

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
**FACULTAD MULTIDISCIPLINARIA DE OCCIDENTE**  
**ESCUELA DE POSGRADO**



**TRABAJO DE POSGRADO**

**CAMBIOS A LA LEY SAP PARA MEJORAR LA RENTABILIDAD EN EL  
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DEL FONDO DE LOS AFILIADOS EN EL  
SALVADOR**

**PARA OPTAR AL GRADO DE**

**MAESTRO (A) EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

**PRESENTADO POR**

**LICENCIADA MILAGRO ELIZABETH VÁSQUEZ HÉRCULES**

**INGENIERO RICARDO JOSÉ PACHECO MÉNDEZ**

**DOCENTE ASESOR**

**MAESTRO GUILLERMO ARNOLDO RIVAS LÓPEZ**

**NOVIEMBRE, 2019**

**SANTA ANA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA**

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

**AUTORIDADES**



M. Sc. ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

RECTOR

DR. RAÚL ERNESTO AZCÚNAGA LÓPEZ

VICERRECTORACADÉMICO

ING. JUAN ROSA QUINTANILLA QUINTANILLA

VICERRECTOR ADMINISTRATIVO

ING. FRANCISCO ANTONIO ALÁRCON SANDOVAL

SECRETARIO GENERAL

LICDO. LUIS ANTONIO MEJÍA LIPE

DEFENSOR DE LOS DERECHOS UNIVERSITARIOS

LICDO. RAFAEL HUMBERTO PEÑA MARÍN

FISCAL GENERAL  
FACULTAD MULTIDISCIPLINARIA DE OCCIDENTE

**AUTORIDADES**



M.Ed. ROBERTO CARLOS SIGÜENZA CAMPOS

DECANO

M.Ed. RINA CLARIBEL BOLAÑOS DE ZOMETA

VICEDECANA

LICDO. JAIME ERNESTO SERMEÑO DE LA PEÑA

SECRETARIO

M.Ed. JOSÉ GUILLERMO GARCÍA ACOSTA

JEFE DE ESCUELA DE POSTGRADO

## INDICE

INTRODUCCIÓN.....	viii
CAPITULO I: GENERALIDADES.....	10
1.1 ANTECEDENTES Y MARCO TEÓRICO.....	10
1.1.1 ANTECEDENTES DEL SISTEMA DE FONDOS DE PENSIONES EN EL SALVADOR.....	10
1.4 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA.....	14
1.5 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	15
1.5.1 OBJETIVO GENERAL:.....	15
1.5.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS:.....	15
1.6 PREGUNTAS DE LA INVESTIGACIÓN.....	15
1.7 MARCO LEGAL.....	16
1.8 JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	19
1.9 BENEFICIOS ESPERADOS CON LA REALIZACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN. ....	20
1.10 DELIMITACIÓN Y LIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	21
1.10.1 DELIMITACIÓN CIENTÍFICA.....	21
1.10.2 DELIMITACIÓN TEMPORAL.....	21

1.10.3 DELIMITACIÓN ESPACIAL.....	21
1.10.4 LIMITACIONES.....	22
1.11 HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.....	22
CAPITULO II: DIAGNÓSTICO DEL SISTEMA DE PENSIONES EN	
EL SALVADOR Y METODOLOGIA DE LA INVESTIGACIÓN.....	23
2.1 ESTRUCTURA DEL SISTEMA PRIVADO DE AHORRO DE PENSIONES	
EN EL SALVADOR. ....	23
2.2 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN. ....	
	31
2.2.1 MÉTODO A IMPLEMENTAR.....	
	31
2.2.2 INSTRUMENTO DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN.....	
	31
2.2.3 DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA. ....	
	32
2.2.3.1 UNIVERSO DE LA INVESTIGACIÓN.....	
	32
2.2.3.2 MUESTRA DE LA INVESTIGACIÓN.....	
	32
2.2.3.3 INSTRUMENTO .....	
	33
2.3 RESULTADOS DEL DIAGNÓSTICO .....	
	33
CAPITULO III: ESTRUCTURA PROPUESTA DEL PORTAFOLIO DE	
INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL SALVADOR.....	41
3.1 DATOS MATEMÁTICOS PARA COMPRENDER LA TABLA 7.....	
	42
CONCLUSIONES.....	
	53
RECOMENDACIONES.....	
	56

BIBLIOGRAFÍA .....	58
ANEXOS .....	60
ANEXO 1: INSTRUMENTO DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN.....	61
ANEXO 2: GLOSARIO Y CONCEPTUALIZACIÓN DE LOS TÉRMINOS .....	63

## INDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

### TABLAS.

Tabla 1: Rangos de inversión establecidos por ley de los fondos de pensiones.....	16
Tabla 2: Cartera de inversión valorizada del fondo de pensiones SAP.....	24
Tabla 3: Total de inversión en instituciones Públicas.....	25
Tabla 4: Total de inversión No estatal. ....	26
Tabla 5: Montos y rendimientos nominal y real de otras inversiones. ....	29
Tabla 6: Rentabilidad Real de los últimos 36 meses de los fondos de pensiones. ....	30
Tabla 7: Estructura de la cartera actual de los fondos de pensiones en El Salvador. ...	44
Tabla 8: Cartera de inversión propuesta para los fondos de pensiones en El Salvador.	49

### GRÁFICAS.

Gráfica 1: Relación de población afiliada.....	23
Gráfica 2: Afiliados con Número Único Previsional (NUP), asignado hasta enero de 2019.....	24
Gráfica 3: Cartera de Inversiones Valorizada del Fondo de Pensiones SAP.....	25
Gráfica 4: Inversión en instituciones públicas:.....	26
Gráfica 5: Rentabilidad e Inflación de los fondos de pensiones:.....	27
Gráfica 6: Rendimientos de los Certificados de Inversión Previsional. ....	28
Gráfica 7: Montos en inversiones de CIP. ....	28
Gráfica 8: Comparativo de Rendimientos. ....	30

## INTRODUCCIÓN

El antiguo sistema de pensiones en El Salvador presentaba riesgos de sostenibilidad a largo plazo por lo que dos décadas atrás tuvo un cambio sustancial, que transformó el tradicional sistema de reparto en uno de contribución individual y originó una variedad de nuevos retos, siendo uno de ellos el desafío financiero de rentabilizar los ahorros de los afiliados, los pasados veinte años se han caracterizado por bajos rendimientos lo que termina traducándose en proyecciones de pensiones insuficientes para los futuros pensionados; análisis y estudios previos han identificado entre las principales debilidades el marco legal del nuevo sistema de ahorro de pensiones por lo tanto, profundizar en la temática desde una perspectiva financiera aporta a la seguridad previsional de la sociedad, en esta investigación se pretende sugerir propuestas que permitan incrementar el rendimiento actual de los fondos de pensiones en el transcurso de un quinquenio que es la base temporal del este análisis, teniendo como eje la reestructuración en los porcentajes de inversión del portafolio del fondo de pensiones.

En el capítulo dos se recopilan estadísticas importantes de variables como la cobertura del nuevo sistema de pensiones respecto al anterior, la cartera de inversión valorizada del fondo de pensiones, el porcentaje de inversión en instituciones públicas, se explora además históricamente la rentabilidad real de los fondos de pensiones, así también se examina detenidamente el impacto de la emisión de certificados de inversión previsional en el portafolio.

La metodología implementada en la presente investigación se basa en aspectos cuantitativos de la información recopilada ya que nuestro universo son las estadísticas de



las administradoras de fondos de pensiones; por otra parte, tiene un componente cualitativo por cimentarse en datos de investigaciones anteriores de opiniones de expertos representantes de las instituciones relacionadas al tema de pensiones, donde estos resultados sirven para abordar la problemática de una forma óptima.

En el capítulo tres se presenta inicialmente una construcción resumen de la tasa o rendimiento por activo del portafolio del fondo, sumando con unas proyecciones de los cambios de los fondos de pensiones en los próximos cinco años, utilizando lo anterior se presenta un modelo de reinversión en otros activos superando las principales debilidades de la composición actual de la cartera que logren el incremento de la rentabilidad en por lo menos un punto porcentual al final del periodo en análisis, finalmente se presentan las recomendaciones de modificaciones sugeridas a la normativa vigente.

## CAPITULO I: GENERALIDADES

### 1.1 ANTECEDENTES Y MARCO TEÓRICO

#### 1.1.1 Antecedentes del sistema de fondos de pensiones en El Salvador

Los sistemas de pensiones en el mundo pueden generalizarse en tres tipos principales, el primero es el de *beneficios definidos* y en segundo lugar su contraparte el de *contribuciones definidas* siendo el tercer tipo el *sistema mixto*; El Salvador antes de 1998 operaba bajo un sistema de pensiones de *beneficios definidos* siendo el Instituto Nacional de Previsión de los Empleados Públicos (INPEP) y el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) las instituciones encargadas de manejar las pensiones en el país, bajo este sistema se definían las tasas de reemplazo del salario de los futuros pensionados en base a tiempo de cotización, conceptualmente estaban basados en un arreglo social intergeneracional, por medio del cual los trabajadores activos financiaban las pensiones de los jubilados, ya que realizaban sus contribuciones a un fondo común del cual se pagaban las pensiones a los que cumplían los requisitos; sin embargo para lograr el balance requerido la relación trabajador afiliado activo/pasivo debía mantenerse alta pero esta venía deteriorándose pasando de 10.9 en 1986 a 8.0 en 1996 según la Superintendencia de Pensiones, además habían proyecciones que en 2004 descendería a 4.9.

Si se cotizaba el mínimo de 15 años, los trabajadores lograban acumular 16.2 salarios y si eran docentes, alcanzaban una cotización de 21.2 salarios, según un

diagnóstico hecho por René Novellino<sup>1</sup>. Con ese dinero, los trabajadores recibían entre el 50% y el 45 % de su último salario de por vida y lograban el 100 % de su sueldo si cotizaban 35 años o más. El estudio contempla que después de jubilado un trabajador, el Estado tenía que pagarle unas 120 pensiones equivalentes a 54 salarios que superaban en más de la mitad los ahorros de una persona. La presión de sindicatos por lograr más beneficios, se veía agravada por cambios maliciosos en las planillas para manipular el último salario del trabajador, con el objetivo de obtener una mayor pensión de por vida, lo que complicó los ingresos y egresos de estas instituciones, es evidente que en el sistema público de reparto administrado por el ISSS e INPEP, había una enorme incongruencia entre el ahorro que realizaban los cotizantes y los beneficios a que tenían derecho.

Por las razones anteriores y por la visión política del momento en El Salvador se cambió de un sistema de beneficios definidos a un sistema de contribuciones definidas o de capitalización individual, que fue implementado en 1996 con la creación de la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (Ley SAP), la cual inicio operaciones el 15 de abril de 1998 con la creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Este sistema reemplazó el esquema de beneficios definidos por uno de contribución definida y donde el Estado traslado la carga de pago y el riesgo de longevidad a las personas, excepto en los casos de garantía mínima estatal. Bajo el sistema de las AFP, los trabajadores afiliados son propietarios de una cuenta de ahorro en una AFP de su preferencia, en la que mensualmente depositan sus cotizaciones en conjunto con la del

---

<sup>1</sup> Presidente de la Asociación Salvadoreña de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASAFONDOS) en 2013

empleador con el fin de recolectar un fondo que sea capaz de financiar el retiro digno de los afiliados una vez se retiren del mercado laboral.

Con la creación de este nuevo sistema, tanto el INPEP como el ISSS adquieren un problema, ya que se corta completamente la fuente de ingresos y deben de pagar a una fuerte cantidad de pensionados, las reservas técnicas de estas instituciones alcanzaron para cubrir el pago de pensiones hasta el año 2001, posteriormente el gobierno presupuestaba en sus gastos el pago de pensiones financiados con deuda pública, del 2001 a 2006, el Estado transfirió al ISSS e INPEP US\$1,401.6 millones para el pago de pensiones, lo que fue financiado principalmente con la emisión de eurobonos; sin embargo estas emisiones de deuda requerían mayoría calificada (56 votos) en la asamblea legislativa y suponía el retraso de meses en la aprobación del presupuesto dado que el grupo parlamentario de oposición se negaba a dar los votos argumentando la incapacidad fiscal para continuar emitiendo deuda.

Es por esta razón que el gobierno del ex presidente Antonio Saca realiza una maniobra legal bajo la creación de un Fideicomiso de obligaciones previsionales (FOP) que le permitiría obtener dinero para el pago de pensiones de los trabajadores afiliados a las AFP. La aprobación de la ley del FOP solo requería mayoría simple y fue aprobada con 46 votos el 8 de septiembre de 2006.

Con el FOP se obligaba a las AFP a adquirir los títulos emitidos por el Banco de Desarrollo Salvadoreño (BANDESAL) llamados Certificados de Inversión Previsional (CIP) con la peculiaridad que dichos títulos no requieren ninguna calificación de riesgo y en su origen pagaban una tasa de interés de LIBOR + 0.75%. La crisis económica del 2008

provocó la caída de la tasa LIBOR pasando de 5.28% en el 2006 a 1% en el 2014 implicando rendimientos para los CIP sumamente bajos. La ley SAP permite una inversión en CIP A de hasta un 45% mientras que no hay un límite para la inversión en CIP B, lo que ha vuelto poco atractivo el portafolio de inversión del fondo.

De acuerdo con la ley SAP, las AFP se constituyeron para la administración de los fondos de los trabajadores cotizantes y se encarga de recolectar las cotizaciones e invertirlas en actividades rentables, para sus afiliados a través del mercado de valores o según lo establece la misma ley. Con el paso del tiempo se han podido identificar debilidades en el sistema, así como poca rentabilidad derivada de los fondos de los afiliados.

Por ejemplo en diciembre de 2014 la Sala de lo Constitucional de la Corte Suprema de Justicia (CSJ) declaró inconstitucional que el Gobierno de El Salvador pague bajos intereses por usar los ahorros de pensiones de los trabajadores salvadoreños; Pese a esto las emisiones de CIP únicamente aumentaron al 3% cifra puesta de manera discrecional por el Ministerio de Hacienda condición que se mantuvo hasta la reforma de Febrero de 2016 donde se estipuló en 3.5% con incrementos que finalmente llegarían a tomar como referencia las tasas de los depósitos a plazo de 360 días publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR), estas disposiciones quedaron derogadas con la reforma de septiembre de 2017, donde se estipularon que las nuevas emisiones tendrían una tasa de interés fija del 6% disposición que se mantiene hasta este momento, así mismo para los CIP ya emitidos se emitieron disposiciones transitorias para el aumento de la tasa de interés las cuales pagaran una tasa de interés de 4.5% fija a partir del 2022.

## **1.4 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA.**

Actualmente la rentabilidad acumulada del fondo de pensiones a febrero del 2019 es de 3.94%<sup>2</sup>. Para establecer el monto de pensión que tendrán los actuales cotizantes, está en función de las aportaciones individuales del trabajador y de las rentabilidades que generan sus ahorros invertidos en los distintos activos del portafolio del fondo; por lo tanto, debido a lo anterior las pensiones actuales son bajas lo que deriva en un problema de seguridad social de país.

La ley SAP desde su creación e incluso con sus reformas más recientes posee artículos en particular que son claves limitantes para las mejoras en las rentabilidades del fondo de pensiones, es decir se ha establecido por ley los instrumentos financieros en los cuales se pueden invertir los fondos de pensiones, dejando atadas a las administradoras en su proceso de buscar la mejores oportunidades en el mercado que incremente la inversión resulta entonces importante validar si cambios en la actual ley pueden mejorar positivamente dichos valores de rentabilidad. La presente investigación solo considerara el sistema de pensiones privado administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones. El cual permitirá establecer los escenarios y condiciones que permitan la diversificación y rentabilidad de los portafolios de inversión, sin perder de vista la estructura y condiciones actuales de la posición que cada uno tiene.

---

<sup>2</sup> Boletín Superintendencia de Pensiones, Febrero-2019

## **1.5 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.**

### **1.5.1 Objetivo general:**

Identificar oportunidades de cambios en el artículo 91 de la Ley SAP, que permitan incrementar la rentabilidad del portafolio de inversiones del fondo de pensiones en El Salvador.

### **1.5.2 Objetivos específicos:**

1. Identificar potenciales cambios para incrementar en un 1.00% la rentabilidad nominal actual de los Fondos de Pensiones Administrados por las AFP's del sistema de pensiones en El Salvador, considerando un periodo mínimo de implementación de 5 años.
2. Obtener recomendaciones para la modificación del artículo 91 de la ley SAP, en lo relacionado a las inversiones de los fondos de pensiones administrados por las AFP's, con la finalidad de mejorar la rentabilidad de los mismos.
3. Proponer la estructura de diversificación del portafolio de inversiones que permita maximizar la rentabilidad actual, manteniendo las características de seguridad y diversificación de riesgo adecuada de dichos fondos.

## **1.6 PREGUNTAS DE LA INVESTIGACIÓN.**

¿Cuáles pueden ser los posibles cambios que se deben implementar en la ley SAP para la mejorar la rentabilidad del fondo de pensiones, a través de cambios en la diversificación del portafolio?

¿Qué impacto pudieran tener los cambios efectuados en el artículo 91 de la ley SAP sobre la rentabilidad nominal, en los fondos de pensiones de los cotizantes?

### 1.7 MARCO LEGAL.

El actual sistema de pensiones se creó con la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, con la aprobación del Decreto Legislativo No. 927 del 20 de diciembre de 1996 y publicado en el Diario Oficial No. 243, Tomo No. 233 de fecha 23 de diciembre de 1996.

Dicha ley establece los parámetros y reglas que se deben seguir para el manejo y administración de los fondos provenientes de las aportaciones de los cotizantes al sistema, es por ello que en esta investigación solo se analizan los apartados del artículo 91 del capítulo VIII de la Inversión de los Fondos de Pensiones; la comisión de riesgo es quien deberá fijar los límites de inversión para cada portafolio del fondo de pensiones, por los distintos instrumentos financieros que se encuentren en el mercado, estos rangos porcentuales de diversificación de las inversiones por instrumento se resumen en los literales siguientes:

**Tabla 1: Rangos de inversión establecidos por ley de los fondos de pensiones.**

<b>Instituciones y tipos de instrumento financiero</b>	<b>Rangos de Inversión</b>
a) Dirección General de Tesorería de El Salvador (adquiridos en bolsa de valores nacional o internacional)	Entre el 20% y el 50%
b) Banco Central de Reserva de El Salvador	Entre el 20% y el 30%;
c) Empresas estatales e instituciones oficiales autónomas, exceptuando los del Banco Multisectorial de Inversiones y el Fondo Social para la Vivienda	Entre 5% y el 20%;



<b>Instituciones y tipos de instrumento financiero</b>	<b>Rangos de Inversión</b>
d) Banco de Desarrollo de El Salvador (no se deben incluir las emisiones de CIP en calidad de fiduciario)	Entre 20% y el 30 %,
e) Sociedades Salvadoreñas (a más de un año)	Entre el 30% y el 40%;
f) Acciones y bonos convertibles en acciones de sociedad salvadoreñas	Entre el 20% y el 45%
g) Certificados de Participación de Fondos de Inversión salvadoreños, entre	Entre 5% y el 40%;
h) Certificados de Depósito y valores emitidos o garantizados por bancos salvadoreños,	Entre el 30% y el 40%;
i) Valores emitidos con garantía hipotecaria o prendaria sobre cartera hipotecaria, destinados al financiamiento habitacional, incluyendo los emitidos por FSV (no deben exceder el 10% las emisiones de una sola entidad)	Entre el 30% y el 40%.
j) Instrumentos financieros del sistema de hipotecas aseguradas o cédulas hipotecarias aseguradas	Entre el 15% y el 20%;
k) Valores de oferta pública, emitidos por sociedades titularizadoras salvadoreñas, y certificados fiduciarios de participación	Entre el 10% y el 20%;
l) Otros instrumentos de oferta pública incluidos los valores registrados en una bolsa de valores nacional	Entre el 10% y el 30%;
m) Certificados de Inversión Previsionales emitidos por el Fideicomiso de Obligaciones Previsionales, para el pago de las prestaciones que corresponden a los afiliados al Sistema de Pensiones Público	Hasta un 45%;
n) Valores destinados al financiamiento de obras inmobiliarias, infraestructura o desarrollo tales como carreteras, puertos y otras obras.	Entre el 5% y el 15%; De contar con garantía de organismos multilaterales, Estados o reaseguradores de primera línea, entre el 10% y el 30% del fondo administrado

<b>Instituciones y tipos de instrumento financiero</b>	<b>Rangos de Inversión</b>
o) Valores extranjeros y certificados de participación de fondos de inversión extranjeros,	Entre el 10% y el 30%;
p) Reportos, negociados en mercados locales	Hasta el 5% del activo del Fondo de Pensiones.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

Este artículo también norma que las inversiones de los Fondos de Pensiones en los instrumentos anteriormente señalados, deberán realizarse a tasas de interés competitivas en el mercado.

En este artículo se exceptúan la clasificación de riesgo de los valores emitidos por la Dirección General de Tesorería, por el Banco Central de Reserva de El Salvador y los instrumentos a que se refiere la letra m) de este artículo; sin embargo, vale la pena revisar si esto trae consecuencias negativas que afecten el nivel de riesgo que está asumiendo el fondo, teniendo en cuenta el resiente impago del gobierno.

Por otra parte los Certificados de Inversión Previsionales emitidos en sustitución de Certificados de Traspaso y Certificados de Traspaso Complementarios, no serán considerados para efecto del cálculo del límite de la letra m) de este artículo; ni estarán sujetos al requisito de clasificación de riesgo, y sólo se requerirá su inscripción en una Bolsa de Valores nacional, cuando se pretendan negociar, esta clasificación ha sido denominada como CIP B los cuales a marzo del 2019 ascienden a más de 1,700 millones de dólares y ha venido en crecimiento desde el 2007 sin que se establezca en la ley ningún tipo de limite al respecto como para los CIP A que es del 45%.

Finalmente, el artículo establece que los recursos de los Fondos de Pensiones podrán ser invertidos en cuotas de participación de Fondos de Inversión extranjeros comercializados en el mercado local, cuando estos cuenten con clasificación de riesgos en su país de origen, o cuando por su naturaleza dichos Fondos no sean sujetos de contar con una clasificación de riesgos.

Además, en el artículo 23 D del fondo de retiro, establece que los fondos provenientes de las cuentas de los afiliados clasificadas como especial de retiro, deberán estar invertidas en un 100% en los certificados de inversión, pero el artículo no establece un máximo para dicha inversión lo que deja un vacío legal que permite invertir sin límites en certificados previsionales.

Por otra parte, la resolución No A-AF-DO-257-2006, establece que los Certificados de Inversión Previsionales a que se refiere el Artículo 14 de la Ley en sustitución de Fideicomiso de Obligaciones Previsionales, es decir, los títulos emitidos por este fideicomiso para ser transferidos los CT y CTC, no serán sujetos a ningún límite de inversión, ya que dicho límite únicamente opera para los señalados en el Artículo 223-A de la Ley del SAP.

## **1.8 JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.**

Actualmente la rentabilidad del fondo de pensiones salvadoreño presenta valores muy bajos lo que se traduce en el largo plazo en una falta de sostenibilidad del sistema de pensiones, por lo tanto haciendo uso de principios financieros se busca identificar posibles cambios, que al implementarlos se logre un aumento nominal del 1% en un periodo

mínimo de 5 años a la rentabilidad del fondo de pensiones y de esa manera tener la oportunidad que los afiliados tengan acceso a mayores pensiones que con el sistema actual.

Recientemente el tema de las pensiones ha estado en la palestra política salvadoreña principalmente por la falta de capacidad de pago del GOES a sus obligaciones con las administradoras de fondo, lo que condujo a reformas en los porcentajes de cotización por afiliados y empleadores, sin embargo dichos cambios y debates políticos dejan de lado los aspectos técnicos financieros de la rentabilidad de las inversiones del fondo de pensiones, que es en realidad una pieza clave en el problema de ofrecer pensiones adecuadas a sus afiliados, es por ello que este trabajo busca enfocarse en la identificación de posible modificaciones al artículo 91 de la Ley SAP para incrementar la rentabilidad al modificar los máximos permitidos en inversiones de activos financieros no gubernamentales y disminuir por ende las inversiones en activos emitidos por el gobierno, ya que se tiene la premisa que este cambio puede ayudar al rendimiento total de los fondos.

### **1.9 BENEFICIOS ESPERADOS CON LA REALIZACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.**

Con esta investigación se pretende identificar posibles cambios al artículo 91 de la Ley SAP, que permitan a las AFP invertir los fondos de los afiliados en carteras compuestas por activos financieros con mayor rentabilidad, al eliminar la obligación de invertir la mayor parte de dichos fondos en los certificados de inversión previsional emitidos por el gobierno. De esta forma se lograra construir portafolios más rentables que maximicen los beneficios a los afiliados al incrementar las cuentas individuales de los afiliados al sistema.

## **1.10 DELIMITACIÓN Y LIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.**

### **1.10.1 Delimitación científica.**

La investigación se hará en el área de finanzas y se analizará la propuesta para modificar el artículo 91 de la Ley SAP en los apartados que involucre la inversión de los fondos de los afiliados, para que estos puedan ser modificados y den apertura suficiente para poder abrir el abanico de posibilidades en los activos que conforman las actuales carteras de inversión, disminuyendo el porcentaje de participación de los certificados de inversión previsional en las carteras y aumentando la participación de activos con rentabilidad superior que mantengan su nivel de riesgo bajo, para salvaguardar los fondos de posibles pérdidas.

### **1.10.2 Delimitación temporal.**

La investigación se enfocará en proponer reformas al artículo 91 de la Ley SAP, que permitan invertir los fondos en activos financieros más rentables de los CIP's, estudiando el impacto de su implementación en los fondos de los afiliados, tomando en cuenta la información histórica y estadística que se tiene sobre los fondos de pensiones que se han generado desde la implementación hasta la fecha.

### **1.10.3 Delimitación espacial.**

El límite espacial de la investigación es la localidad del área del municipio de San Salvador, El Salvador. Dicha investigación se llevaba a cabo en el primer semestre del año dos mil diecinueve.

#### **1.10.4 Limitaciones.**

Esta investigación solo se limitará a proponer las posibles reformas que se pudieran implementar en el artículo 91 de la Ley SAP, que permitan invertir los fondos de pensiones en activos más rentables; modificando la participación actual de los activos de cada institución y considerando también las respuestas obtenidas en los métodos de recolección de información.

#### **1.11 HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.**

Los posibles cambios en el artículo 91 de la ley SAP mejorarán la rentabilidad nominal del fondo total de pensiones, en 1% en un período aproximado de 5 años, considerando los reembolsos provenientes de las amortizaciones de interés de los CIP ya emitidos y una estimación del crecimiento de los fondos por recaudación en cada año.

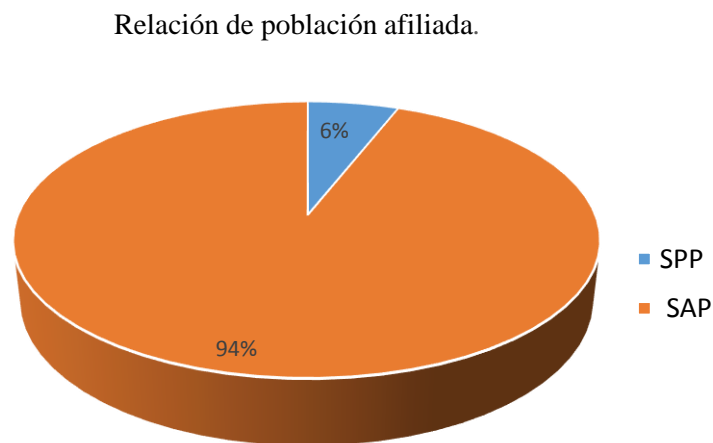
El sistema privado de ahorro para pensiones, cuenta con su propia regulación y normas, creándose así la Ley de Sistema de Ahorro para pensiones conocido como SAP, de la cual se considera el artículo 91 como el más relevante para la presente investigación, ya que en este están establecidos los máximos permitidos a invertir en cada tipo de activo financiero.

## CAPITULO II: DIAGNÓSTICO DEL SISTEMA DE PENSIONES EN EL SALVADOR Y METODOLOGIA DE LA INVESTIGACIÓN.

### 2.1 ESTRUCTURA DEL SISTEMA PRIVADO DE AHORRO DE PENSIONES EN EL SALVADOR.

Se ha considerado el estudio del sistema privado de ahorro para pensiones SAP debido a que es el que representa un 94% de participación en comparación al SPP el cual funcionaba antes de la reforma del año 1998. En la gráfica 1 se aprecia su participación, donde tan solo un 6% pertenece al SPP.

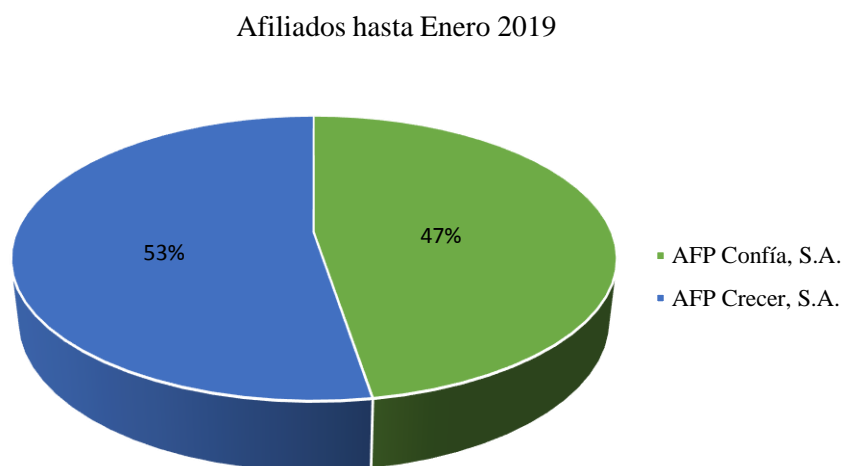
**Gráfica 1: Relación de población afiliada.**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

En El Salvador bajo el nuevo sistema de capitalización individual implementado a partir de 1998, solo han logrado subsistir dos AFP las cuales son CONFIA, S.A. y CRECER, S.A., estas tienen la participación de los afiliados, tal cual se muestra en la gráfica 2.

**Gráfica 2: Afiliados con Número Único Previsional (NUP), asignado hasta enero de 2019.**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

**Tabla 2: Cartera de inversión valorizada del fondo de pensiones SAP.**

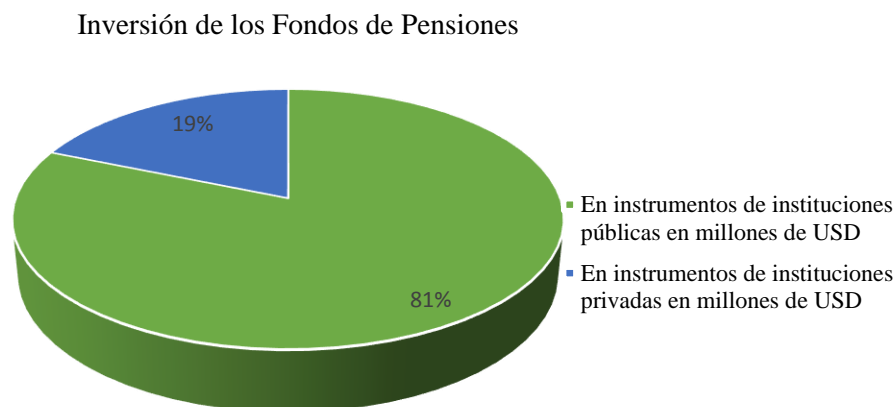
Cartera de Inversiones Valorizada del Fondo de Pensiones total (SAP, en millones de USD\$)

CONCEPTO	Jan-19	%
En instrumentos de instituciones públicas	8,924.32	81.26%
En instrumentos de instituciones privadas	2,058.09	18.74%
Total de inversiones del fondo de pensiones en El Salvador	10,982.41	100.00%

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.



**Gráfica 3: Cartera de Inversiones Valorizada del Fondo de Pensiones SAP.**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

Se puede observar que el 81% de los fondos están invertidos en instrumentos de instituciones públicas teniendo los fideicomisos de obligaciones previsionales el monto más alto según la tabla 3:

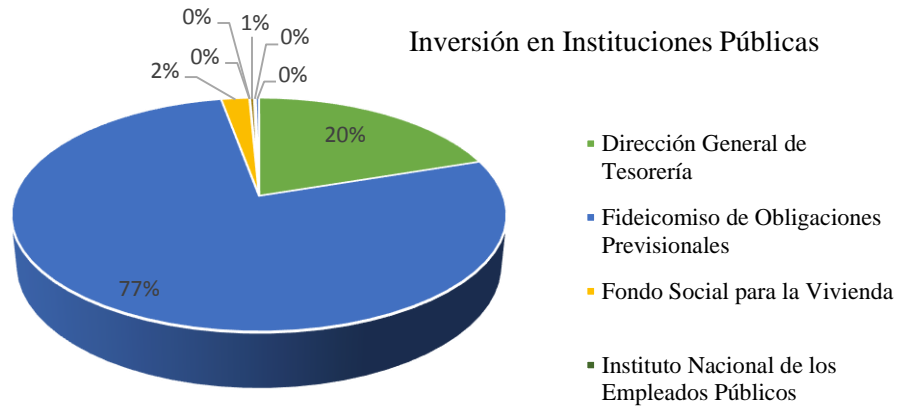
**Tabla 3: Total de inversión en instituciones Públicas.**

CONCEPTO	Enero-19 (En millones de USD\$)	%
Dirección General de Tesorería	1,775.86	19.90%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales	6,890.83	77.21%
Fondo Social para la Vivienda	190.78	2.14%
Instituto Nacional de los Empleados Públicos	1.43	0.02%
Instituto Salvadoreño del Seguro Social	4.13	0.05%
Banco Central de Reserva	25.70	0.29%
Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades	12.29	0.14%
En Cuentas Corrientes en millones de US\$	23.31	0.26%
<b>Total de inversión en instituciones Públicas</b>	<b>8,924.33</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

Se observan los porcentajes de inversión en la gráfica 4 con más detalle:

**Gráfica 4: Inversión en instituciones públicas:**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

En la tabla 4 se detallan el total de inversión no estatal de la cartera.

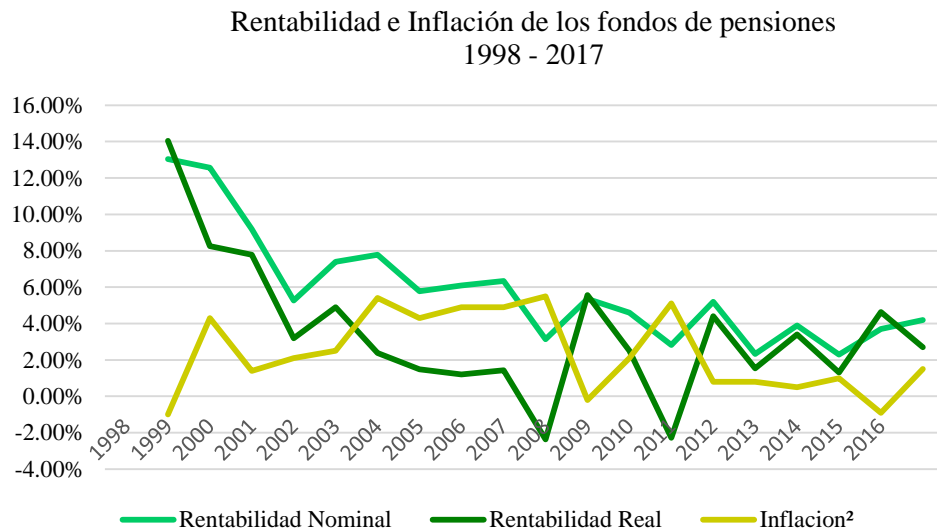
**Tabla 4: Total de inversión No estatal.**

CONCEPTO	Enero-19 (En millones de USD\$)	%
En instrumentos de bancos en millones de USD	780.00	37.90%
En instrumentos de sociedades nacionales en millones de USD	46.87	2.28%
En instrumentos de organismos financieros de desarrollo en millones de USD	20.30	0.99%
En valores extranjeros en millones de USD	422.80	20.54%
En fondos de titularización en millones de USD	580.98	28.23%
En Cuentas Corrientes en millones de USD	207.14	10.06%
<b>Total de inversiones realizadas.</b>	<b>2,058.09</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

La rentabilidad de los fondos de pensiones desde la creación del nuevo sistema de aportaciones individuales se muestra en la gráfica 5:

### Gráfica 5: Rentabilidad e Inflación de los fondos de pensiones:



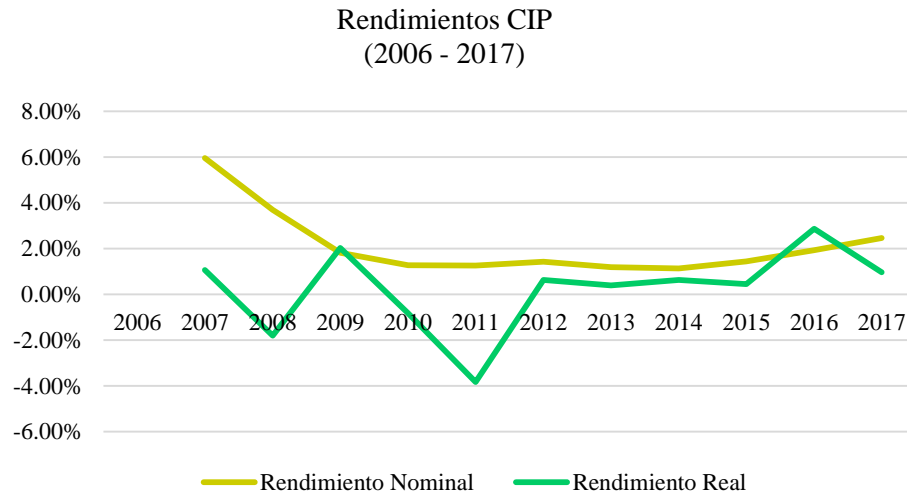
Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

El Salvador tiene una tasa de inflación baja pero como puede observarse en algunos años el porcentaje de inflación fue incluso superior a rentabilidad nominal de los fondos, lo que resulta en rentabilidades reales negativas, situación que perjudica finalmente a los afiliados pues implica la pérdida del valor de sus ahorros.

Por otra parte el 77% de los fondos colocados en instituciones públicas, está invertido en CIP, es por ello que existe la necesidad de analizarlo más a fondo.

La rentabilidad de los CIP A y B, son los siguientes según la gráfica 6:

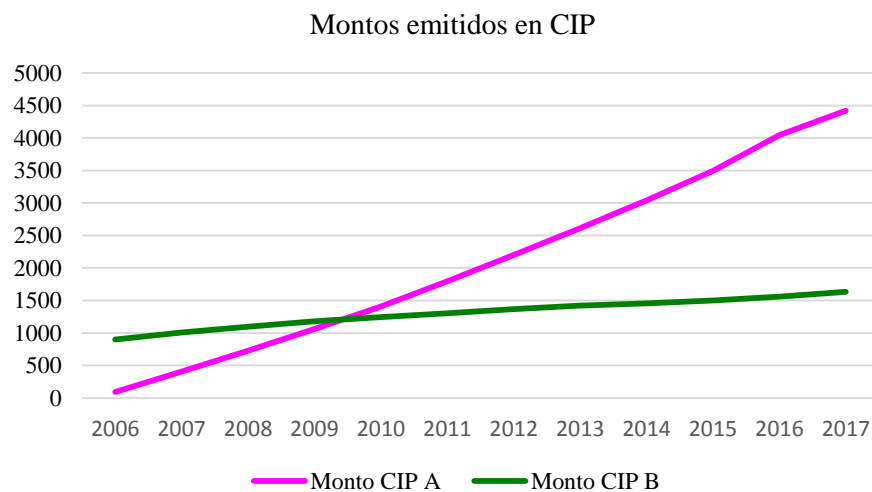
**Gráfica 6: Rendimientos de los Certificados de Inversión Previsional.**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

El comportamiento de inversión en CIP ha sido el siguiente según la gráfica 7.

**Gráfica 7: Montos en inversiones de CIP.**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

Por otro lado, los montos y rendimiento nominal y real de otras inversiones se pueden observar en la tabla 5:

**Tabla 5: Montos y rendimientos nominal y real de otras inversiones.**

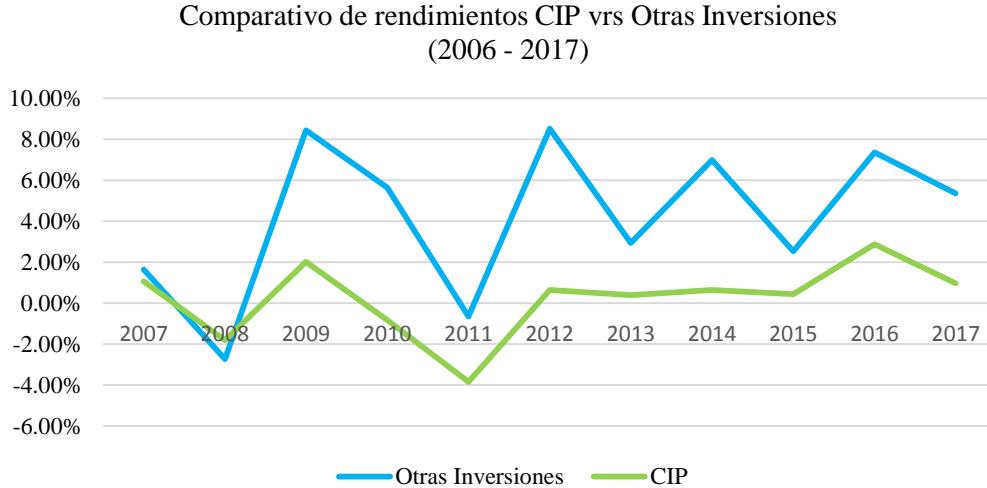
**En el periodo 2006-2017 (Millones USD\$)**

<b>Año</b>	<b>Otras Inversiones</b>	<b>Rendimiento Nominal</b>	<b>Rendimiento Real</b>
<b>2006</b>	2,359.65		
<b>2007</b>	2,539.80	6.54%	1.64%
<b>2008</b>	2,647.41	2.76%	-2.74%
<b>2009</b>	2,769.08	8.23%	8.43%
<b>2010</b>	2,820.65	7.73%	5.63%
<b>2011</b>	2,990.62	4.44%	-0.66%
<b>2012</b>	3,268.20	9.31%	8.51%
<b>2013</b>	3,288.30	3.73%	2.93%
<b>2014</b>	3,492.37	7.48%	6.98%
<b>2015</b>	3,521.22	3.52%	2.52%
<b>2016</b>	3,643.90	6.42%	7.36%
<b>2017</b>	3,950.42	6.86%	5.36%
	Promedio	6.09%	4.18%

Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

En la gráfica 8 se puede observar los datos anteriores de la siguiente manera:

**Gráfica 8: Comparativo de Rendimientos.**



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero.

En cuanto a la recaudación del último mes del año 2018, está compuesta por 4, 972,902 para CONFIA, S.A. y 4, 604,504 para CRECER, S.A., por otro lado, la rentabilidad de los fondos administrados e invertidos por estas instituciones tuvieron el resultado mostrado en la tabla 7 hasta diciembre del año 2018.

**Tabla 6: Rentabilidad Real de los últimos 36 meses de los fondos de pensiones.**

Rentabilidad Real de los últimos 36 meses de los fondos.			
Fondo Conservador		Fondo especial de Retiro	
Real (en %)	Dec. 2018	Real (en %)	Dec. 2018
Promedio	2.71	Promedio	2.55
AFP CONFIA, S.A.	2.69	AFP CONFIA, S.A.	2.51
AFP CRECER, S.A.	2.73	AFP CRECER, S.A.	2.59

Fuente: Información remitida por las entidades a la SSF.

Considerando la información anterior y tomando en cuenta el artículo 91 de la Ley SAP que regula la inversión de los fondos de los afiliados al sistema de cotizaciones individuales, en el cual estipula los máximos permitidos según cada activo financiero para invertir dichos fondos y haciendo un comparativo con la cartera de inversión que las AFP manejan hasta esta fecha, se puede identificar que los rendimientos bajos de dichas inversiones se debe a que la ley ha establecido que la mayor parte de los fondos sean invertidos en los Certificados de Inversión Previsional, siendo estos los que pagan las tasas de interés más bajas que otras inversiones, esto se puede observar en la gráfica 6, en donde se realiza un comparativo de los rendimientos de los CIP versus los rendimientos de otras inversiones en los mismos periodos.

## **2.2 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.**

### **2.2.1 Método a implementar.**

En la presente investigación se implementará el método de investigación cuantitativo, debido a que esta basa sus estudios en números estadísticos para dar respuesta a causas y efectos; además una parte cualitativa donde se recopilan información de investigaciones recientes que ayuden a tomar decisiones precisas y objetivas para alcanzar el objetivo planteado.

### **2.2.2 Instrumento de recolección de información.**

Para efectos de obtener la información precisa y necesaria para la toma de decisiones, se utiliza los boletines estadísticos publicados por la superintendencia del sistema financiero y en los sitios web oficiales de las AFP, así mismo la información de los

CIP proporcionada por BANDESAL. Por otra parte, se usa la información recolectada en otras investigaciones recientes, dichas investigaciones han hecho uso del instrumento de recopilación de información como la entrevista debido a que con esta técnica se obtiene la información a través de preguntas en forma personal, directa y verbal con el entrevistado.

### **2.2.3 Determinación de la muestra.**

#### **2.2.3.1 Universo de la investigación.**

El universo para esta investigación serán los datos sobre pensiones que publican la superintendencia del sistema financiero y las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), AFP CONFIA S.A. y AFP CRECER S.A., las cuales poseen 13 agencias en todo el país. Además, se considerarán las ONG FUNDAUNGO y FUNDE quienes poseen especialistas en temas de pensiones.

#### **2.2.3.2 Muestra de la investigación.**

Partiendo del universo se tomará como muestra de la presente investigación la información de la tesis denominada “establecimiento de tasas de interés a emisiones de los certificados de inversión previsional en base a teorías de riesgo y rendimiento”, presentada en el año 2018, por los profesionales Thelma Centeno y Santiago Andrade, en la ciudad universitaria de El Salvador en San Salvador. Considerando el contenido relacionado a la recolección de información y entrevista con los profesionales representantes de las instituciones AFP CONFIA S.A., AFP CRECER S.A., ONG FUNDAUNGO y FUNDE.



Debido a que ambas investigaciones buscan mejorar la rentabilidad de la cartera de inversión de los fondos de pensiones en El Salvador.

### **2.2.3.3 Instrumento**

El instrumento cuenta con una serie de preguntas abiertas, en las cuales se pretende tener un parámetro más real del personal que tiene más conocimiento de la problemática, tanto en las administradoras de fondos de pensiones como de organismos que tienen conocimiento del tema en el país. Es por ello, que para poder dar respuesta a cómo se puede incrementar la rentabilidad del fondo total, se entrevista a la muestra, con una serie de preguntas presentadas en el anexo 1: las cuales ayudarán responder a las siguientes macro preguntas de la investigación:

- a) ¿Cuáles pueden ser los cambios que se podrían implementar en la ley SAP para la mejora de la rentabilidad del fondo de pensiones, a través de modificaciones en la diversificación del portafolio, conservando los criterios de seguridad y mitigación de riesgos?
- b) ¿Qué impactos financieros generarían los cambios que se propongan al artículo 91 de la ley SAP sobre la rentabilidad nominal, en los fondos de pensiones de los cotizantes, teniendo a la base criterios de seguridad y mitigación de riesgos?

## **2.3 RESULTADOS DEL DIAGNÓSTICO**

Tomando los resultados más relevantes de la investigación que corresponde a las entrevistas realizadas a representantes de ONG y AFP, como respuesta al problema de investigación los resultados a las preguntas se detallan a continuación:

**Pregunta 1.** ¿A su criterio percibe que el rendimiento del fondo de pensiones de El Salvador puede mejorarse, que opciones se tienen?

INSTITUCIÓN	RESPUESTA
FUNDE	Sí puede mejorarse. Se tienen como opciones para invertir el fondo de pensiones, en instituciones públicas que están desarrollando proyectos con el fondo de pensiones como la ampliación del aeropuerto. Los socios público-privados, sin embargo, el entorno no manifiesta una claridad de poder utilizarse esos fondos en este tipo de inversiones.
FUNDAUNGO	<p>Sí, hay posibilidades, pero hay restricciones de carácter legal, el tamaño de mercado que es pequeño y limita las inversiones por la calidad de riesgo, la liquidez y rentabilidad.</p> <p>Lo legal regula las inversiones en cartera de deuda pública con más del 80% del fondo de pensiones.</p>
CONFIA S.A.	<p>Nadie puede asegurar un rendimiento, no es ético.</p> <p>Sin embargo, sí se puede considerar o esperar que este sea alto. En el caso del sistema de pensiones de El Salvador hay muchas ataduras como es el fideicomiso para lograr rendimientos altos.</p> <p>Entonces los problemas principales del rendimiento del sistema de pensiones en El Salvador son: Limitaciones de ley y un mercado de valores poco desarrollado.</p> <p>Además, otra limitante del rendimiento es tener los recursos en una sola canasta como es lo del fideicomiso; por lo que se deberían de abrir más opciones de inversiones en el exterior para tener así otras opciones de mejorar el rendimiento.</p>
CRECER S.A.	Sí, puede mejorarse por una cantidad mejor, todos los fondos de pensiones en régimen de inversión nacen con restricciones, poco a poco la naturaleza de estos se va flexibilizando, en un sistema de capitalización individual privado el 65% del saldo de la cuenta para pensionarse es de rentabilidad al pensionarse solo un tercio son los aportes. Dejando de lado la obligatoriedad si el portafolio podría tener mucha más rentabilidad Es un ahorro a largo plazo, se deberían de invertir en acciones pero el mercado salvadoreño no tiene muchas, entonces hay que invertir en mercado extranjero, el componente de renta variable es muy importante, si se pierde en crisis, pero en las etapas buenas se gana mucho más, los fondos de pensiones crecen tanto y los instrumentos nacionales se quedan cortos, se puede invertir en fondos de capital privado, infraestructura con mucho más riesgo, hay que buscar la rentabilidad.

Análisis: las personas entrevistadas manifiestan que el rendimiento del fondo de pensiones puede mejorarse y aclaran que una barrera para hacerlo es la regulación estrecha establecida y que ata a las administradoras de los fondos de pensiones, al obligarlas a invertir en los activos financieros ya establecidos en la ley SAP. Además se suman las pocas opciones que se tienen en El Salvador de instrumentos financieros en los que se puedan obtener mejores rentabilidades para el fondo, si están limitados por la ley SAP.

**Pregunta. 2** ¿Considera que los títulos del Estado de El Salvador, negociados en el mercado de valores son atractivos para incluirlos en el portafolio del fondo de pensiones?

INSTITUCIÓN	RESPUESTA
FUNDE	Sí, son atractivos con la debilidad que una fuerte cantidad de fondos están invertidos en títulos públicos; sin embargo, debido al problema fiscal que tiene el gobierno, surge la duda de si podrán ser pagadas esas inversiones.
FUNDAUNGO	Sí, sin embargo, ahorita el país tiene una calificación de riesgo CCC de títulos emitidos por el gobierno a nivel internacional, vinculado a los impagos de intereses y amortizaciones a los CIP que tuvo el gobierno
CONFIA S.A.	Hay muchas limitaciones u obstáculos legales para las Administradoras del Fondo de pensiones, que limitan el libre mercado. Si estos títulos fuesen atractivos y con buenas rentabilidades por supuesto que sí; si no hubiese muchas trabas y privara el libre mercado.
CRECER S.A.	Sí, son atractivos, nos gustan más los emitidos por el gobierno bajo las leyes de NY emitidos en mercados externos, porque tiene mayor liquidez, el fondo de pensiones necesita mayor liquidez para entrar y salir, y como uno está en El Salvador tiene sentido tener riesgo de El Salvador, a pesar que es altísimo actualmente las tasas que se pagan a 25 años por eurobonos andan por 8% (2 títulos de gobierno, colocados en mercado local y otros en mercados globales los eurobonos)

Análisis: existe conciencia de que El Salvador tiene una calificación de riesgo baja de CCC a nivel internacional, lo que hace a los títulos de alto riesgo en el mercado. La mayoría están de acuerdo en que los títulos del estado son atractivos, pero que hay que

tener en cuenta el riesgo. Por otro lado, el fondo de pensiones de El Salvador tiene muchas limitaciones de ley para la realización de inversiones en ciertos instrumentos financieros que no permiten negociarse en función de la oferta y la demanda; sin embargo, existen instrumentos del Estado que son apetecibles para invertir por el fondo de pensiones, generando muy buenas rentabilidades.

**Pregunta 3** ¿Considera prudente o adecuada la última reforma en la que los CIP paguen una tasa fija?

INSTITUCIÓN	RESPUESTA
FUNDE	No se está de acuerdo; porque esta es una acción que busca asegurar una buena tasa de reemplazo para las personas, sin embargo, esto podría ocasionar mayores costos fiscales para el gobierno.
FUNDAUNGO	Depende, puede ser adecuada en términos de previsibilidad para el Estado de sus obligaciones, y por los problemas de liquidez que tiene, le da cierto grado de certidumbre de los pagos, sin embargo, en un escenario que las tasas suben, quedan en desventaja los trabajadores porque la tasa queda establecida contra la tasa de mercado que va al alza.
CONFIA S.A.	No, porque las condiciones del mercado cambian y si las tasas son fijas estas no se ajustan a las condiciones del mercado, sin embargo, guarda menos variabilidad. Cuando una tasa fija es en su momento más alta que la del libre mercado es bueno, pero cuando el mercado presenta tasas más atractivas es lo contrario.
CRECER S.A.	Las tasas se deben de definir en base a oferta y demanda, los inversionistas junto al emisor deberían de establecerla, el hecho que sea fija o variable no importa, el error es dejarla escrita en una ley una tasa, estas se definen en el mercado.

Análisis: está claro que los rendimientos de las inversiones deben reflejar el comportamiento de la oferta y la demanda, ya que se consideran los riesgos asumidos por ambas partes, en ocasiones puede pactarse una tasa fija por un tiempo determinado si

ambas partes están en mutuo acuerdo y después de haber analizado a profundidad todo lo que implica.

Además el mercado cambia y las preferencias de parte de los inversionistas en cuanto a precio y nivel de riesgo también cambian; en ese sentido el problema para el caso de la tasa de interés que pagan los CIP al fondo de pensiones, no fue en sí fijar las inversiones a la tasa LIBOR, sino dejarla escrita en una ley, en el cual no da espacio a ajustarla a las condiciones reales del mercado.

Es importante resaltar que de acuerdo estimaciones hechas por representantes de las AFP's un 1% adicional en la tasa de interés en un horizonte de cotización de treinta años el monto del fondo de pensión en la cuenta individual se incrementa en un 25%, destacando la relevancia que se tiene que las tasas sean variables y no fijas y más aún que reflejan la condición y el comportamiento del mercado.

**Pregunta 4.** De acuerdo a las últimas reformas a la ley del FOP ¿considera a la forma como se estableció la tasa de interés, cumple con la teoría riesgo- rendimiento?

INSTITUCIÓN	RESPUESTA
FUNDE	No, no cumple con la teoría de riesgo y rendimiento; hay mucha crítica al mercantilismo de las AFP en la administración del fondo de pensiones.
FUNDAUNGO	No hay una calificación de estos títulos, pero debido al impago, se debería considerar que son títulos de alto riesgo por el impago, por lo que tendría que tener mayor rendimiento, sin embargo, no hay bases técnicas que nos podrían definir el nivel de riesgo y la tasa a fijarse para ellos.
CONFIA S.A.	La teoría dice que, a mayor riesgo, mayor rendimiento, sin embargo, una tasa fija no tiene mucha liquidez y no es una tasa bursátil.

CRECER S.A.	No cumple con la teoría, si el legislador hubiera tomado una tasa de mercado supóngase 8%, es un error dejar escrito en una ley que dejara esa tasa que después puede pagar más de lo que debería de pagar y este caso tiene mayor error ya que está pagando la mitad de lo que debería de pagar en un título similar.
-------------	--

Análisis: es claro que los rendimientos de los CIP's no cumplen con la teoría de riesgo y rendimiento, ya que estos no pagan una tasa de interés que compense su riesgo por la calificación que tiene el gobierno, además que sus emisiones están reguladas y atan a las AFP's a adquirirlos porque está especificado en la Ley, estos títulos deberían pagar una mayor tasa de interés; esto refleja que hay grandes oportunidades de mejora, siempre y cuando la ley sea modificada en su apartado referente a los CIP's.

**Pregunta 5.** ¿Cuál considera que debería de ser la tasa mínima de rentabilidad, que debe generar el portafolio del fondo de pensiones de El Salvador?

INSTITUCIÓN	RESPUESTA
FUNDE	La tasa de interés debería de ser aquella que logre al final una pensión mínima que sea la canasta de mercado (cuesta alrededor de \$700.00)
FUNDAUNGO	Promedio debería de ser entre el 9 % y 10% que establece la AIOS (ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE ORGANISMOS DE SUPERVISIÓN DE FONDOS DE PENSIONES), en promedio de la inversión de toda la cartera
CONFIA S.A.	No, nos comprometemos con un número. Se debe maximizar dependiendo de las condiciones del mercado, no puede haber un compromiso de parte de una AFP por que no se es un banco, las AFP's pueden tener ahorros por 50 años mientras que un banco lo hace por un año. Si debiese de ser una tasa por encima de la que el gobierno obliga a comprar.
CRECER S.A.	La tasa mínima que debería de generar es del 7% para tener tasas de replazo entre el 50% al 60% y que busquen un 65% de rentabilidad en el fondo de pensión

Análisis: se tiene diversas opiniones, pero lo que si se tiene claro es que la tasa

actual de los CIP's no es nada competitiva ni justa por los montos concedidos de los fondos de los trabajadores. Pues según los expertos de las AFP's una tasa de 7% puede lograr tasas de remplazo entre 50% y 60% del último salario del trabajador, lo que le aseguraría una pensión más acorde al momento de retirarse.

Una vez más se deja entre ver que una limitante clave que no permite a las AFP's salir a buscar tasas competitivas al mercado es la misma regulación, básicamente uno de los principales factores que no deja que el fondo tenga rentabilidades altas.

**Pregunta 6.** ¿Qué reformas propondría a las Inversiones del portafolio, que propicien un incremento en los rendimientos del Fondo de Pensiones?

INSTITUCIÓN	RESPUESTA
FUNDE	Ampliar los plazos de amortizaciones para el pago de los CIP a 30, 35, 40 años, acompañado de un incremento de 2 puntos en la tasa de interés que las tasas pasen del 3% al 5%; aunque esto significa mayores impuestos futuros de parte del gobierno debido a su problema fiscal.
FUNDAUNGO	Una restructuración de toda la deuda y que se pueda elevar la tasa de interés del stock de CIP ya emitidos y aumento de tasas de interés a las nuevas emisiones.
CONFIA S.A.	Nuestras propuestas son las de la propuesta de la ICP dentro de las cuales se pueden mencionar: Modificar regímenes de inversión, Inversiones en fondos de inversión e infraestructura, Inversiones en el extranjero, MULTIFONDOS, Fondo voluntario.
CRECER S.A.	Sugieren la de la ICP, se proponía que el BCR estableciera las tasas para cada emisión, no se dejan tasas fijas, y se deja el marco que en base a la curva de El Salvador. Invertir en mercados exteriores y buscar mejores rentabilidades. Que busque remplazos por lo menos del 45% según la recomienda la OIT.

Análisis: las AFP's coinciden en que una forma de hacer que el fondo de los trabajadores incremente mediante los intereses generados por las inversiones, es la de realizar modificaciones en la ley que permitan invertir los fondos en otros activos

financieros que ofrecen tasas de rendimientos más competitivos, además se puede reestructurar la actual cartera de inversión dan mayor participación a los instrumentos que ofrecen tasas de interés más competitivas dentro del portafolio.

Con las alternativas anteriores lo que se busca es lograr como mínimo tasas de remplazo del 45% como lo recomienda la Organización internacional del Trabajo (OIT).

Es de resaltar que con las últimas reformas a la Ley del FOP de septiembre de 2017, la mayoría de las propuestas antes mencionadas fueron incluidas. A excepción de los límites establecidos en la ley SAP y sobre el cual se enfoca esta investigación.

Como resultado general de la información recopilada con la entrevista y revisando y analizando cada una de las preguntas realizadas a los representantes, se identifica que aunque hay diversas opiniones de los expertos en cuanto a cómo están siendo invertidos los fondos de los afiliados al sistema de pensiones en El Salvador y las tasas acordes que deberían de devengar; se llega a un mismo punto de vista, dejando entre ver que es necesario realizar cambios en la cartera, ya sea mediante la reestructuración de los porcentajes invertidos en cada instrumentos, así como también verificar los límites de inversión que poseen los CIP's. Es por ello que se proporciona una de las muchas alternativas que pueden trabajarse, para mejorar los márgenes de rentabilidad de los fondos de pensiones.



### **CAPITULO III: ESTRUCTURA PROPUESTA DEL PORTAFOLIO DE INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL SALVADOR.**

El diagnóstico de los fondos de pensiones y sus inversiones reveló, que los certificados de inversión previsional aportan poco rendimiento comparado con los demás instrumentos de inversión de los fondos; aunado a eso son los que poseen más del 80% del fondo de pensiones, ya que sus inversiones están respaldadas por la ley en su artículo 91, en donde se establecen los rangos de inversión de dichos fondos, otorgando a los certificados de inversión previsional un rango muy amplio para los emitidos en serie “A” y dejando libres a los emitidos en serie “B” lo que limita las inversiones en activos que son más rentables y con los cuales la rentabilidad del fondo serian acordes con los rendimientos promedio en el mercado.

Tomando en consideración los resultados obtenidos en el diagnostico; en este capítulo se presenta una propuesta de portafolio de inversión de los fondos de pensiones de El Salvador, que permita obtener un incremento nominal del 1% en la rentabilidad total tomando en consideración un periodo de 5 años, tomando como base el monto y la cartera de inversión de los fondos obtenidos hasta diciembre del año 2018. Después de analizar varios métodos y la información con la que se cuenta, se llega a la conclusión que la mejor forma de trabajar es por el método simple de reestructuración de los pesos de cada instrumento, debido a que los montos ya emitidos en CIP’s no se pueden modificar, debido a sus condiciones de emisión.

Para la realización de esta propuesta de portafolio de inversión, se toman en consideración las siguientes premisas:

Se aclara que en este análisis serán considerados los incrementos en el fondo, provenientes de las recaudaciones de los cotizantes a lo largo de los 5 años pero como un monto constante, ya que con la información obtenida es difícil obtener el dato real de la recaudación de cada año.

No se consideran los egresos que serán transferidos año con año a la cartera especial de retiro por las personas que cumplen la edad y realizan su proceso de retiro, debido a la complejidad y falta de información disponible al público para realizar dichos cálculos, además para efectos de esta investigación no son necesarios, debido a que solo se demostrará una forma de aumentar el rendimiento de los fondos aplicando la reestructuración en la cartera de inversión del fondo conservador, manteniendo la participación de los CIP's en cuanto a que los fondos recaudados en los años siguientes no se inviertan en ellos, por el contrario se realizan incrementos en las inversiones en instituciones que ofrecen tasas de interés más altas. Es en este punto es donde surge la propuesta de establecer un límite a los CIP B, ya que no está establecido en la ley SAP en su artículo 91, pues esto permitiría alcanzar rendimientos justos en el fondo.

### **3.1 Datos matemáticos para comprender la tabla 7.**

Los datos presentados y con los cuales se trabajan son los obtenidos hasta diciembre de 2018, según la Superintendencia del Sistema Financiero.

✓ El monto total es la sumatoria del monto invertido por la administradora de Fondos de pensiones CRECER S.A. y CONFIA S.A.

- ✓ Los pesos tanto de AFP CRECER S.A. como de AFP CONFIA S.A., son los obtenidos de dividir cada monto del activo de la AFP entre el total de la cartera de la AFP; es decir, que el número refleja la participación de ese activo en la cartera total de la administradora que se está analizando.
- ✓ La tasa ponderada se obtiene de la suma producto de los pesos y tasas de cada administradora.
- ✓ La tasa CRECER S.A. y CONFIA S.A., es la tasa a la cual se establecieron los títulos y la que está estipulada en los contratos realizados por cada administradora con la instituciones que transan los activos.
- ✓ Además se incluyen los literales de la ley SAP a la cual pertenece cada institución e instrumento que forma parte de la cartera, con el objetivo de identificar los límites establecidos en la misma. Además la comisión de riesgo es la que establece los límites específicos que los toman del rango que proporciona la ley para cada instrumento.
- ✓ El peso actual de la cartera se obtiene de la división del monto de cada instrumento (sumatoria del instrumento tanto CONFIA S.A. como CRECER S.A.) entre el total de la cartera.
- ✓ En cuanto al cambio sugerido es básicamente que el límite de los CIP A disminuya y que las emisiones en los CIP B tengan un límite, ya que actualmente no lo poseen.

Teniendo en cuenta los datos anteriores, se presenta la tabla 7:

**Tabla 7: Estructura de la cartera actual de los fondos de pensiones en El Salvador.**

<b>Instituciones en Dic- 18</b>	<b>TOTAL (USD)</b>	<b>Monto CRECER S.A. (USD)</b>	<b>Peso CRECER S.A</b>	<b>Tasa CRECER S.A.</b>	<b>Monto CONFIA S.A. (USD)</b>
Dirección General de Tesorería	1,770,621,617.00	971,632,520.00	0.55	7.00%	798,989,097.00
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP A	3,991,035,520.00	1,886,692,177.00	0.47	2.88%	2,104,343,343.00
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP B	1,763,212,125.00	792,480,293.00	0.45	2.88%	970,731,832.00
Fondo Social para la Vivienda	191,851,213.00	93,082,744.00	0.49	4.49%	98,768,469.00
Instituto Nacional de los Empleados Públicos	4,100,000.00	1,711,382.00	0.42	4.25%	2,388,618.00
Instituto Salvadoreño del Seguro Social	9,600,000.00	5,011,238.00	0.52	4.26%	4,588,762.00
Banco Central de Reserva	25,579,031.00	25,579,031.00	1.00	6.03%	-
Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades	12,698,572.00	5,753,155.00	0.45	6.00%	6,945,417.00
En instrumentos de bancos en millones de USD	752,793,048.00	341,054,449.00	0.45	5.50%	411,738,599.00
En instrumentos de sociedades nacionales en millones de USD	47,074,338.00	21,254,556.00	0.45	6.13%	25,819,782.00
En instrumentos de organismos financieros de desarrollo en millones de USD	20,221,442.00	-	-	-	20,221,442.00
En valores extranjeros en millones de USD	421,629,731.00	165,594,777.00	0.39	6.31%	256,034,954.00
En fondos de titularización en millones de USD	583,469,218.00	250,460,817.00	0.43	6.27%	333,008,401.00
En Cuentas Corrientes en millones de USD	208,385,593.00	116,919,369.00	0.56	2.97%	91,466,224.00
Total de la cartera del fondo conservador	9,802,271,448.00				
Rentabilidad Actual					

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero y AFP's

Instituciones en Dic- 18	Peso CONFIA S.A.	Tasa CONFIA S.A.	Tasa Ponderada	Literal de ley	Comisión	Límite SAP	Peso actual	Cambios Sugeridos
Dirección General de Tesorería	0.45	6.91%	6.96%	A	50%	20%-50%	18.06%	
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP A	0.53	2.87%	2.87%	M	45%	45%	40.72%	45% 1/
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP B	0.55	2.87%	2.87%	NA	NA	NA	17.99%	10% 1/
Fondo Social para la Vivienda	1.06	4.43%	6.88%	I	30%	30%-40%	1.96%	
Instituto Nacional de los Empleados Públicos	0.58	4.25%	4.25%	C	5%	5%-20%	0.04%	
Instituto Salvadoreño del Seguro Social	0.48	4.26%	4.26%	C			0.10%	
Banco Central de Reserva	-	0.00%	6.03%	B	20%	20%-30%	0.26%	
Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades	0.55	6.00%	6.00%	L	10%	10%-30%	0.13%	
En instrumentos de bancos en millones de USD	0.55	5.41%	5.45%	H	30%	30%-40%	7.68%	
En instrumentos de sociedades nacionales en millones de USD	0.55	6.33%	6.24%	E	30%	30%-40%	0.48%	
En instrumentos de organismos financieros de desarrollo en millones de USD	1.00	4.50%	4.50%	N	5%/10%	10%-30%	0.21%	
En valores extranjeros en millones de USD	0.61	6.84%	6.63%	O	10%	10%-30%	4.30%	
En fondos de titularización en millones de USD	0.57	6.42%	6.36%	K	20%	10%-20%	5.95%	
En Cuentas Corrientes en millones de USD	0.44	2.95%	2.96%				2.13%	
Total de la cartera del fondo conservador							100.00%	
Rentabilidad Actual							4.29%	

1/ Decrementos del límite cada año hasta llegar a un porcentaje razonable, mismo que será determinado por la comisión, al realizar la evaluación anual.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero y AFP's.

En la tabla 7 se presentó la situación actual de la cartera de inversiones del fondo conservador, que esta administrado por las dos administradoras de fondos de pensiones establecidas en El Salvador CONFIA S.A. y CRECER S.A. Hay que tomar en consideración lo siguiente:

- ✓ En la ley SAP no está establecido un límite para la adquisición de CIP B, es por ello que aparece con el texto no tiene en la columna de limite SAP y comisión; además los CIP B tampoco están detallados en los literales establecidos en la ley, se asume que estos fueron incorporados en el literal de los CIP A, pero deja dudas puesto que al momento de hacer el análisis por límites y montos este sobrepasa al establecido por la comisión de riesgo al hacerse la sumatoria de ambos montos.
- ✓ La rentabilidad nominal del portafolio conservador es del 4.29% en diciembre de 2018, por lo que partiendo de este número se realizarán las propuestas que permitirán incrementar en un 1% nominal la rentabilidad de dicho portafolio.
- ✓ En la tabla 7 también se encuentran los cambios sugeridos, con el objetivo de plantear cambios en los límites de los CIP, ya que uno de los factores que no ha permitido el crecimiento de la rentabilidad de los fondos ha sido las bajas tasas de interés que el gobierno ha pagado a los fondos prestados.
- ✓ Después de realizar una serie de análisis financieros sobre el método más apropiado para implementar en este estudio, se llegó a la conclusión que debido a falta de información y por la naturaleza de los fondos que se manejan en la cartera, así como el marco legal que la ampara, se estimó que una de las propuestas que ayudaría a la cartera de inversiones del fondo conservado es la que se detalla en la tabla 8, en la cual se implementa un método

simple de reestructuración de la cartera para valorar el cambio al que se puede llegar con dichas modificaciones.

### 3.2 Premisas de la tabla 8 para una mejor comprensión.

La tabla 8 se calculará bajo el método simple de reestructuración de los pesos de los activos en la cartera de inversión del fondo conservador, usando las características de estimación siguientes:

- ✓ Se ha considerado un escenario de tiempo de 5 años a partir del año 2019, en los cuales mediante la reestructuración de la cartera se espera obtener el resultado buscado.
- ✓ Se muestran en el cuadro la lista de instituciones que conforman la cartera de inversión del fondo conservador con sus respectivos montos y tasas.
- ✓ El incremento anual del fondo de pensiones utilizado en la tabla 8, es el correspondiente al anual recaudado en el año 2018; según el boletín estadístico del sistema financiero<sup>3</sup>. Además es importante considerar que para efectos de esta investigación se ha considerado constante dicho incremento; es decir, que en el horizonte de 5 años el incremento anual será de \$ 912, 938,678.46, esto para efectos de simplificación, ya que se sabe que cada año la recaudación según tendencias incrementa, debido a la incorporación de nuevos cotizantes o cotización de los que habían dejado de cotizar por no contar con un trabajo formal.
- ✓ El incremento en los activos más rentables se obtiene de dividir el incremento anual en el fondo de pensiones del 2018 entre 5, debido a que solo se recomienda invertir más en los activos que poseen tasas de interés más altas en la cartera que se está evaluando; se

---

<sup>3</sup> Capítulo viii sistema de pensiones, en el documento de recaudación acumulada de los fondos de pensiones por mes, según AFP, año 2018.

consideraron los 5 activos con tasas de interés más altas en 2018, considerando que es en ellas en las cuales se debe invertir los nuevos fondos recaudados.

✓ Los CIP tanto A como B, devengarán tasas de interés anual variables según la ley, es por ello que se han considerado lo siguiente: en el año 2019 el interés de los CIP's A y B es del 3.0%, en el 2020 3.5%, en el 2021 4.0% y a partir del año 2022 y hasta su vencimiento, devengarán una tasa de interés anual fija de 4.5%. Estos cambios en las tasas de los CIP fueron considerados en esta investigación, como se puede observar en la tabla 8.

✓ La tasa ponderada se obtiene de los contratos establecidos de las administradoras con cada institución manteniéndose constante en los 5 años; para el caso de los CIP A y B, se ha tomado lo estipulado según el decreto N° 789<sup>4</sup> por lo que aumenta un porcentaje cada año.

✓ En cuanto a la rentabilidad de la cartera por año, se obtiene de la suma producto de la tasa ponderada y el peso actual de cada instrumento

✓ Tomando en cuenta todas las variables anteriores y calculando la rentabilidad del portafolio en el año 2023 se puede observar que con los cambios propuestos se logran el aumento nominal de 1% en la rentabilidad, considerando un periodo de 5 años; demostrándose con esto que los problemas no solo son los límites, sino las malas distribuciones de los fondos en los activos apropiados.

---

<sup>4</sup> Decreto N° 789 del 28 de septiembre del 2017



Tabla 8: Cartera de inversión propuesta para los fondos de pensiones en El Salvador.

Año	2018				2019		
Incremento Activos + rentables					182,587,735.69		
Incrementos en el fondo de pensiones					912,938,678.46		
	<b>TOTAL (USD)</b>	<b>Tasa Ponderada</b>	<b>Límite Comisión</b>	<b>Peso Actual</b>	<b>Cartera de Inversión 2019* (USD)</b>	<b>Tasa Ponderada</b>	<b>Peso Actual</b>
Dirección General de Tesorería	1,770,621,617.00	6.96%	50%	18.06%	1,953,209,352.69	6.96%	18.23%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP A	3,991,035,520.00	2.87%	45%	40.72%	3,991,035,520.00	3.00%	37.25%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP B	1,763,212,125.00	2.87%	NO TIENE	17.99%	1,763,212,125.00	3.00%	16.46%
Fondo Social para la Vivienda	191,851,213.00	6.88%	30%	1.96%	374,438,948.69	6.88%	3.49%
Instituto Nacional de los Empleados Públicos	4,100,000.00	4.25%	5%	0.04%	4,100,000.00	4.25%	0.04%
Instituto Salvadoreño del Seguro Social	9,600,000.00	4.26%		0.10%	9,600,000.00	4.26%	0.09%
Banco Central de Reserva	25,579,031.00	6.03%	20%	0.26%	25,579,031.00	6.03%	0.24%
Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades	12,698,572.00	6.00%	10%	0.13%	12,698,572.00	6.00%	0.12%
En instrumentos de bancos en millones de USD	752,793,048.00	5.45%	30%	7.68%	752,793,048.00	5.45%	7.03%
En instrumentos de sociedades nacionales en millones de USD	47,074,338.00	6.24%	30%	0.48%	229,662,073.69	6.24%	2.14%
En instrumentos de organismos financieros de desarrollo en millones de USD	20,221,442.00	4.50%	5%/10%	0.21%	20,221,442.00	4.50%	0.19%
En valores extranjeros en millones de USD	421,629,731.00	6.63%	10%	4.30%	604,217,466.69	6.63%	5.64%
En fondos de titularización en millones de USD	583,469,218.00	6.36%	20%	5.95%	766,056,953.69	6.36%	7.15%
En Cuentas Corrientes en millones de USD	208,385,593.00	2.96%		2.13%	208,385,593.00	2.96%	1.94%
Total de la cartera	9,802,271,448.00			100.00 %	10,715,210,126.46		
Rentabilidad de portafolio				4.29%			4.56%

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero y AFP's

Año	2020			2021		
Incremento Activos + rentables	\$ 182,587,735.69			\$ 182,587,735.69		
Incrementos en el fondo de pensiones	\$ 912,938,678.46			\$ 912,938,678.46		
	<b>Cartera de Inversión 2020 (USD)</b>	<b>Tasa Ponderada</b>	<b>Peso Actual</b>	<b>Cartera de Inversión 2021 (USD)</b>	<b>Tasa Ponderada</b>	<b>Peso Actual</b>
Dirección General de Tesorería	2,135,797,088.38	6.96%	18.37%	2,318,384,824.08	6.96%	19.04%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP A	3,991,035,520.00	3.50%	34.32%	3,991,035,520.00	4.00%	32.78%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP B	1,763,212,125.00	3.50%	15.16%	1,763,212,125.00	4.00%	14.48%
Fondo Social para la Vivienda	557,026,684.38	6.88%	4.79%	739,614,420.08	6.88%	6.07%
Instituto Nacional de los Empleados Públicos	4,100,000.00	4.25%	0.04%	4,100,000.00	4.25%	0.03%
Instituto Salvadoreño del Seguro Social	9,600,000.00	4.26%	0.08%	9,600,000.00	4.26%	0.08%
Banco Central de Reserva	25,579,031.00	6.03%	0.22%	25,579,031.00	6.03%	0.21%
Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades	12,698,572.00	6.00%	0.11%	12,698,572.00	6.00%	0.10%
En instrumentos de bancos en millones de USD	752,793,048.00	5.45%	6.47%	752,793,048.00	5.45%	6.18%
En instrumentos de sociedades nacionales en millones de USD	412,249,809.38	6.24%	3.55%	412,249,809.38	6.24%	3.39%
En instrumentos de organismos financieros de desarrollo en millones de USD	20,221,442.00	4.50%	0.17%	20,221,442.00	4.50%	0.17%
En valores extranjeros en millones de USD	786,805,202.38	6.63%	6.77%	969,392,938.08	6.63%	7.96%
En fondos de titularización en millones de USD	948,644,689.38	6.36%	8.16%	948,644,689.38	6.36%	7.79%
En Cuentas Corrientes en millones de USD	208,385,593.00	2.96%	1.79%	208,385,593.00	2.96%	1.71%
Total de la cartera	11,628,148,804.92			12,175,912,012.00		
Rentabilidad de portafolio			4.97%			5.29%

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero y AFP's

Año	2022			2023		
Incremento Activos + rentables	\$ 182,587,735.69			\$ 182,587,735.69		
Incrementos en el fondo de pensiones	\$ 912,938,678.46			\$ 912,938,678.46		
	<b>Cartera de Inversión 2022 (USD)</b>	<b>Tasa Ponderada</b>	<b>Peso Actual</b>	<b>Cartera de Inversión 2023 (USD)</b>	<b>Tasa Ponderada</b>	<b>Peso Actual</b>
Dirección General de Tesorería	2,500,972,559.77	6.96%	19.11%	2,683,560,295.46	6.96%	19.17%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP A	3,991,035,520.00	4.50%	30.49%	3,991,035,520.00	4.50%	28.50%
Fideicomiso de Obligaciones Previsionales CIP B	1,763,212,125.00	4.50%	13.47%	1,763,212,125.00	4.50%	12.59%
Fondo Social para la Vivienda	922,202,155.77	6.88%	7.05%	1,104,789,891.46	6.88%	7.89%
Instituto Nacional de los Empleados Públicos	4,100,000.00	4.25%	0.03%	4,100,000.00	4.25%	0.03%
Instituto Salvadoreño del Seguro Social	9,600,000.00	4.26%	0.07%	9,600,000.00	4.26%	0.07%
Banco Central de Reserva	25,579,031.00	6.03%	0.20%	25,579,031.00	6.03%	0.18%
Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades	12,698,572.00	6.00%	0.10%	12,698,572.00	6.00%	0.09%
En instrumentos de bancos en millones de USD	752,793,048.00	5.45%	5.75%	752,793,048.00	5.45%	5.38%
En instrumentos de sociedades nacionales en millones de USD	594,837,545.08	6.24%	4.54%	777,425,280.77	6.24%	5.55%
En instrumentos de organismos financieros de desarrollo en millones de USD	20,221,442.00	4.50%	0.15%	20,221,442.00	4.50%	0.14%
En valores extranjeros en millones de USD	1,151,980,673.77	6.63%	8.80%	1,334,568,409.46	6.63%	9.53%
En fondos de titularización en millones de USD	1,131,232,425.08	6.36%	8.64%	1,313,820,160.77	6.36%	9.38%
En Cuentas Corrientes en millones de USD	208,385,593.00	2.96%	1.59%	208,385,593.00	2.96%	1.49%
Total de la cartera	13,088,850,690.46			14,001,789,368.92		
Rentabilidad de portafolio			5.60%			5.67%

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero y AFP's

- ✓ Con la información presentada en la tabla 8, se puede observar y comprobar que realizando los movimientos y aplicando las premisas dadas, se han alcanzado los resultados positivos que se esperaban, puesto que al final de la proyección en el año 2023, se obtiene una rentabilidad del portafolio del 5.67%, superior al que se había establecido como meta de 5.29%.
- ✓ Utilizando este método no se alteró el contenido de la cartera actual, ya que se mantienen los instrumentos de inversión y las tasas de rendimiento (exceptuando las de los CIP's), algo que al evaluarlo en la realidad pueden mejorar debido a los cambios en la oferta y demanda del mercado.
- ✓ El método empleado es fácil de comprender, ya que debido a la naturaleza de la cartera estudiada no se puede implementar métodos más complejos, puesto que se está trabajando con plazos y tasas ya establecidas por contrato, además de carecer de información valiosa y necesaria para la implementación de métodos más complejos.
- ✓ Después de analizar la información obtenida y de realizar las proyecciones utilizando el método simple de reestructuración de la cartera se puede mencionar que se da respuesta a la problemática planteada alcanzado el objetivo principal de la investigación ya que se puede obtener el incremento en la rentabilidad del portafolio del 1%, logrando así que el monto de retiro de los cotizantes se incremente.

## CONCLUSIONES.

En base a la información obtenida de las Administradoras de Fondos de Pensiones, de la Superintendencia del Sistema Financiero y otras instituciones que están involucradas directamente con los fondos de pensiones y tomando en consideración investigaciones previas realizadas en el mismo campo, por profesionales en administración financiera, se pueden dar las valoraciones siguientes:

- ✓ Existe una clara necesidad de que los límites de inversión plasmados en la Ley SAP en el artículo 91 deben ser modificados, mediante la disminución de los porcentajes en que las AFP's deben adquirir los CIP's; además analizando los porcentajes de los instrumentos ya sea de instituciones públicas o privadas que ofrecen tasas atractivas, podrían aumentar su participación y construir un portafolio más rentable.
- ✓ El portafolio presentado en este trabajo es un ejemplo de una de las posibles combinaciones que se pueden realizar al momento de evaluar en cuales activos financieros se debe invertir más, es importante aclarar que en este trabajo al hacer la revisión de los límites permitidos por la comisión, se puede notar que con los ajustes realizados en los pesos de las participaciones de las instituciones avaladas en el portafolio de inversión conservador, no se están sobrepasando los límites, pero cuando se disminuye el límite del CIP A, se verán cambios significativos en la rentabilidad de la cartera de inversión, en cuanto al CIP B como ya se había mencionado anteriormente la ley no establece ningún límite, por lo que es una recomendación a realizarse.
- ✓ Solo se han considerado movimientos en los porcentajes de participación de activos financieros en la cartera del fondo conservador, debido a que el portafolio de

inversión del fondo especial de retiro está conformado en un 97% en los CIP's y el restante 3% en la cuenta corriente, esto también está normado en la ley SAP, algo que debería de analizarse, puesto que debido a la composición del mismo la rentabilidad es más baja respecto al fondo conservador.

- ✓ Debido a la falta de información como el género y edad de los cotizantes activos por año y otra información más compleja como el monto anual que pasaría de una cartera a otra, por el cumplimiento de los requisitos para poder realizar el proceso de jubilación; se tomó como base para esta investigación los datos del fondo conservador contabilizados hasta diciembre de 2018, tomándose como parámetro para realizar el análisis financiero que dio las bases para probar la teoría de esta investigación, mostrando matemáticamente que un movimiento en los límites de inversión permitidos en la ley SAP, ayuda significativamente los rendimientos totales percibidos por los fondos, así como también la redistribución de las participaciones de los instrumentos financieros ya existentes.
- ✓ En la proyección presentada en esta investigación se han considerado las tasas de rendimientos de los activos financieros del 2018 como constantes; es decir, que no se ha considerado las variaciones del mercado, efecto de la oferta y la demanda, lo que puede aumentar la rentabilidad del portafolio debido a dichas variaciones con el paso del tiempo, esto aplica solo a aquellos instrumentos en donde la tasa no ha sido establecida como fija.
- ✓ El porcentaje total de participación de los CIP's en las carteras de inversión de los fondos es de más del 80% y que comparándolo con las tasas de rendimientos de otros fondos han sido históricamente la menor tasa de interés en la cartera, lo que

demuestra el financiamiento barato que se está obteniendo de los fondos de los trabajadores, sin recompensar de manera justa el riesgo soberano de dichos instrumentos, debido a la calificación de riesgo del país, según las principales calificadoras de riesgo internacional.

## RECOMENDACIONES

Tomando en cuenta los resultados y las conclusiones a las cuales se pudieron llegar en la presente investigación, se puede recomendar lo siguiente:

- ✓ Es de urgencia una reestructuración en el portafolio de inversión del fondo conservador, debido a que de esta forma podemos tener rentabilidades aceptables en los fondos de pensiones, por lo que se propone una disminución de nuevas inversiones en los próximos 5 años de los CIP A, donde el peso respecto al total se disminuyen. El estado Salvadoreño debe buscar financiación de las obligaciones previsionales del anterior sistema de otra manera que no represente un deterioro de la rentabilidad de los ahorros de los nuevos cotizantes del SAP.
- ✓ Es urgente establecer límites en el artículo 91 para la inversión en CIP B, ya que estos carecen de regulación, lo que deja la puerta abierta para que la mayor parte de los fondos se inviertan en dichos instrumentos.
- ✓ Los mejores activos que posee la cartera actual de inversión del fondo conservador para invertir son los del Fondo Social para la Vivienda, los instrumentos en Sociedades Nacionales y los títulos de la DGT, por lo que deben realizarse incrementos de manera escalonada puesto que son los componentes de la cartera con mayor rentabilidad al momento de evaluarla en el año 2018. Cabe mencionar que esto puede cambiar por efectos del mercado, debiendo ser lo correcto evaluar cada dos años los rendimientos de los activos que componen la cartera para tener información real de los comportamientos de dichos activos en el mercado.
- ✓ Debe considerarse con mayor agresividad nuevos instrumentos financieros en los cuales se pueda invertir los fondos de pensiones ya sea en el país como a nivel



internacional, siempre resguardando los niveles de riesgos y rentabilidad requeridos por dichos fondos.

- ✓ Los fondos de pensiones que se poseen en la cartera especial de retiro deben ser invertidos en otros instrumentos financieros, dejando de ser el 97% de los fondos en CIP's, es decir poner un techo de inversión ya que este es un vacío legal importante que deteriora la rentabilidad.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, Decreto N° 927, 20 de diciembre de 1996, publicado 23 de diciembre de 1996, Reformas: (10) D.L. N° 277, del 02 de mayo del 2007, publicado en el D.O. N° 82, Tomo 375, del 08 de mayo del 2007.
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Decreto 788, D.O. N° 180, Tomo 416, 28 de Septiembre de 2017.
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Decreto 789, D.O. N° 180, Tomo 416, 28 de Septiembre de 2017.
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Decreto 733, D.O. N° 137, Tomo 416, 24 de Julio de 2017.
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Decreto 98, D.O. N° 171 Tomo 372, 14 de Septiembre de 2006.
- Tesis sobre “Establecimiento de tasa de interés a emisiones de certificados de inversión previsional en base a teorías de riesgo y rendimiento”, febrero de 2018, presentado por Thelma Esmeralda Centeno Maldonado y Santiago Alexander Andrade.
- Extracto de política INV-EPOL002 versión 2.0 AFP CRECER S.A., Basado en la Política de Inversión del Fondo de Pensiones Conservador, aprobada según el punto 9 de sesión número 213 de Junta Directiva del 12 de diciembre del 2018

## SITIOS WEB

- BANDESAL, Banco de Desarrollo de El Salvador, <http://www.bandesal.gob.sv/>
- AFP CRECER S.A. <https://www.crecer.com.sv/asp/index.aspx>
- AFR CONFIA S.A. <https://www.confia.com.sv/confiaAppWEB/>
- Superintendencia del Sistema Financiero <https://ssf.gob.sv/estadisticas/>
- FUSADES, marzo de 2016 “Continúa el financiamiento barato para el gobierno en perjuicio de las pensiones futuras de los afiliados” N° 55, San Salvador.  
Recuperado 3 de marzo de 2017, <http://fusades.org/node/7112>

# **ANEXOS**

## ANEXO 1: INSTRUMENTO DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN



### UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

IDENTIFICAR POSIBLES REFORMAS AL ARTICULO 91 DE LA LEY SAP,  
QUE PERMITA MEJORAR LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE  
PENSIONES EN 1% EN UN MINIMO DE 5 AÑOS.

El presente cuestionario es de carácter confidencial para ser utilizado con fines académicos, que servirá como insumo en el desarrollo de la investigación enfocada en los rendimientos de los fondos de pensiones, por lo cual agradecemos su contribución.

#### **Objetivo de la entrevista:**

Obtener información de expertos en el funcionamiento del sistema de pensiones referente a la metodología apropiada para establecer un portafolio de inversiones de los fondos de pensiones, que incremente la rentabilidad de dichos fondos en un 1%, en un periodo mínimo de 5 años.

EMPRESA O INSTITUCIÓN \_\_\_\_\_

FUNCIÓN/PUESTO: \_\_\_\_\_

EXPERIENCIA EN PENSIONES: \_\_\_\_\_

- 1) ¿A su criterio percibe que el rendimiento del fondo de pensiones de El Salvador puede mejorarse, que opciones se tienen?

- 2) ¿Considera que la tasa de interés fijada para el pago de los Certificados de Inversión Previsional establecida en la ley del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales, está acorde a las condiciones de mercado?
- 3) ¿Consideran que la rentabilidad que actualmente genera el portafolio de inversiones es aceptable?
- 4) ¿Considera que hay alguna limitación en la ley que impide el crecimiento de los rendimientos de los fondos de pensiones en El Salvador? Si existiese la limitante cual es y cómo se podría mejorar.
- 5) ¿Considera que la reforma al artículo 91 de la Ley SAP de cambiar los límites permitidos en las inversiones los activos financieros, ayude a mejorar la rentabilidad de los fondos de pensiones?

## **ANEXO 2: GLOSARIO Y CONCEPTUALIZACIÓN DE LOS TÉRMINOS**

Para efectos de comprensión en la presente investigación, se entenderá que los fondos de pensiones son una parte integrante de los intermediarios financieros, siendo parte de las instituciones de ahorro contractuales, teniendo como finalidad proveer los ingresos para el retiro bajo modalidad de mensualidades, los cuales son recibidos por los empleados ya jubilados y que están protegidos por el plan de pensiones.

Los fondos se adquieren a través de las contribuciones de los patrones y de los empleados, que son retenidas en los pagos de salarios que reciben los empleados privados y públicos que aportan al fondo.

Este fondo es administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones, las cuales devengan una comisión por la administración del fondo y cuyo objetivo, es la búsqueda del mejor rendimiento en las inversiones en títulos negociados en la bolsa de valores, con el fin de incrementar el valor del fondo, agregando las ganancias obtenidas y que es distribuida proporcionalmente a cada afiliado según su monto ahorrado.

En la presente investigación se encontrarán términos, que se definen así:

**INPEP:** Instituto Nacional de Previsión de los Empleados Públicos.

**ISSS:** Instituto Salvadoreño del Seguro Social.

**AFP:** Administradora del fondo de pensiones y que en El Salvador existen dos: AFP CONFIA, S.A. y CRECER, S.A.

**ASAFONDOS:** Asociación Salvadoreña de Administradoras de Fondos de Pensiones.

**Cotización del trabajador:** Es la parte aportada por el trabajador que es de 7.25% sobre su

salario mensual, el cual se destina totalmente a la cuenta de ahorro individual para pensiones.

**Cotización de empleador:** Se refiere a la parte aportada por el empleador que es de 7.75% del salario pagado al trabajador,

**Afiliado:** se refiere a todo aquel trabajador inscrito en una AFP y que puede estar cotizando en forma activa o no dependiendo de su condición de empleado.

**Cotizante:** se refiere a todo aquel trabajador inscrito a una AFP y que al final del mes anterior realizo cotización a su cuenta individual de ahorro, ósea se encuentra activo.

**Rentabilidad nominal:** es considerada a aquel rendimiento asociado a una tasa de interés nominal que brindo el fondo de pensiones en un mes.

**Rentabilidad promedio anual:** se refiere al promedio de rendimientos mensuales que tuvo el fondo en los últimos 12 meses.

**Inversión del fondo en cartera:** se refiere al total del fondo más los intereses generados que están invertidos en distintos instrumentos de deuda pública, bancos y financieras, entidades de desarrollo, valores nacionales y valores extranjeros.