muy corto plazo de la liquidez del mercado son explicados mayormente a causas intrínsecas a ella, tales como ciclos bursátiles, condiciones de mercado, publicación de resultados de empresas, etc. pero su tendencia en el largo plazo sí estaría explicada por fundamentos macroeconómicos.

Sánchez (2012) en su tesis “Incidencia del PBI, la tasa activa y la liquidez del sistema financiero como factores de la evolución del crédito privado en el Perú”

Nos refiere en su tesis que la economía peruana muestra un crecimiento económico permanente. La inversión tanto nacional como extranjera se ha elevado lo cual es el reflejo de las expectativas positivas del sector empresarial en la economía, siendo generadora de la DBP. El ratio de inversión privada respecto al PBI pasó de 17,7 por ciento en el 2009 a 19,2 por ciento a 2010 (Banco Central de Reserva del Perú

2011), ante lo cual, la oferta crediticia ha respondido, poniendo al alcance de muchas alternativas de negocios y sectores económicos los montos monetarios adecuados a dicha expansión.

La estabilidad macroeconómica ha sido fundamental para la mejora de la economía peruana. La política monetaria se ha llevado a cabo en un marco de intervención moderna, que frente a las crisis ha operado de manera adecuada, siendo la emisión de dinero en el 2010 de S/. 35 000 millones de soles. (BCRP, 2011) que representa el 9% del PBI de ese mismo año. La política monetaria en la crisis utilizó mecanismos como «la reducción de las tasas de encaje, inyección de liquidez como las operaciones a plazos de hasta 1 año, swaps de monedas, recompra de los certificados de depósito del BCRP, entre otros. Todo esto para que no se paralice la demanda de crédito, asegurando que los bancos dispusieran de los recursos para seguir financiando la actividad económica.

Además, desde setiembre de 2008, con el fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central de Reserva del Perú vendió moneda extranjera por US\$ 6,843 millones. Ello fue posible porque desde 2006 el BCRP había comprado US\$ 23,333 millones». (BCRP, 2011).

El fuerte deterioro de las finanzas públicas de EE.UU y Europa, junto con la política monetaria más

expansiva de su historia, constituyen cambios negativos fundamentales para las principales monedas del mundo. Debido al deterioro significativo de los fundamentos del dólar y del euro; existe un riesgo real de alta volatilidad cambiaria en el mundo, e incluso de cambios significativos en la estructura monetaria mundial». (Scotiabank 2009), esto generó una recesión en las principales actividades económicas. Sin embargo, las buenas políticas de la economía peruana son reconocidas por los analistas internacionales y los mercados de capitales. De acuerdo con la Agencia de Promoción de la Inversión Privada (PROINVERSION, 2011), la agencia Standard & Poor's (S&P) subió la calificación crediticia del Perú, colocándola de BBB-, otorgada en julio de 2008, a BBB en Agosto del 2011, con un panorama estable, esto ha generado un ambiente de confianza a los inversionistas tanto extranjeros como nacionales, pues ven con buenos ojos las políticas ejecutadas por el Estado en las decisiones económicas del país.

El sector bancario se muestra sólido debido a que los principales bancos han crecido luciendo buenos niveles de liquidez y bajas tasas de interés activas, esto hace que genere mayor competitividad en el mercado al momento en que la demanda desea realizar una cuenta de ahorros, depósitos a plazo, depósitos a la vista o líneas de crédito.

El rol de las expectativas mantienen una gran influencia, «los bancos presentan excesos de

demanda del crédito, ante esto ellos limitan y distribuyen la oferta de crédito de dos formas: la primera por la vía de la calidad, es decir el banco ofrece crédito a aquellas empresas que cumplen con determinadas características (especialmente microempresas); la segunda se presenta por la vía de la cantidad, pues el banco ofrece cantidades de crédito distintas a las firmas con características iguales, cuando no pueda racionar completamente por calidad (grandes empresas que requieren inversiones elevadas).

(Escobar, Flórez y Posada 2004). Según ASBANC, a junio del 2011, el saldo total de créditos otorgados por el sistema bancario peruano ascendió a 120,342 millones de soles, lo que significó un avance de 718 millones de soles (0.60%), respecto a lo alcanzado en mayo de 2011. Del total, los segmentos con mayores participaciones fueron: créditos corporativos con el 20.78% (25,008 millones) seguido por créditos a grandes empresas con el 19.70% (S/. 23,705 millones) y créditos a medianas empresas con el 17.91% (S/. 21,552 millones). Las tasas de interés activas de todos los tipos de créditos en nuevos soles mostraron una reducción al cierre del mes de setiembre, manteniendo la tendencia registrada en agosto y en meses anteriores. Con respecto a los créditos comerciales que están dirigidos a corporaciones, grandes y medianas empresas se registró una baja en soles y una subida leve en dólares (con respecto al último día de julio).

La tasa en soles bajó en 0.06 puntos porcentuales, de 7.44% a 7.38%, lo que se debió principalmente al menor costo de los préstamos en soles a más de 90 días. Sin embargo la tasa en dólares pasó de 7.37% a 7.40%, lo que representó un ligero avance de 0.03 puntos porcentuales (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP 2011).

La tasa de interés promedio de los créditos de consumo en soles alcanza los 40.44%. Por lo que es más caro que hace tres meses tomar un crédito de consumo ya sea para comprar o viajar. Este tipo de crédito junto con los otorgados a microempresas es el que más se encareció en el último trimestre.

Su tasa de interés promedio en soles en el sistema bancario subió de 38.36% a fines de abril, a 40.44% al 1 de agosto (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP 2011).

En la actualidad la baja del tipo de cambio en los últimos meses no hizo que las personas se animen a optar por créditos en dólares, por el contrario hay más demanda de crédito en soles, incluso en los de largo plazo como los hipotecarios. Los créditos que se dan en el interior del país se están tomando más en soles que en dólares. Al cierre de octubre de 2011, las colocaciones totales otorgadas por las entidades bancarias privadas, expresadas en nuevos soles, siguieron creciendo y ascendieron a S/. 123,765 millones. El saldo en dicho mes fue mayor en S/. 40

millones (0.03%) respecto a setiembre 2011 y en S/. 18,445 millones (17.51%) con relación a octubre del 2010 (ASBANC 2011).

Al comienzo de esta investigación consideramos diferentes y variada hipótesis, pero conforme se fue realizando un análisis más profundo corroboramos la existencia de una relación inversa con la TAMN pero directa con la LIQ y con el PBI del sistema financiero en la DBP de la economía peruana del 2000 – 2012.

El presente trabajo pretende aportar en ese sentido; investigando que si existen variables determinantes de la DBP, partiendo del análisis de las bases de datos del BCRP, que recogen las características y el comportamiento de la economía peruana. Dicha entidad cuenta con amplia trayectoria en la recolección de datos y tiene influencia en todo el territorio nacional. Se espera aportar a quienes consulten este trabajo un punto de partida para futuras investigaciones, facilitando la información para un estudio previo en relación a la DBP, que les posibilite mejorar sus indicadores a entidades financieras, y a la universidad la generación de inquietudes en cuanto a la necesidad de crear un grupo de estudio dedicado a evaluar alternativas financieras que permitan la sostenibilidad de las políticas de crédito.

La importancia del tema radica en que la DBP de manera macroeconómica es muy poco analizada y

de gran importancia para el inversionista tanto extranjero como nacional; pues en términos generales, puede señalarse que no existe una teoría de la DBP única y uniforme. Por el contrario, los trabajos que tratan este tema analizan determinadas características de la demanda así como por el lado de la oferta, justificando por qué las empresas hacen uso de este recurso financiero para generar ganancias.

Es por ello que daremos respuesta a la pregunta de investigación ¿Cuál es la incidencia de la TAMN, la LIQ y el PBI como determinantes de la DBP en el sistema financiero peruano 2000 – 2012? De tal modo que, nuestra determinación es el objetivo central de la presente investigación.

Bernardo (2010) en su tesis:" Traspaso de tasas y segmentación de mercados: implicancias de competencia, riesgo y expectativas sobre la tasa de política monetaria; El Caso Chileno, nos refiere:

La crisis financiera de 2008 revivió el debate sobre el traspaso de tasas de interés que realiza la banca comercial en Chile ante cambios en la tasa de política monetaria; en especial cuando durante el primer trimestre de 2009 el Banco Central de Chile comenzó la mayor expansión monetaria de su historia, bajando la tasa de política desde 8.25% a 0.5% anual. En este contexto, para la autoridad monetaria es de suma importancia el observar de cerca el nivel del traspaso de estas bajas de tasas hacia la economía a real.

De los datos para Chile de tasas de interés de colocación se puede apreciar una gran brecha entre las tasas de créditos a empresas y las tasas de créditos de consumo. Estas tasas, junto a la tasa de política monetaria, desde enero de 2002 a diciembre de 2009. Estas tasas muestran una alta correlación. Por ejemplo, la tasa de préstamos a empresas presenta una correlación de 0.88 con la tasa de política monetaria mientras que la tasa de préstamos de consumo presenta una correlación de 0.72. Sin embargo, es importante notar que el promedio del nivel entre el debate acerca del traspaso de tasas del sector financiero chileno durante la crisis de 2008, no estuvo exento de polémica. Las principales autoridades en materia financiera-bancaria del país, pero cabe preguntarse, el porqué, cada cierto tiempo, surgen dudas con respecto a la rapidez con que el sistema financiero chileno reacciona a los cambios en la tasa de política monetaria.

Miremos por un Argentina y Brasil las tasas de colocación para empresas en los tres países junto al spread de tasas (entendido como la diferencia entre la tasa de colocación y una proxy de tasa de política monetaria en un periodo comprendido entre enero de momento a dos de nuestros países vecinos; 2003 y diciembre de 2009. Tal como se puede apreciar, Chile tiene tasas de crédito a empresas más bajas que los otros dos países, lo mismo que los spread. En promedio, el nivel de tasas para Argentina, Chile y Brasil fue de

15%, 9% y 30%, respectivamente; mientras que el promedio de sus spread fue de 8%, 5% y 15%, respectivamente. Mostramos lo mismo para los créditos de consumo. Al comparar a Chile con los otros dos países, este presenta tasas muy similares a las de Argentina pero solo en el año 2009; y mucho más bajas que las registradas en Brasil. En promedio, el nivel de tasas de consumo para Argentina, Chile y Brasil fue de 16%, 30% y 58%, respectivamente; mientras que el promedio de sus spread fue de 8%, 24% y 43%, respectivamente.

De la observación rápida de los niveles de tasas, queda la impresión que en Chile el premio entre las tasas de colocación a empresas y de consumo es mayor que el existente en otros países. Una explicación para esto será que en Chile los usuarios de créditos de consumo tienen un riesgo específico mayor relativo a los usuarios de crédito a empresas comparado con Argentina y Brasil. Entonces, para entender este tipo de divergencias es necesario incorporar a los modelos econométricos medidas de riesgo a cada mercado de crédito.

Reconocemos que se necesita de un análisis mucho más acabado para emitir juicios a fin de comparar los mercados de crédito en estos tres países; sin embargo, esta evidencia preliminar nos da alguna idea que el riesgo podrá no ser la única fuente de explicación para el mayor o menor traspaso de tasas. A continuación, exploraremos esta evidencia concentrándonos

solamente en el caso de Chile.

En este contexto, este trabajo busca evaluar el traspaso desde la TPM (tanto en el corto plazo como en el largo plazo) a las tasas de los bancos comerciales en Chile; considerando la existencia de distintos segmentos de mercados, sus características y condiciones de riesgo particulares. A diferencia de trabajos previos (que serán explicados en la sección siguiente) la validez de nuestra hipótesis de investigación está íntimamente ligada a mediciones específicas de riesgo y competencia para cada segmento; junto con expectativas sobre TPM.

Capítulo 2

El patrimonio del Fondo de Pensiones es independiente y diferente del patrimonio de la AFP, ya que el fondo de pensiones es de propiedad exclusiva de los trabajadores afiliados. Por esta razón, la AFP y el fondo de pensiones llevan contabilidades separadas. A continuación presentamos el patrimonio de las AFP durante los últimos años.

El patrimonio de las AFP se consolidó en estos últimos años según muestran los indicadores, en cuanto a solvencia su deuda corriente no supera el 50% de su patrimonio por lo que se considera razonable, en cuanto a rentabilidad su mejor indicador está establecido en su ROA ya que se incrementa de 14.9% a 21.5% en los últimos 4 años y en menor porcentaje también se incrementó los otros 2 indicadores, en cuanto a gastos tanto operativos como administrativos se redujeron paulatinamente en estos periodos tal como se muestra en el cuadro, otro indicador que también consolidó en estos periodos es el índice de rotación de activos cuanto mayor sea el porcentaje mejor será el uso de los activos tal como se muestra en el cuadro con un incremento al 2013 de 62.3%.

La gestión de las AFP en estos últimos años muestra suma eficiencia lo que garantiza el rendimiento de la administración de los fondos previsionales.

La cartera de fondos previsionales a cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) alcanzó

los 102.077 millones de nuevos soles A Diciembre del 2013, de los cuales 101,113 millones corresponden al fondo de pensiones y 964 millones al encaje legal, reportó la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Dicho resultado refleja un aumento de 14.48% respecto a la cartera administrada a Diciembre del 2010, la cual fue de 87,295 millones de soles. Según el Boletín Semanal del Sistema Privado de Pensiones (SPP) de la SBS, un total de 12.898 millones de soles de la cartera se encuentran en el fondo Tipo 1, hay 73.694 millones en el fondo Tipo 2 y los restantes 20.944 millones están en el fondo Tipo 3.

Las inversiones locales de las AFP fueron de 66.216 millones de soles, lo que equivale al 61,6% de la cartera administrada. Por su parte, las inversiones en el exterior cerraron en 41.314 millones de soles, lo que representa el 38,4% de la cartera.

La participación de los principales instrumentos de inversión en la cartera administrada está liderada por los fondos mutuos en el exterior con el 29,3% , luego están las acciones y valores representativos sobre acciones de empresas locales (13,8%); certificados y depósitos a plazo (13,7%); bonos del gobierno central (12,4%); bonos de empresas no financieras (4,5%) y bonos de titulación (4,3%).

Indicador: Cartera de clientes AFP

La composición de la cartera de clientes de las AFP se estructura de la siguiente manera:

Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP 1.2% Bonos del Gobierno Central 11.6%
Certificados y Depósitos a Plazo del Sistema Financiero 13.4% Títulos de Deuda 0.9%
Otros Bonos del Sector Financiero 5.5%
Títulos de Deuda emitidos por Entidades No Financieras 1% Bonos de Empresas no Financieras 4.9%
Bonos para Nuevos Proyectos 0.3%
Acciones y Valores representativos sobre Acciones 12.9% Otros Locales 11.39%
Inversiones en el Exterior 35.9%.

Fuente: AFP Prima

Inversión en infraestructura

Tiene como objetivo canalizar los fondos de pensiones de los trabajadores para el financiamiento de las obras de infraestructura, procurando obtener una rentabilidad adecuada con niveles de riesgo razonables, y contribuyendo además al desarrollo de la infraestructura del país. A su vez, dicha inversión beneficiará a los afiliados al Sistema Privado de Pensiones recibiendo mayor rentabilidad que se verá reflejada en los fondos a largo plazo.

Telecomunicaciones

Telefónica Móviles, América Móviles y Telefónica del Perú.

Energía

Distribución Eléctrica.- Luz del Sur, Edelnor y Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial.

Generación Eléctrica.- Cahua, DukeEgenor, Edegel, Enersur, Electroandes, InkiEnergy, Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial, Kallpa, Southern Cone y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.

Transmisión Eléctrica.- Consorcio Transmantaro, Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial, Red de Energía del Perú y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.

Proyectos Hidroenergéticos.- Consorcio Trasvase Olmos y Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial.

Hidrocarburos.- Relapasa, Transportadora de Gas del Perú, Perú LNG, Plus Camisea, Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial, Calidda y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.

Transporte

Redes Viales.- IIRSA Sur (Tramos 2, 3 y 4), IIRSA Norte, Interoceánica V, CRPAO PEN Trust, CRPAO VAC Trust y Fideicomiso de Infraestructura.

Ferrocarriles.- Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.

Aerocomercial y Portuario.- Terminales Portuarios Euroandinos – Paita, Lima AirportPartners, Andino Investment Holdings y Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales.

Saneamiento

H2OImos, Consorcio Agua Azul, Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales y Fideicomiso de Infraestructura.

Salud

Peru Payroll Deduction Finance Limited.

Los porcentajes de distribución entre subsectores correspondientes al Fondo de Inversión en Infraestructura de AC Capitales corresponden al 01 de enero del 2014. Los porcentajes de distribución entre subsectores correspondientes al Fondo de Inversión Energético Americano de Larraín Vial corresponden al 31 de diciembre del 2013 conjuntamente con los porcentajes de distribución entre subsectores correspondientes al Fideicomiso de Infraestructura.

Entrevista

Al respecto del tema se Entrevistó al Sr. José Antonio Roca, Gerente de Inversiones de la AFP de Credicorp se le pregunto ¿Cuál es la Situación actual de las AFP en nuestro País?

Actualmente el fondo del Sistema Privado de Pensiones (SPP) aumenta a un ritmo de entre 8% y 9% anual. En cuanto al patrimonio sube 4% al año por las contribuciones de los afiliados, y la otra mitad (del crecimiento) corresponde a la rentabilidad", detalló Roca.

Dimensión: Estrategias de Inversión Indicador:

Rendimiento de las Inversiones

El rendimiento de las inversiones de las afp durante los últimos años, tuvo su mayor porcentaje de ganancia en el año 2009- 2010 en que alcanzaron el nivel máximo de rentabilidad, dándose este hecho por las condiciones económicas favorables que aconteció en dicho periodo lo cual podemos visualizar en el cuadro siguiente, en la cual podemos visualizar también que del 2012 al 2013 el rendimiento de los valores se mantuvo a pesar que en el último periodo ya la economía comenzó a decrecer en nuestro país. Lo que si se visualiza es que este problema económico afecto en mayor porcentaje al fondo tipo 3 que es el de mayor riesgo y que en el 2010 tuvo un alto rendimiento 34.43%, estableciéndose al final del 2013 el fondo 2 como un fondo equilibrado.

El rendimiento del sistema previsional privado en los diferentes países de Latinoamérica también muestra rendimientos no muy diferenciados por efecto de la crisis financiera internacional.

El Sr. José Antonio Roca, Gerente de Inversiones de la AFP de Credicorp contesto a la siguiente pregunta:
¿Cómo explica Ud. La rentabilidad de las AFP?

La rentabilidad está en función de las inversiones, que a su vez dependen del tipo de fondo elegido por el

afiliado.

Prima AFP proyecta que hacia fin de año el fondo 1 (que invierte mayormente en bonos) rendirá alrededor de 5%, mientras que el fondo 3 (que apuesta principalmente por renta variable o acciones) se acercaría los dos dígitos, y el fondo 2 se situará en un punto intermedio entre los dos anteriores. Es decir, se cumpliría la regla de a mayor riesgo, mayor rentabilidad. En lo que va del año todos los fondos de pensiones ya están “en azul”.

Dimensión: Construcción del Portafolio

Indicador: Estructura de Inversiones Renta Fija y Renta Variable

El esquema de inversiones permite a los afiliados elegir entre tres fondos distintos a los que pueden destinar el ahorro con el que construirán sus futuras pensiones estas pueden ser:

Fondo de Preservación (o Fondo 1) Fondo Mixto (Fondo 2)

Fondo de Apreciación de Capital (Fondo 3)

Fondo 1

Tiene como objetivo resguardar el ahorro del afiliado, invirtiéndolo en activos como los depósitos bancarios o los bonos del Estado. Estos tienen baja probabilidad de pérdida y una expectativa de retorno suficiente para compensar la inflación y mantener el poder adquisitivo del fondo acumulado.

Fondo 2

Busca ser el punto medio entre ambos Fondos, con un balance entre inversiones con baja probabilidad de pérdida y otras con mayor expectativa de retorno, pero también con mayor volatilidad.

Fondo 3

Busca un crecimiento acelerado del fondo de pensiones, por lo que destina sus recursos a inversiones con alto potencial de rentabilidad, pero sujetas a mayores variaciones en el corto plazo (es decir, con un mayor riesgo), como las acciones de empresas. Todos los afiliados del SPP pueden elegir libremente entre los tres fondos hasta cumplir los 60 años. Luego de esto, y con el ánimo de proteger los fondos previsionales de los afiliados, la regulación prohíbe que los mayores de 60 años elijan el Fondo 3. Sin embargo, aún pueden invertir en el Fondo 2, para lo que deben presentar una solicitud formal ante su AFP. De lo contrario, serán migrados automáticamente al Fondo 1.

La reciente reforma del Sistema Privado de Pensiones incorpora la creación de un cuarto fondo, llamado "Fondo Especial de Protección del Capital" o Fondo 0, que solo podrá invertir en instrumentos de renta fija, principalmente en depósitos bancarios, certificados de corto plazo y bonos, con el objetivo de proteger lo máximo posible el fondo de jubilación ahorrado por el afiliado.

Este punto de la reforma del SPP, aún pendiente de implementarse, obligará a los afiliados mayores de 65 años que conserven su fondo en la AFP a trasladarse al Fondo 0 hasta que opten por una pensión.

A continuación se muestra los 3 tipos de fondo los cuales presentan diferentes combinaciones de porcentajes de renta fija y renta variable:

Instrumentos de Renta Fija

Son instrumentos de deuda, mediante los cuales un emisor se compromete a pagar a los inversionistas cierta cantidad de dinero más una tasa de interés en una fecha determinada. Se caracterizan por garantizar un rendimiento preestablecido por un tiempo determinado. Por ejemplo: Bonos de Empresas, Bonos del Gobierno Central, Papeles Comerciales, Certificados de Depósito.

Instrumentos de Renta variable

Son instrumentos que representan la participación en el patrimonio de una empresa a través de acciones donde no se acuerdan pagos de antemano. En general, las acciones otorgan un rendimiento variable en el tiempo, pues el precio de cada una se determina por las utilidades futuras de la empresa, la repartición de dividendos y la oferta y demanda de los inversionistas.

En el Perú, el esquema de fondos se aprobó en el 2003

y se puso en marcha en enero del 2005. También ha sido implementado en otros países de la región que cuentan con sistemas privados de pensiones, como Chile, México y Colombia.

El principal objetivo de la creación de los fondos es dar mayor flexibilidad a los afiliados para maximizar su fondo previsional y, con ello, su futura pensión de jubilación. Esto es necesario porque los afiliados tienen diferentes perfiles de inversión, determinados por diversos aspectos.

Como se señala a continuación:

Su edad y los años que les faltan para jubilarse, sus expectativas acerca de su futura pensión, sus preferencias de riesgo y de retornos esperados, su disponibilidad de otros ingresos, Las características de sus familias

Todos los países que han adoptado el sistema de fondos han determinado que exista una cantidad limitada de estos, entre tres y cinco. Ello permite reflejar los principales perfiles de inversión de los afiliados y, a su vez, mantiene ventajas fundamentales de las AFP, como las economías de escala que disminuyen sus costos de operación y se traducen en una menor comisión para los afiliados.

Se Preguntó al Sr.: Renzo Massa, Gerente de Renta Fija de AFP Prima ¿Cómo cerraran el año las AFP en nuestro país?

Los fondos de pensiones cerrarían en azul este año, a pesar del menor dinamismo de la economía, la reactivación de la bolsa local y la mejora –aún lenta– de los mercados internacionales en lo que va del año darían este impulso.

Proyectó que al final del 2014 se cumplirá la premisa de “a más riesgo, más rentabilidad”, ya que en lo que va del año los fondos han mostrado un resultado positivo que está entre 3% y 5%. “Al cierre del año, el fondo 3 o agresivo [que invierte hasta el 80% en acciones] podría acercarse a un retorno de dos dígitos, el fondo 1 debería estar entre 5% y 6%; y, el fondo 2 debería estar entre 5% y 10%”, detalló.

Según Massa, hasta junio el fondo 3 se encuentra más cercano al 4% de retorno, el tipo 2 está más próximo al 5% y el fondo 1 al 3%. Sin embargo, a mayo, los fondos 1, 2 y 3 tuvieron retornos de 0,35%, 3,32% y 2,31%, respectivamente, recordó que en el 2012 y 2013 los tres fondos rindieron de forma similar, pese a que los riesgos son diferentes.

También se le pregunto al Sr. Massa al respecto de las Inversiones

¿Qué alternativas de Inversión presentan mayores rendimientos en nuestro mercado Financiero?

En lo que va del 2014, los instrumentos financieros que ofrecieron mayores ganancias en el mercado peruano fueron los fondos de pensiones y los fondos mutuos que se invierten en el extranjero. Durante los primeros cinco

meses del año, todas las alternativas de inversión rindieron, en promedio 0.29%, menor a las ganancias acumuladas hasta abril (0.55%).

Destaco que al comparar por tipo de moneda, los instrumentos en soles mostraron rendimientos positivos (0.74%, en promedio), mientras que los denominados en dólares sufrieron una ligera caída de 0.69%.

La diferencia responde a que el precio del dólar cayó 1.2% de enero a mayo al pasar de S/.2.8 a S/. 2.766.

Resalto que de los cinco instrumentos con mayor rentabilidad este año, el primero es el fondo 2 de una AFP, dos son fondos mutuos internacionales, uno corresponde a un depósito bancario a plazos en moneda nacional y el otro es un índice que replica el rendimiento de la bolsa peruana.

También añadió que los fondos mutuos del mercado perdieron, en promedio, 0.3%. Sin embargo, los de mejor performance fueron los de renta fija en soles y los de corto plazo en moneda nacional, que ganaron 1.7% y 1.51%, respectivamente, lo que confirma la tendencia observada en los meses anteriores.

Por el contrario, manifestó los fondos de renta variable perdieron 2.89% en soles y 2.37% en dólares. Según Massa, ello responde a un contexto de volatilidad del tipo de cambio y a factores de riesgo de la economía mundial.

En conclusión, hay un desempeño muy desigual en el mercado de fondos mutuos. Así, los cinco instrumentos

financieros con peor desempeño en el 2014 son fondos que invierten predominantemente en bolsa.

Las Administradora de Fondos de Pensiones colocan capitales a través de la adquisición de bonos corporativos así como de acciones, constituyendo sus compras de estos valores una forma de contribuir al financiamiento de las empresas, en particular de las corporaciones y de la gran empresa.

En el siguiente cuadro se muestra la evolución de este tipo de crédito al sector privado durante el periodo 2010-2013; en la cual al cierre del 2013 el total de la cartera administrada por las AFP fue de S/. 99,467 millones. Cabe resaltar que la tasa de crecimiento y nuevos afiliados se mantuvieron en crecimiento del 11% promedio los tres últimos periodos, a diferencia de los créditos al sector privado los cuales se incrementaron en un 24% del 2010 al 2013, lo cual refleja el incremento de la participación de las AFP en el mercado financiero.

Tabla 5. Fondo Privado de Pensiones
(millones de soles)

	2010	2011	2012	2013
Afiliados activos fin Año				
(tasa crecimiento)	4.1	6.2	6.9	7.2
Nuevos afiliados	220	314	366	380
Cartera administrada				
(Millones S/.)	87296	81881	96372	99467
Crédito sector privado				
(Millones S/.)	19205	18833	22450	25430

Fuente: BCR; SBS

El dinámico crecimiento de este tipo de crédito al

sector privado se sustentó en las excelentes utilidades de las AFP así como en el incremento sostenido durante el periodo 2010-2013. En lo referente al número de afiliados creció a un tasa promedio anual del 6.1%; al respecto, solamente el 2013 el número de nuevos afiliados aportantes se elevó en 380 mil.

Indicador: Composición y participación de entidades financieras

En el siguiente cuadro se observa como las corporaciones y la gran empresa peruana comienzan a utilizar con mayor énfasis al mercado de capitales como su fuente de financiamiento; esto se observa con claridad durante el periodo 2010 en que las AFP alcanzan su mayor participación (18.3%) dentro del total de financiamiento al sector privado, mientras que la banca múltiple su participación promedio de los últimos periodos es del 86.75%, estableciéndose en el 2013 en un 90% de colocaciones.

El 2010 el crédito al sector privado de parte de las AFP fue de S/.19205 millones incrementándose su participación en el 2013 alcanzando la cifra de 19250 millones en cambio en este mismo periodo los créditos de la banca múltiple se incrementaron de 109722 millones a 188359 millones, cediendo los últimos años las colocaciones de financiamiento a la gran empresa. El cuadro siguiente muestra este crecimiento del año 2010 al 2013.

Tabla. 6

Crédito al Sector Privado de las AFP y Banca Múltiple

(millones de soles)

	2010	2011	2012	2013
Fondo privado de pensiones	19205	18833	18120	19250
Banca múltiple	109722	151613	164875	188359
<hr/>				
Total	128927	170446	182995	207609
Fondo privado de pensiones	18.3	13.4	10.0	9.3
Banca múltiple	81.7	86.6	90.0	90.7
<hr/>				
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: BCR; SBS;

De lo anterior se desprende que la banca múltiple comienza a diseñar estrategias que le permita mantener a los clientes grandes que orientan la consecución de su financiamiento hacia el mercado de valores de Lima debido a su menor costo y plazos de repago más amplios.

Luego durante el bienio 2011-2012, en medio de la crisis financiera internacional, la banca múltiple recupera participación gracias al aporte de sus créditos en el segmento de las microfinanzas que no se contraen durante los años de crisis internacionales; así, la participación de la banca múltiple se recupera desde el 80.7% del 2010 hasta el 90.7% el 2013.

Entrevista

Se le pregunto al Sr. Renzo Massa, Gerente de Renta

Fija de AFP Prima

¿Cómo ve ud. el trabajo desarrollado por la Bolsa de Valores en nuestro País?

En cuanto a la Bolsa de Valores de Lima (BVL), pese a que tuvo pérdidas de 9% en febrero, ya se recuperó – 6% de ganancias en lo que va del año– y Prima AFP augura perspectivas positivas para lo que resta del año. “Creemos que la bolsa debería llegar a un incremento de dos dígitos. Los números que dan JP Morgan y otros bancos de inversión señalan ganancias de entre 10% y 15% [para la BVL]. Y nosotros estamos totalmente alineados en esa dirección”, manifestó Massa.

Añadió que las acciones peruanas se muestran ahora muy atractivas frente a las de otros mercados emergentes y tienen espacio para lograr entre 25% y 35% de retorno. “Las acciones de las mineras locales muestran un castigo injustificado en el precio, lo cual debe interpretarse como una oportunidad de compra. El estaño y zinc tienen una perspectiva positiva, ya que los inventarios globales se están reduciendo y hay restricciones de oferta y por ende se esperan precios al alza”, explicó.

Dijo que los márgenes operativos de las mineras locales son superiores a los de otros mercados comparables ya que el Perú está entre los países con los costos más bajos en producción minera. En el ámbito global, proyectó que China crezca por encima del 7% y que las economías de EE.UU. y la Unión Europea tendrán

resultados positivos.

Dimensión: Intermediación y canalización de fondos

Indicador: Costos de intermediación, competencia y tasas de interés

La adecuada política monetaria a partir del 2010 redujo la inflación en el Perú hasta niveles internacionales, lo cual a su vez posibilitó la reducción de las tasas de interés activas en MN de las entidades financieras, particularmente de la banca múltiple; sin embargo, el ingreso de la banca múltiple al segmento de las microfinanzas generó una intensa competencia en dicho segmento que obligó a las Cajas Municipales a reducir sus tasas de interés activas en MN tal como se desprende del siguiente cuadro. Nótese que la mayor reducción ocurrió en las Cajas Municipales al disminuir su tasa activa en MN desde el 33.6 % en el 2010 hasta el 20.8% el 2013; en cambio la reducción de la tasa activa en MN de la banca múltiple no ha sido muy significativa pues disminuyó desde el 18.8% en el 2010 hasta el 17.8% el 2013.

Tabla 7

Tasas de Interés Activas en MN

	% Tasas de Interés Activas en MN			Inflación
	banca (A)	comercial	Cajas Municipales (B)	%
2010	18.8		33.6	2.08
2011	19.1		22.6	4.74
2012	18.2		21.2	2.65
2013	17.8		20.8	2.86

Entrevista

Se le pregunto al Sr. José Antonio Roca, Gerente de Inversiones de la AFP de Credicorp.

¿Es importante para las AFP que el BCR controle la tasa de interés y el tipo de cambio?

Consideró que el BCR podría mover este año su tasa de interés de referencia a la baja en cincuenta puntos básicos (de 4% a 3.5%) para enfrentar la desaceleración del PBI. argumentó que los bancos centrales a nivel global están tomando una posición más agresiva, y citó el caso de México y Turquía. “Pero si el BCR considera que solo enfrentamos un bache temporal no moverá su tasa clave”, aclaró.

Para el analista, el ente emisor ha demostrado una mayor preocupación por el crecimiento, y ya no se centraría solo en reducir la volatilidad cambiaria o en controlar el alza de precios.

Dimensión: Financiamiento e Inversión de Empresas

Indicador: Composición de Financiamiento de Inversiones en Empresas

Cabe destacar que desde el 1 de julio del 2010 la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) cambió la tipografía de créditos pasando de 4 tipos de crédito (hipotecario, consumo, comercial y MES) a 7 tipos según se detalla a continuación:

Corporativos, son aquellos créditos otorgados a personas jurídicas que han registrado un nivel de

ventas anuales mayores a los S/.200 millones en los dos últimos años, según estados financieros auditados.

Grandes empresas, son aquellos créditos otorgados a personas jurídicas que cumplen al menos una de las siguientes características: ventas anuales mayores a S/.20 millones y menores de S/.200 millones y/o el deudor ha mantenido en el último año emisiones vigentes de instrumentos representativos de deuda en el mercado de capitales.

Medianas empresas, son aquellos créditos otorgados a personas jurídicas o naturales que cuentan con un endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) mayor a S/.300 mil en los últimos 6 meses y que a su vez no cumplen con las características para ser considerados en las dos categorías superiores.

Pequeñas empresas, son considerados dentro de esta categoría todos aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para viviendas) es superior a S/.20 mil soles pero no mayor a S/.300 mil en los últimos 6 meses.

Microempresas, son considerados dentro de esta categoría todos aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para

viviendas) es no mayor a S/.20 mil soles en los últimos 6 meses.

Consumo revolvente, son aquellos créditos revolventes otorgados a personas naturales con la finalidad de atender el pago de bienes, servicios o gastos no relacionados con la actividad empresarial.

Consumo no revolvente, son aquellos créditos no revolventes otorgados a personas naturales con la finalidad de atender el pago de bienes, servicios o gastos no relacionados con la actividad empresarial.

Entrevista:

Se le pregunto al Sr. Renzo Massa, Gerente de Renta Fija de AFP Prima

¿Cómo observa el proceso de bancarización en el País?

A mi parecer la bancarización, o penetración financiera, continuará creciendo en el Perú y se situará en 32% del Producto Bruto Interno (PBI) al cierre de 2014.

La bancarización crecerá en más de un punto porcentual este año en relación al 2013 alcanzado el 32% del PBI.

Asimismo, estimó que al cierre de este año los créditos directos tendrán un crecimiento anual de 11,9%, representado un saldo de US\$78.720 millones.

En tanto, la cartera atrasada alcanzará los US\$2,035 millones y la morosidad se situaría en 2,59% al término

de 2014.

En el 2014 el sistema financiero peruano retomará una tendencia de crecimiento similar a la de 2010 y 2011, luego de cerrar el 2012 y 2013 con una leve desaceleración en su ritmo de expansión", manifestó.

Indico que, en la víspera, el presidente de la Asociación de Bancos , Oscar Rivera, manifestó que la penetración financiera alcanzó un récord histórico en el 2013, al situarse en 30% del PBI, gracias a la inclusión financiera.

Nunca se había alcanzado un nivel de bancarización tan elevado, siendo el segundo más importante el registrado en el 2012 (27%), observó

Massa manifestó que, de esta manera, en los últimos 20 años el nivel de bancarización se triplicó pasando de diez por ciento en 1993 a 30% el año pasado.

Al respecto, comenta que "nuestra estrategia sigue siendo reforzar los canales de auto atención y mantener los bajos costos que nos han caracterizado desde el principio. Por eso es que incentivamos efectuar los cambios de AFP a través de nuestro sitio web y también realizar la mayoría de los trámites posibles por este medio".

Inversión en el Exterior y Calidad de la Infraestructura Económica Peruana

Las serias deficiencias en nuestra infraestructura económica (puentes, carreteras, puertos, aeropuertos

etc.) limita las inversiones en el país y por ende su crecimiento económico; a su vez este limitado crecimiento de las inversiones limita sus necesidades de financiamiento de largo plazo como el ofertado por las AFP que tienen que verse obligadas a invertir financieramente cada vez en mayores montos en el exterior tal como se desprende del siguiente cuadro; nótese cómo a partir del 2009 se eleva considerablemente el porcentaje del total de la cartera administrada por las AFP en el exterior, pasando desde el 12.4% el 2008 hasta el 35.9% el 2013; estas inversiones de las AFP en el exterior son en títulos de deuda y fondos mutuos extranjeros así como en la compra de acciones de empresas extranjeras.

Tabla 8

Inversiones en el Exterior de las AFP

Porcentaje de la cartera administrada por las AFP

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
8.5	13.2	12.4	21.0	26.3	28.5	30.5	35.9

Fuente BCR

Entrevista

Se le pregunto al Sr. José Antonio Roca, Gerente de Inversiones de la AFP de Credicorp ¿Las inversiones en el exterior son importantes para las AFP?

Definitivamente hoy es de suma importancia el aumento del límite para invertir en el exterior, que viene

desde el 2013. “Gracias a ello se han podido evitar mayores pérdidas en los fondos el año pasado, cuando la BVL cayó”, dijo.

“Las mineras peruanas han sido muy castigadas, y eso significa que hay un margen de ganancia. Su costo de extracción es menores al de sus pares chilenas (y extranjeras). Por ello, este año deberían subir entre 25% y 30%”, refirió.

En tanto aseguró que el rendimiento de la BVL podría cerrar “tranquilamente” en dos dígitos este año. A la fecha la bolsa sube 5.1%.

Calidad de la Infraestructura Económica Peruana

En el siguiente cuadro se observa cuan deficiente es nuestra infraestructura económica comparado con otros países; nuestro índice es 3.5 de crecimiento del 2010 al 2013 sobre un máximo de 7; esto significa que el país tiene que hacer un enorme esfuerzo de inversión público-privada para superar esta situación negativa que afecta directamente al sector exportador peruano así como a la productividad de las empresas que abastecen al mercado interno.

Tabla 9

Índice de Calidad de la Infraestructura Económica

País	índice (1)
Suiza	6.7
Singapur	6.6
Estados Unidos	5.7

Chile	5.5
México	4.2
Ecuador	3.7
Brasil	3.6
Colombia	3.6
Perú	3.5
Argentina	3.5
Bolivia	3.4
Venezuela	2.9

(1) El máximo puntaje es 7.

Fuente: The Global Competitiveness Report 2010-2013.

En el siguiente cuadro se aprecia la primera desagregación descuadro anterior; nótese que en materia de carreteras nuestra situación es deprimente con un puntaje de 3.2 de crecimiento del 2010 al 2013 cuando nuestro vecino sureño Chile tiene un puntaje de 5.7 y nuestro vecino norteño Ecuador un puntaje de 4.2.

Tabla 10

Índice de Calidad de la Infraestructura en Carreteras al 2013

País	índice (1)
Francia	6.6
Singapur	6.5
Suiza	6.4
Finlandia	5.8
Canadá	5.8
Chile	5.7
Estados Unidos	5.7
México	4.3
Ecuador	4.2
Panamá	4.2
Uruguay	4.0
Perú	3.2
Argentina	3.2
Bolivia	3.0
Colombia	2.9
Venezuela	2.9
Brasil	2.8

Fuente: The Global Competitiveness Repor. 2010-2013

En infraestructura portuaria nuestro índice de calidad es 3.5, de crecimiento del 2010 al 2013 lo cual nos indica que tenemos mucho que modernizar en nuestros puertos marítimos y fluviales.

Tabla 11

Índice de Calidad de la Infraestructura Portuaria

País	índice (1)
Singapur	6.8
Panamá	6.4
Finlandia	6.2
Canadá	5.8
Francia	5.6
Estados Unidos	5.5
Chile	5.2
Suiza	5.2
Uruguay	5.1
México	4.0
Ecuador	3.8
Argentina	3.7
Perú	3.5
Colombia	3.4
Bolivia	3.1
Brasil	2.7
Venezuela	2.5

Fuente: The Global Competitiveness Report 2010-2013

En infraestructura ferroviaria nuestra situación es la más deprimente entre las infraestructuras puesto que se

cuenta con un índice de calidad de solamente 1.9 de crecimiento del 2010 al 2013 cabe precisar que nuestros gobernantes no han privilegiado históricamente la construcción de ferrocarriles ni siquiera para el transporte de los concentrados de minerales sierra-costa porque están autorizando la construcción de mineroductos que no genera empleo productivo para el país de parte de la minería, las 2 redes de ferrocarriles que actualmente tenemos datan del siglo XIX en que los construyeron.

Tabla 12
Índice de Calidad de la Infraestructura Ferroviaria

País	índice (1)
Suiza	6.8
Hong Kong	6.5
Francia	6.5
Japón	6.5
Alemania	5.7
Estados Unidos	4.8
México	2.6
Bolivia	2.5
Chile	2.3
Argentina	2.0
Perú	1.9
Brasil	1.9
Colombia	1.7
Venezuela	1.3

De las 4 infraestructuras aquí analizadas, la aeroportuaria es la que mayor índice de calidad tiene, 4.6 de crecimiento del 2010 al 2013 , si bien queda mucho aún por avanzar, este índice refleja las facilidades que se le concede al turismo receptivo peruano que es clave para el desarrollo del país.

Tabla 13

Índice de Calidad de la Infraestructura Aeroportuaria

País	índice (1)
Singapur	6.9
Hong Kong	6.6
Panamá	6.2
Estados Unidos	5.7
Chile	5.6
México	4.8
Perú	4.6
Ecuador	4.3
Colombia	4.1
Bolivia	3.8
Venezuela	3.6
Argentina	3.5
Brasil	3.4

Fuente: The Global Competitiveness Report 2010-2013.

Encuesta:

Finalmente se le pregunto al Sr. Renzo Massa, Gerente de Renta Fija de AFP Prima

¿El bajo crecimiento de la economía de nuestro país repercutió en las AFP?

En vista de los resultados del primer trimestre, Prima AFP decidió reajustar su proyección de crecimiento del PBI para el año. "En estos primeros meses, crecimos 4,8% y los datos adelantados de mayo y junio nos han llevado a ajustar un poco la proyección a algo más conservador", indicó. El ejecutivo explicó que ellos previeron un 5% y ahora consideran un rango hacia la baja que oscilará entre 3.5% y 4. %.

Precisó que considera que las perspectivas mejoran de cara al siguiente año. "Las medidas propuestas también van a afectar nuestro ritmo de crecimiento", dijo. No obstante, para el 2015 mantienen su proyección de 5,5%. "Hay proyectos que se han corrido para el siguiente año", expuso. En cuanto a la inflación, manifestó que se trata de un bache temporal y que debería converger al 2% al final del año. Para el próximo año la bolsa Limeña escalara 15% en el lapso de un año. Las acciones peruanas presentan mejores perspectivas que las de los principales países de la región. Esto se debe a la ponderación por la fortaleza macroeconómica, pues los Analistas de JP Morgan estiman que el país crecerá 5 % en 2014, la tasa más alta en América latina, y consideran que hay valores baratos en la plaza bursátil doméstica. Si bien es cierto lo que dicen los especialistas esto también será favorable para el mercado financiero, ya que estás depende al igual del crecimiento economía del país. En cuanto a políticas de inversión en primer lugar el patrimonio de las AFP al 2013 está equilibrado cubriendo con un 40% su pasivo corriente el cual se ve reflejado en su rentabilidad del 28% de sus activos ,este

resultado se refleja por la eficiente gestión que vienen conllevando las AFP. En segundo lugar la cartera de fondos previsionales al cierre del 2013 alcanzó la suma de \$100,893 millones de dólares de cartera administrada, los cuales se descomponen en inversiones locales \$66,216 millones de dólares frente a un \$41,214 millones de dólares que se invirtieron en el exterior, se debe añadir que la experiencia de otros países es contar con mayor participación de financiamiento interno.

En lo que respecta a Estrategias de inversión el rendimiento de las mismas varía de acuerdo a las condiciones económicas del país, el cual en el año 2009 alcanzó el nivel máximo de rentabilidad, desatacando las inversiones de mayor riesgo con un 52.38% de variación con respecto al año anterior, en el 2013 los tres tipos de fondos representan un promedio de variación del 12% con respecto al 2012, teniendo en cuenta la crisis internacional y otros factores económicos (caída de los precios de los commodities).

En lo que respecta a la construcción del portafolio al 2013 los paquetes estructurados de inversiones de las AFP permiten tomar decisiones a los afiliados a partir de 3 fondos: Fondo de preservación, Fondo Mixto y Fondo de Apreciación de Capital, hay que tener en cuenta que estos fondos dan flexibilidad a los aportantes para maximizar su fondo previsional respectivo, teniendo en cuenta la experiencia de otros países se viene considerando hasta 5 tipos de Fondos, lo cual traería

mayores beneficios a los afiliados.

La Oferta y Demanda de Fondos se realiza a través de la adquisición d bonos corporativos y de la gran empresa, en ese aspecto el año 2013 se consolida este tipo de crédito al sector privado con una colocación del 27% de la cartera administrada lo cual le reporto una gran utilidad a las AFP, la cual se viene sosteniendo desde el año 2006. Hay que anteponer que los créditos de la banca múltiple tuvo que ceder los últimos años las colocaciones de capital de las AFP a las Corporaciones y Gran Empresa las cuales han comenzado a utilizar en mayor medida el mercado de capitales en desmedro del financiamiento bancario con la finalidad de reducir y por ende optimizar sus gastos financieros.

La intermediación y canalización de recursos en el Perú todavía tiene un costo financiero muy alto, estableciéndose en el 2013 una tasa promedio activa del 20.8%, es allí donde las AFP canalizan los recursos de capital los cuales son colocados a una tasa promedio de mercado del 14% la cual abarata el costo del dinero y hace más rentable los negocios de las empresas.

En cuanto a Financiamiento e inversión de Empresas la composición en el Perú es múltiple haciendo diferenciación en cuanto a niveles Corporativos, Grandes, Medianas, Pequeñas y Microempresas .lo cual conlleva a la oferta de diversos productos

financieros es posible que esta desagregación incremente la bancarización en el Perú que representa un 38% mu y lejos del modelo Chileno que bordea el 70%, lo cual hace más competitivo el mercado financiero. La administración privada de los fondos de pensiones ha logrado variados efectos positivos, tanto para los trabajadores, como para el país, a través de un incremento del ahorro nacional y una mayor eficiencia en la asignación de los recursos.

Los fondos de pensiones han contribuido en forma fundamental al desarrollo del mercado de capitales. Destaca su gran influencia en el mercado bursátil; su contribución al desarrollo de la industria de clasificación de riesgo; a una mayor profundidad de mercado; a una mayor estabilidad en los precios por su carácter de inversionistas expertos con visión de largo plazo, a incentivar la apertura de nuevas empresas que coticen sus acciones en las bolsas, a incentivar el financiamiento de las sociedades vía aumento de capital, en una clara contribución a la exposición del mercado y al desarrollo de nuevos instrumentos de inversión.

Los fondos de pensiones han aportado recursos financieros de largo plazo, los cuales hasta antes de la instauración de este sistema sólo podían obtenerse a través de instituciones extranjeras. El objetivo fundamental de los sistemas de Pensiones, tanto en el caso de Argentina, como en el de Chile y Perú, es el de asegurar un ingreso estable a los trabajadores que han concluido su vida laboral, procurando que dicho

ingreso guarde una relación próxima con aquel percibido durante su vida activa.

El mercado financiero fue creciendo eficientemente, a pesar de que no está muy desarrollado a comparación de otros países, logrando que muchas personas tengan más confianza en invertir su dinero en estas, ya sea bancos, cajas municipales, etc. A la vez debemos saber que el mercado financiero y mercado de capitales son importantes para financiar el crecimiento del Perú

Las reservas de pensiones de la administración pública han sido utilizadas para financiar diferentes conceptos que no son de pensiones, por ejemplo compra de edificios, construcción de carreteras y cubrir el déficit fiscal existente en la década de los años 70 y 80 , en cambio la administración privada de los fondos de pensiones ha obtenido varios beneficios, dirigido para los trabajadores, como para el país, a través de su gran aporte a ahorro nacional y una mayor eficiencia en la asignación de los recursos.

La rentabilidad de los Fondos Previsionales no es satisfactoria .Es necesario encontrar, un equilibrio para obtener una productividad aceptable. Por lo que se puede concluir que la gestión de las AFP no es eficiente en la medida de sus fines.

Actualmente existen serias trabas para facilitar la incursión de los fondos de las AFP en el financiamiento de la infraestructura económica del país que constituye una gran necesidad; en primer lugar existe

un desbalance entre los fondos de inversión disponibles y las oportunidades de inversión bien estructuradas y rentables debido a:

Deficiencias críticas en la gestión estatal en las fases de identificación, diseño y promoción de proyectos de inversión relacionados con la infraestructura económica, inclusive luego de la adjudicación.

Lenta ejecución de procesos de expropiación posteriores a la concesión por consideraciones fiscales.

Incompatibilidad entre la cartera de proyectos de infraestructura económica disponibles y la estructura temporal que tienen los fondos de inversión de los sistemas de pensiones.

Ausencia de autorizaciones presupuestales multianuales que genera incertidumbre política.

En el Perú los principales grupos financieros, que incluyen bancos y compañías de seguros, son a su vez propietarios de las AFP. Este negocio presenta sinergias de conocimiento sobre inversiones y riesgos, al igual que la oportunidad de tener una mayor participación en el gasto de sus clientes. Debido a que la recaudación de los aportes con fines previsionales se realiza de forma mensual resulta razonable asumir que esto representa un fondeo sin costo para el banco que posee las cuentas recaudadoras administrativas de las AFP. La liberalización de muchas economías de mercado emergentes y la comprensión de los muchos beneficios que conlleva la participación del sector

privado en infraestructura, han dado lugar a una demanda considerable de capital privado; esta liberalización, que se produce en el contexto de mercados financieros relativamente poco desarrollados, ha dependido de capital extranjero para financiar las crecientes necesidades, con el riesgo correspondiente de devaluaciones inesperadas y/o reveses repentinos de esos flujos; a pesar de que los flujos de capital externo hacia los proyectos de infraestructura tienen menos volatilidad que las inversiones de cartera, las crisis recientes han reducido la buena disposición de los inversionistas de proveer capital para los mercados emergentes; por este motivo, los proyectos han estado sujetos a serios riesgos cambiarios.

La mayor parte del financiamiento del sector privado ha venido de fuentes extranjeras toda vez que los mercados financieros locales están relativamente subdesarrollados; sin embargo, a pesar de la disponibilidad de financiamiento externo, éste se ha visto afectado en su periodicidad y costo debido a las crisis financieras recientes en la región; además, el financiamiento externo acarrea riesgos adicionales a los proyectos, en particular riesgos relacionados con los tipos de cambio, los cuales son difíciles de cubrir ya que los proyectos prestan servicios sobre todo a los mercados locales; esto a su vez conduce a servicios públicos más caros de lo que en realidad correspondería.

El ahorro institucional captado a través de los fondos

privados de pensiones se ha consolidado en los últimos años; como captadores de fondos y proveedores de crédito; así, el mercado de capitales peruano le ha permitido a varias corporaciones empresas grandes obtener financiamiento a un costo relativamente menor que en el sistema bancario tradicional.

A lo largo de las últimas décadas se han desarrollado en muchos países, sistemas orientados a la localización del ahorro de las familias a largo plazo; de otro lado, el cada vez mayor convencimiento a nivel internacional de la necesidad de incentivar fórmulas de prestación complementaria de pensiones, dadas las dificultades que previsiblemente tendrán los sistemas públicos para mantener niveles de coberturas elevados como consecuencia del aumento de la esperanza de vida, ha propiciado un fuerte crecimiento en las dos últimas décadas de los denominados fondos de pensiones privados. Como resultado de la presente investigación existe una seria preocupación acerca de nuestro mercado de capitales en su relación con los responsables de ampliar y modernizar la infraestructura económica del país; existiendo los capitales de largo plazo en las arcas de las AFP y al mismo tiempo requiriéndose alrededor de US\$ 50 mil millones para ampliar y modernizar nuestra infraestructura económica, no se comprende cómo es que las AFP cada vez invierten más de sus fondos disponibles en el extranjero; este divorcio entre el sector financiero y el sector real de nuestra economía tiene que resolverse a fin de apoyar con mayor ímpetu al sector exportador del país.

Referencia

Arana, C. (2008). Tesis: *Construcción una cartera diversificada de acciones en el mercado de valores peruano y su comportamiento en la crisis financiera internacional.*

Alfaro, E. (2013). Tesis: *El Sistema Previsional Peruano y la necesidad de plantear una nueva reforma.*

Anuario estadístico de Instituciones Financieras : Superintendencia de Banca y Seguros, Banco Central de Reserva, Asociación de Bancos, Administradora de Fondo de Pensiones , Bolsa de Valores de Lima, 2010- 2013.

Bernardo, V. (2010). Tesis: *Traspaso de tasas y segmentación de mercados: implicancias de competencia, riesgo y expectativas sobre la tasa de política monetaria*

Burton, G. (2005). *Teoría del Paseo Aleatorio.*

Cooper C. (2011). *¿Cómo aumentar la profundidad del mercado financiero peruano?;* Lima. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico

Díez de Castro, L. y López, P. (2010). *Dirección Financiera;* Madrid Prentice Hall.

Escobari, P. (2005). Tesis: *Impacto de la regulación de los límites de inversión de cartera en los fondos de pensiones en Bolivia.*

Figuerola, G. (2008). Tesis: *Determinantes de la demanda por fondos de pensión en Chile.*

Fuentes, S. (abril 2013). Tesis: *Inversiones de las AFP en empresas chilenas, determinantes y efectos en el mercado.*

Gurovich, G. (2005). Tesis: *Análisis del Desempeño de los Multifondos en el Sistema de Pensiones Chileno.*

Herrera, B. (2010). *Globalización y Sistema Financiero*; Lima. Fondo Editorial de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Markowitz, H. (1952). *Modelo de Gestión de Carteras.*

Mato, M. y Meneses, H. (2011). *Análisis de la Concentración Bancaria en el Perú*; Lima CENTRUM.

Montes, F. (2013). Tesis: *Aportes y fondos previsionales en la gestión del Sistema Privado de Pensiones – SPP, en el Perú.*

Parodi, C. (2010). *Globalización y Crisis Financieras Internacionales*; Lima, Centro de Investigación, Universidad del Pacífico.

Sánchez, N. (2012). Tesis: *Incidencia del PBI, la tasa activa y la liquidez del sistema financiero como*

factores de la evolución del crédito privado en el Perú.

Sebastián, J. (abril 2013). Tesis: *Inversiones de las AFP en empresas chilenas, determinantes y efectos en el mercado.*

Shirreff, D. (2009). *El Riesgo Financiero*; Buenos Aires, The Economist.

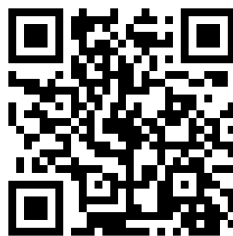
Treynor, J.; Sharpe, W.; Litner, J. y Mossin, J. (2003). *Elección de Cartera Óptima.*

Van, J. (2012), *Administración Financiera*; Mexico. Edition, 10. Publisher, Pearson Education.

Vargas, R. (2013). Tesis: *Factores macroeconómicos y de mercado de la iliquidez en el mercado bursátil peruano.*

Descubre tu próxima lectura

Si quieres formar parte de nuestra comunidad,
regístrate en <https://www.grupocompas.org/suscribirse>
y recibirás recomendaciones y capacitación



   @grupocompas.ec
compasacademico@icloud.com

Julio Cesar Manrique Céspedes
Doctor en Administración, Universidad Cesar Vallejo,
Lima, Perú, Proyectos.man@gmail.com., ORCID:
0000-0003-1891-8146,
[https://scholar.google.com/cita-
tions?view_op=new_profile&hl=es&authuser=1](https://scholar.google.com/citations?view_op=new_profile&hl=es&authuser=1)

José Raulín Narváez Pozo
Doctor en Administración, Universidad Cesar Vallejo,
Lima, Perú, jnarvaezp@gmail.com., ORCID:
0000-0002-0925-1602,
[https://scholar.google.com/cita-
tions?view_op=new_profile&hl=es&authuser=1](https://scholar.google.com/citations?view_op=new_profile&hl=es&authuser=1)

Rosa Elvira Villanueva Figueroa
Doctor en Administración, Universidad Cesar Vallejo,
Lima, Perú, revillanuevaf@gmail.com., ORCID:
0000-0002-3919-0185,
[https://scholar.google.com/cita-
tions?view_op=list_works&hl=es&authuser=2&user=SW
WdTfsAAAAJ](https://scholar.google.com/citations?view_op=list_works&hl=es&authuser=2&user=SWWdTfsAAAAJ)

Abraham Cárdenas Saavedra
Doctor en Administración, Universidad Nacional
Federico Villarreal, Lima, Perú,
acarsav@gmail.com., ORCID: 0000-0002-9808-7719,
[https://scholar.google.com/citations?hl=es&us-
er=QeNiQUsAAAAJ](https://scholar.google.com/citations?hl=es&user=QeNiQUsAAAAJ)

Martin Albino Solis Tipian
PhD. Ética, Responsabilidad social y derechos
humanos, Universidad Abat Oliba CEU, Barcelona,
España Doctor en Gestión pública y Gobernabilidad,
Universidad cesar vallejo Maestro en Docencia
Universitaria, Universidad Norbert Wiener [msolistipi-
an@gmail.com](mailto:msolistipian@gmail.com) msolist@ucv.edu.pe ORCID:
0000-0003-3748-8479
[https://scholar.google.com/citations?authuser=1&us-
er=zGtzNO0AAAAJ](https://scholar.google.com/citations?authuser=1&user=zGtzNO0AAAAJ)



@grupocompas.ec
compasacademico@icloud.com

ISBN: 978-9942-33-337-7



Organización
de las Naciones Unidas
para la Educación,
la Ciencia y la Cultura



Cátedra UNESCO
«Paz, Solidaridad y
Diálogo Intercultural»
Universitat Abat Oliba CEU



@grupocompas.ec
compasacademico@icloud.com