



**FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES, ECONÓMICAS Y FINANCIERAS  
SECCIÓN DE POSGRADO**

**EFFECTOS DE LA RENTABILIDAD EN LOS FONDOS DE  
INVERSIÓN DE LAS AFP EN EL PERÚ EN TIEMPOS DE  
CRISIS FINANCIERA Y SU INCIDENCIA EN LOS FONDOS DE  
PENSIONES DE LOS AFILIADOS**

**PRESENTADA POR  
MILOVAN BYRNE MRSICH**

**TESIS PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE MAESTRO EN  
CONTABILIDAD Y FINANZAS CON MENCIÓN EN  
DIRECCIÓN FINANCIERA**

**LIMA – PERÚ**

**2014**



**Reconocimiento - No comercial - Sin obra derivada  
CC BY-NC-ND**

El autor sólo permite que se pueda descargar esta obra y compartirla con otras personas, siempre que se reconozca su autoría, pero no se puede cambiar de ninguna manera ni se puede utilizar comercialmente.

<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>



**FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES, ECONÓMICAS Y FINANCIERAS  
SECCIÓN DE POSTGRADO**

**“EFECTOS DE LA RENTABILIDAD EN LOS FONDOS DE  
INVERSIÓN DE LAS AFP EN EL PERÚ EN TIEMPOS DE CRISIS  
FINANCIERA Y SU INCIDENCIA EN LOS FONDOS DE  
PENSIONES DE LOS AFILIADOS”**

**TESIS**

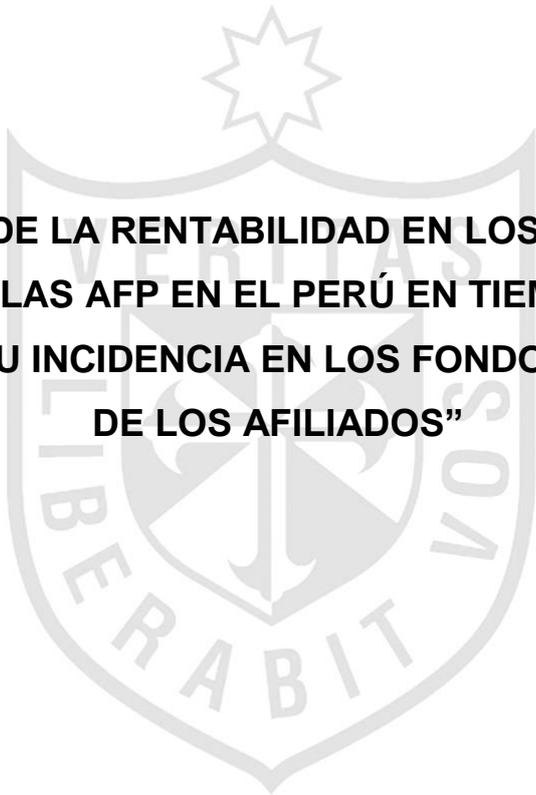
**PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE MAESTRO EN CONTABILIDAD Y  
FINANZAS CON MENCIÓN EN DIRECCIÓN FINANCIERA**

**PRESENTADO POR**

**MILOVAN BYRNE MRSICH**

**LIMA, PERÚ**

**2014**



**“EFECTOS DE LA RENTABILIDAD EN LOS FONDOS DE  
INVERSIÓN DE LAS AFP EN EL PERÚ EN TIEMPOS DE CRISIS  
FINANCIERA Y SU INCIDENCIA EN LOS FONDOS DE PENSIONES  
DE LOS AFILIADOS”**

## **ASESORES Y MIEMBROS DEL JURADO**

### **ASESORES:**

Asesor Temático: Dr. Luis Lizárraga Pérez

Asesor metodológico: Dr. Maximiliano Carnero Andia

### **PRESIDENTE DEL JURADO:**

DR. JUAN AMADEO ALVA GOMEZ

### **SECRETARIO DEL JURADO:**

Dr. AUGUSTO HIPOLITO BLANCO FALCÓN

### **MIEMBROS DEL JURADO**

Dr. LUIS ALBERTO LIZÁRRAGA PÉREZ

Dr. VIRGILIO WILFREDO RODAS SERRANO

Dra. MARÍA TERESA BARRUETO TÉREZ



### **DEDICATORIA**

A mi esposa Gisella  
y a mi hijo Milovan,  
motor y motivo de mi vida.

## AGRADECIMIENTOS

A mi Señor, que me dio la fuerza y oportunidad de poder tener tantas alegrías.

A mi Madre Zorca, por su empeño en que alcance mis metas.

A mi Amigo y Padre Espiritual Pedro, por sus incansables oraciones y su apoyo incondicional.

A mi asesor el Dr. Luis Lizárraga Pérez, por sus consejos y por apostar en este proyecto.

A mis familiares, que estuvieron siempre acompañándome en estos retos.

## ÍNDICE

PORTADA	I
TÍTULO	II
ASESOR Y MIEMBROS DEL JURADO	III
DEDICATORIA	IV
AGRADECIMIENTOS	V
INDICE	VI
RESUMEN	XI
ABSTRACT	XII
INTRODUCCIÓN	xiii
<b>CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA</b>	
1.1. Descripción de la realidad problemática	1
1.2. Formulación del problema	9
1.2.1. Problema general	9
1.2.2. Problemas específicos	9
1.3. Objetivos del estudio	10
1.3.1. Objetivo general	10
1.3.2. Objetivos específicos	10
1.4. Justificación de la investigación	11
1.4.1. Justificación	11
1.4.2. Importancia	12
1.5. Limitaciones del estudio	12
1.6. Viabilidad del estudio	13

## **CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO**

2.1. Antecedentes de la investigación	14
2.2. Bases teóricas	15
2.2.1. Rentabilidad de los fondos de inversión de AFP	15
2.2.2. Fondo de pensiones de los afiliados	52
2.3. Definiciones conceptuales	80
2.4. Formulación de hipótesis	86
2.4.1. Hipótesis general	86
2.4.2. Hipótesis específicas	86

## **CAPÍTULO III: METODOLOGÍA**

3.1. Diseño metodológico	87
3.1.1. Tipo de investigación	87
3.1.2. Nivel de investigación	87
3.1.3. Método	88
3.1.4. Diseño	88
3.2. Población y muestra	89
3.2.1. Población	89
3.2.2. Muestra	89
3.3. Operacionalización de variables	91
3.3.1. Variable independiente	91
3.3.2. Variable dependiente	91
3.4. Técnicas e instrumentos de acopio de información	92
3.4.1. Técnicas	92
3.4.2. Instrumentos	92
3.5. Aspectos éticos	92

## **CAPÍTULO IV: RESULTADOS**

4.1. Presentación	94
4.2. Análisis de las variables	96
4.2.1. Rentabilidad en los fondos de inversión de las AFP	96
4.2.2. Fondo de pensiones de los afiliados	96
4.3. Interpretación de resultados obtenidos en la prueba de campo	96
4.3.1. Resultado de la entrevista	96
4.3.2.- Resultado de la encuesta	101
4.3.3. Contrastación de hipótesis	126

## **CAPÍTULO V: DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

5.1. Discusión	138
5.2. Conclusiones	139
5.3. Recomendaciones	140

## **FUENTES DE INFORMACIÓN**

Referencias bibliográficas	147
Referencias electrónicas	151

## **ANEXOS**

Anexo N° 01	Matriz de consistencia
Anexo N° 02	Cuestionario de encuesta

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

### RELACIÓN DE CUADROS

Cuadro N° 1:	Crisis financiera en los últimos 40 años
Cuadro N° 2:	Rentabilidad histórica fondo tipo 2 (1998-1999)
Cuadro N° 3:	Rentabilidad histórica fondo tipo 2 (2000-2001)
Cuadro N° 4:	Evolución del IGBVL y el DOW JONES (1999-2008)
Cuadro N° 5:	Evolución del tipo de cambio (2007-2008)
Cuadro N° 6:	Evolución del índice general de la BVL (1999-2008)
Cuadro N° 7:	Rentabilidad real fondo tipo 1 (2008-2009)
Cuadro N° 8:	Rentabilidad real fondo tipo 2 (2008-2009)
Cuadro N° 9:	Rentabilidad real fondo tipo 3 (2008-2009)
Cuadro N° 10:	Rentabilidad bruta del SPP en AL (1999-2008)
Cuadro N° 11:	Evolución del valor fondo de AFP (2000-2008)
Cuadro N° 12:	Valor del fondo de las AFP (2007-2008)
Cuadro N° 13:	Recaudación Anual del SPP en el Perú (1993-2008)
Cuadro N° 14:	Cartera por instrumento financiero (2007-2008)
Cuadro N° 15:	Evolución de la cartera administrada (1993-2008)
Cuadro N° 16:	Total carteras administradas por moneda (2005-2008)
Cuadro N° 17:	Comisiones por porcentaje del salario en AL (1999-2008)
Cuadro N° 18:	Renta vitalicia VS retiro programado
Cuadro N° 19:	Requisitos y beneficios de la pensión de jubilación
Cuadro N° 20:	Requisitos y beneficios de la pensión de invalidez
Cuadro N° 21:	Requisitos y beneficios de la pensión de sobrevivencia
Cuadro N° 22:	Procedimiento de la jubilación a través de CIA seguros.

- Cuadro N° 23: Productos Provisionales Actuales
- Cuadro N° 24: Ranking de primas de seguros de vida (2008)
- Cuadro N° 25: Evolución de la cartera administrada (1993- 2009)
- Cuadro N° 26: Número de cotizantes (2005- 2009)
- Cuadro N° 27: Determinantes demográficos y estructurales del SPP
- Cuadro N° 28: Informalidad laboral en Lima Metropolitana (1990-2007)
- Cuadro N° 29: Indicadores sobre PEA, PET y PEA ocupada (2004-2008)
- Cuadro N° 30: Distribución de la PEA por sexo (2004- 2008)
- Cuadro N° 31: Determinantes del tamaño de los fondos privados (2008)



## RESUMEN

La presente tesis tiene como objetivo que los lectores tengan conocimiento de los efectos de la rentabilidad en los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados. Para efectos de la investigación se utilizaron los métodos de análisis, síntesis y estadístico, utilizando como técnicas de investigación la entrevista y la encuesta, y como instrumentos la guía de entrevista y el cuestionario.

Como resultado de la investigación se llegó a conocer que las diversas crisis financieras que se presentan en el sector económico afectan considerablemente los fondos de pensiones, puesto que, como se ha demostrado en el Perú a lo largo de la creación del sistema privado de pensiones, se han tenido pérdidas en los fondos de pensiones como consecuencia de no tener un marco regulatorio adecuado para las inversiones de las AFP, no tener una adecuada regulación de la rentabilidad mínima, y no hacer una difusión del sistema privado de pensiones que conlleve a una cultura financiera de la población para tener elementos de juicio al momento de decidir por las modalidades de inversión de los multifondos de las AFP.

Finalmente, es necesario que exista una adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP a fin de garantizar rentabilidades que ayuden al incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.

## **ABSTRACT**

This thesis has as objective that the readers know about the effects of the profitability in the investment fund of the AFP in Peru, in times of financial crisis and its impact in the pension fund of the members. In order to the research they were used the analytical, synthesis and statistical method, using as techniques of research, the interview and the survey and as instruments the interview guide and the questionnaire.

As a result of the research we had known that the different financial crisis that are showed in the economic sector affect considerably the pension fund, because as it has been showed in Peru during the creation of the private pension system, they have been lost in the pension fund as a consequence that they don't have an appropriate regulatory framework for the investment of the AFP, they don't have an appropriate regulatory of the minimum profitability and they don't make the promotion of the private pension system which entails to a financial culture of the population to get judgment criteria at the moment of deciding for the types of investment of the multi-fund from the AFP.

Finally, it's necessary that it will exist an appropriate regulation of the minimum profitability of the investment fund of the AFP in order to to ensure profitability which will help to the increase of the quality of the life of the member at the moment of the retirement.

## INTRODUCCION

Durante el periodo de 2007 y 2008, hemos visto una de las crisis financieras más complejas de los últimos tiempos y como dicen algunos especialistas, comparable con la crisis de 1929. Esto ha traído como consecuencia que el Sistema Privado de Pensiones Peruano (AFP) tenga efectos negativos en sus indicadores de rendimiento, efectos que han originado pérdidas en las cuentas individuales de capitalización de los afiliados y que en muchos casos no podrán recuperarse.

Las AFP vienen siendo afectadas por la crisis financiera internacional de forma indirecta, vía la menor rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), debido al exceso de concentración de inversiones en instrumentos financieros en nuestro mercado de valores local. Pues es evidente que nuestra BVL depende del impacto de otras Bolsas de Valores como la de Wall Street quien con el proceso de la crisis del Subprime en EEUU ha generado un impacto con características de un efecto domino.

La crisis financiera internacional es una clara muestra de la ausencia de buenas prácticas corporativas y esa carencia se debe en parte a la falta de responsabilidad social tan necesarios para asegurar la sostenibilidad de los negocios y la imagen corporativa que se muestra a los clientes. Ya lo decía

Benedicto XVI, en su encíclica *Caritas in Veritate* (El Amor en la Verdad), la economía tiene la necesidad de la ética para su correcto funcionamiento; no una ética cualquiera, sino una ética amiga de la persona.

La presente tesis trata de analizar el problema generado en los Sistemas Privados de Pensiones en el Perú como consecuencia de la Crisis Financiera Internacional, haciendo un análisis comparativo entre las diversas crisis financieras existentes durante el periodo de funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones y revisando los diversos problemas de rentabilidad mínima, cobertura pensionaria y comisiones del SPP en relación al rendimiento de los fondos de pensiones de los afiliados.

En el capítulo I se empieza describiendo la realidad problemática que envuelve la creación del sistema privado de pensiones y su desarrollo en el tiempo, así como sus efectos durante las diversas crisis financieras que han afectado la economía mundial. Asimismo, se determinan las limitaciones del estudio, se formula el problema general y los problemas específicos, se plantea el objetivo general y los objetivos específicos, y se determina la justificación, la importancia y viabilidad del estudio.

En el capítulo II, se indican los antecedentes de la investigación, señalando las bases teóricas relacionadas con el tema de los sistemas de pensiones privadas en el Perú. También se dan algunas definiciones conceptuales y lo más importante se expone la formulación de la hipótesis principal y de las hipótesis secundarias.

En el capítulo III, se describe el diseño metodológico utilizado en el desarrollo de la tesis, se señala e identifica las variables dependientes e independientes con

respecto a rentabilidad de fondos de inversión y fondos de pensiones, se señala la población y se encuentra la muestra con la que se trabajó a través de la técnicas e instrumentos de acopio de información. Asimismo, se señalan aspectos éticos de la investigación.

El capítulo IV se basa en los resultados de la investigación utilizando la técnica de la encuesta a los promotores de las AFP, que conduce a la demostración de la hipótesis general de la investigación “Efectos de la Rentabilidad de los Fondos de Inversión de las AFPs en el Perú y su Incidencia en los Fondos de Pensiones de los Afiliados”, a través del análisis de las variables, el resultado de las encuestas y de la contrastación de la hipótesis. Para la contrastación de hipótesis se ha usado la prueba del Ji cuadrado, considerando que es una prueba no paramétrica, toda vez que tiene variables cualitativas o atributivas, tales como las que se adjuntan en la encuesta del trabajo de campo, que se encuentra en la presente investigación.

En el capítulo V se describe la discusión como parte de los resultados, terminando la investigación con lo relacionado a las conclusiones, que fueron obtenidas como parte del proceso de la contrastación de las hipótesis, finalizando con las recomendaciones donde se establecieron aportes que se consideran viables para el estudio.

Finalmente, las fuentes empleadas son de diversas literaturas, estudios, folletos e información de fuentes electrónicas que nos han permitido utilizarlas como referencias bibliográficas a fin de enriquecer nuestra investigación.

## **CAPITULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

### **1.1 Descripción de la realidad problemática**

En la década de los 90 el gobierno de turno, al heredar serios problemas fiscales empezó una gran reforma estructural propia de una economía de mercado, dejando de participar en la administración de las empresas estatales, las cuales generaron pérdidas astronómicas tan iguales como la deuda externa y del sistema estatal de pensiones.

De acuerdo al Ministerio de Economía y Finanzas - MEF, en su informe trimestral (2004) dice que en una coyuntura de inminente quiebra de los sistemas de pensiones administrados por el Estado, el 6 de diciembre de 1992, el gobierno promulgó el Decreto Ley N° 25897 que crea el Sistema Privado de Pensiones (SPP), tomando como modelo el Sistema Pensionario de Chile (1981), como alternativa a los regimenes previsionales de pensiones administrados por el Estado.

El SPP, a diferencia del Sistema Público de Pensiones, es un régimen de capitalización individual, donde los aportes que realiza el trabajador se depositan en su cuenta personal, denominada Cuenta Individual de Capitalización (CIC), la misma que se incrementa mes a mes con los nuevos aportes y la rentabilidad generada por las inversiones del fondo acumulado.

Las AFP son las encargadas de administrar los Fondos de Pensiones de los afiliados. En este escenario el mercado de las AFP desarrollan tres variables de competencia: el servicio, el costo de la administración y la rentabilidad otorgada por el fondo; de forma que la administradora con mayor eficiencia en el manejo de estas tres variables será la más competitiva de la industria.

Pero en un contexto donde la informalidad en el empleo, las restricciones para el acceso al mercado laboral y los bajos costos en las remuneraciones, han hecho que los trabajadores en el corto plazo perciban al SPP como un costo. Sin embargo, los trabajadores estarán dispuestos a afiliarse y contribuir con sus aportaciones si perciben al SPP como rentable en el largo plazo, sabiendo que este le otorgará la seguridad en la vejez.

Para esto las AFP invierten los Fondos de la mejor forma posible, buscando mayor rentabilidad bajo niveles máximos de seguridad. La ley permite a las AFP invertir el dinero del Fondo de Pensiones en diferentes instrumentos financieros, tal como son: los depósitos a plazo, bonos del gobierno peruano y acciones en la Bolsa de Valores

de Lima (BVL) y sólo hasta el 20% de los fondos lo pueden invertir en el mercado exterior.

La BVL es un mercado de capitales que reúne a los vendedores de acciones (las empresas) y los compradores o demandantes de activos financieros. Las AFP canalizan los altísimos niveles de ahorro de todos los afiliados al sistema hacia la inversión en activos, supuestamente rentables. El fondo agregado de todas las AFP en el Perú (marzo 2009) supera hoy en día los 52,000 millones de nuevos soles. Con esto podemos evidenciar que existe una gran concentración en el mercado de valores local.

Pero es evidente que nuestra BVL depende del impacto de otras Bolsas de Valores como la de Wall Street quien con el proceso de la Crisis Financiera de EEUU ha generado un impacto con características de un efecto dominó, puesto que, al contraerse la economía ha creado una crisis de liquidez en el sistema financiero mundial que ha contagiado a las bolsas de valores latinoamericanas como la México, Sao Paulo y Buenos Aires.

Es cierto también que durante los dos años precedentes (2006 y 2007) los rendimientos fueron espectaculares: el fondo tres rentó alrededor de 98% en promedio en el 2006 y alrededor de 30% en el 2007. Eso es explicable: en el 2006 la Bolsa de Valores de Lima estuvo entre las tres más rentables del mundo y entre las 10 más rentables al año siguiente.

Las AFP vienen siendo afectadas por la crisis financiera internacional de forma indirecta, vía la menor rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), ya que las AFP solo tienen invertidos en el exterior el 13.7% (marzo 2009) de sus fondos. Las crisis anteriores, como la Crisis Asiática y Rusa (1998 – 1999), la crisis de la Burbuja Tecnológica Punto.Com (2000 – 2001) fueron de menor importancia, pero tuvo sus efectos negativos en la rentabilidad anualizada de las AFP.

Según cifras de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), al cierre de diciembre (cuarto trimestre del año 2008) la rentabilidad real anual del Fondo 1 (el más conservador) de las AFP tuvo una rentabilidad de -10.23%, mientras que el Fondo 2 (mixto) registró rentabilidad de -25.74% (allí tienen invertidos sus fondos el 80% de los afiliados). En tanto, el Fondo 3 (agresivo) presentó una caída de -41.71%. Entonces, ¿Hay un rendimiento mínimo que asegure nuestras pensiones en tiempo de crisis financiera? Es hora que los reguladores tomen un rol más activo para garantizar la eficiencia del manejo de los fondos de pensiones.

Si bien es cierto que el TUO de la Ley del Sistema Privado de Pensiones, plantea en uno de sus artículos una rentabilidad mínima para la cartera de las AFP, este no se cumple, puesto que, en tiempos de crisis financiera como la que vivimos no existe una fórmula o número que asegure para el afiliado una jubilación decorosa y que represente con fidelidad el fruto de nuestra vida

laboral. Debemos ver la experiencia de otros países como Chile donde existe un rendimiento mínimo que entra en funcionamiento mediante un reglamento y que señala penalizaciones en caso de que las AFP no cumplan con los límites indicados por el regulador.

Actualmente en nuestro país, la RM (Rentabilidad Mínima) se basa en el promedio de los últimos 36 meses de la rentabilidad de todas las AFP. Entonces, la AFP de menor rentabilidad debe cubrir la diferencia. Pero si la rentabilidad de todas las AFP es negativa el afiliado seguirá perdiendo. En otros países se aplica una rentabilidad mínima fija y en algunos casos se toma como referencia la inflación. Así se garantiza la rentabilidad del afiliado.

Por eso, la rentabilidad es el tema más promocionado y discutido por los sectores interesados en el funcionamiento de los sistemas privados de pensiones, incluso podría definirse que es el factor determinante para la elección de una AFP. Sin embargo, la medición de la eficiencia del SPP debe tomar en cuenta no sólo la rentabilidad sino también el problema de las altas comisiones que dichas AFP cobran por sus servicios.

Nuestro Sistema Privado de Pensiones además de presentar problemas en sus herramientas de inversión, también presenta las comisiones más altas en comparación con sus países vecinos. En promedio cobra una comisión sobre sueldo de 1.87% mientras que Chile tiene 1.74% y Colombia 1.58% (2008). Existe cierta resistencia por bajar las tasas, a pesar de los malos resultados en la

administración de los portafolios de las pensiones, que cada día tienen efectos negativos y que no hay una respuesta por parte de las AFP.

Es necesario poner en marcha una serie de reformas dirigidas a abrir el mercado a la competencia y a reducir estas rentas. Al respecto se ha examinado la conveniencia de establecer un tope a las comisiones que las AFP cobran a sus afiliados, y a establecer un régimen de rentabilidad mínima garantizada para los distintos tipos de fondos, beneficios que sólo contribuyen para establecer relaciones entre los afiliados y los administradores de sus fondos, a fin de que los resultados de la rentabilidad sean más equitativos. En este sentido, es muy importante comparar la rentabilidad obtenida por los trabajadores afiliados al Sistema Privado de Pensiones con los beneficios obtenidos por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en los últimos años.

La creación del SPP ciertamente ha contribuido a estabilizar la economía y a facilitar el desarrollo del mercado de capitales, pero al mismo tiempo establece un vínculo directo entre aportes y beneficios futuros, pues solo la aportación constante garantizara una pensión futura de acuerdo a nuestras expectativas. En esa medida se crea las desigualdades y se ha dejado de lado el principio de solidaridad, un elemento importante para la financiación de los beneficios y para la redistribución de los ingresos.

El problema de fondo es una concepción en la cual el empleo formal se constituye como la única vía de acceso a una pensión, lo cual expresa en la exclusión de millones de trabajadores independientes y desempleados, a quienes se les niega el derecho a condiciones de vida dignas durante la vejez. Por eso, la seguridad social debe entenderse como una solución óptima de división de riesgos entre los individuos; por ejemplo, entre jóvenes y ancianos, sanos e inválidos.

Con esta concepción uno de los problemas actuales que tiene la seguridad social y que también afecta al SPP es la cobertura previsional que se tiene, es decir, cuánta gente va a estar incorporada a los sistemas de pensiones, siendo la principal limitación entonces, la ausencia de mecanismos solidarios que faciliten la redistribución de los recursos en beneficio de las personas más pobres que alcanzan la edad de jubilación.

Lamentablemente el Perú no ha sido capaz de responder a este desafío, pues los sistemas de pensiones han estado limitados a los trabajadores formales, dejando de lado a los trabajadores independientes, informales o desempleados.

Al igual que en caso del SNP, la informalidad en el empleo, las restricciones para el acceso del mercado laboral, la dispersión de la riqueza y los incentivos que debería darse a los trabajadores independientes, son factores determinantes para una falta de cobertura. Así pues podemos apreciar que de aproximadamente

más de 4'000,000 de afiliados al SPP, solo aportan 1' 763, 709, de acuerdo a los datos del segundo trimestre 2009 otorgados por la SBS.

Si bien, la crisis financiera global ya ha tenido efectos importantes sobre nuestros fondos de pensiones, es necesaria una adecuada regularización de la rentabilidad mínima de nuestro sistema a fin de fomentar la competitividad en provecho de los afiliados que vienen sufriendo mes a mes una pérdida de sus fondos de pensiones. No se han perdido los aportes del afiliado pero si la crisis perdura y la evolución de la bolsa de valores sigue manteniendo una evolución negativa, entonces puede que los aportes de los pensionistas se deterioren como en el caso argentino en donde el gobierno expropió los fondos.

Finalmente, la creación del sistema de privado de pensiones en la década de los 90 se anunció como un paso decisivo en la solución de los problemas de cobertura pensionaria y mejores pensiones de jubilación, sin embargo, su expansión se ha detenido como resultado de la crisis financiera global, la cual ha puesto en evidencia algunas de sus principales limitaciones. Es necesario reformular algunos de los principales planteamientos que no se tomaron en cuenta al momento de la creación de este nuevo sistema de pensiones, reformas que nos ayudarán finalmente a contribuir a que cada futuro accésitario, afiliado y pensionista tengan expectativas y garantía de una vida mejor.

## 1.2 Formulación del problema

### 1.2.1 Problema general:

¿Cuál es el efecto de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados?

### 1.2.2 Problemas específicos:

- a) ¿En qué medida la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, inciden en el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación?
- b) ¿En qué medida un adecuado análisis del riesgo y retorno de las inversiones de AFP, inciden en los fondos de pensiones de los afiliados?
- c) ¿De qué manera la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, ayudarían a la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera?
- d) ¿En qué medida la evolución de los índices bursátiles de la BVL, inciden en las carteras de inversiones de las AFP?

- e) ¿En qué medida las inversiones hechas por las AFP en instrumentos de renta seguros, influyen en la capitalización de los ahorros de las CIC?
  
- f) ¿De qué manera las experiencias de regulación de AFP de otros países, influyen en la administración de los fondos de pensiones?

### **1.3 Objetivos de la investigación**

#### **1.3.1 Objetivo general**

Analizar cuál es el efecto de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.

#### **1.3.2 Objetivos específicos**

- a) Evaluar como contribuye la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP en el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.
  
- b) Demostrar como el análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, influyen positivamente en los fondos de pensiones de los afiliados.

- c) Demostrar de que manera la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de la AFP, ayudaría a la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.
- d) Analizar si la evolución de los índices bursátiles de la BVL inciden positivamente en las carteras de inversiones de las AFP.
- e) Evaluar en que medida las inversiones hechas por las AFP en instrumentos de renta seguros, influyen en la capitalización de los ahorros de las CIC.
- f) Demostrar como las experiencias de regulación de AFP de otros países influyen positivamente en la administración de los fondos de pensiones.

#### **1.4 Justificación de la investigación**

##### **1.4.1 Justificación**

La razón por la decidí investigar el tema son estrictamente profesionales. Puesto que, al analizar los efectos de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados, se ha podido comprobar que las AFP no son ajenas a las crisis financieras internacionales y que estas afectan la rentabilidad de los fondos de pensiones de los afiliados, por esto, es necesario analizar las crisis financieras y sus consecuencias en los fondos de

pensiones, además de revisar la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones que actualmente esta vigente.

#### **1.4.2 Importancia**

Esta tesis servirá para conocer cómo en tiempos de crisis financiera internacional, la rentabilidad de los fondos de inversiones de las AFP en el Perú tienen incidencias negativas en los fondos de pensiones de los afiliados y que teniendo una adecuada regulación de la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones, garantiza no sólo un rendimiento adecuado de los fondos de nuestra cuenta individual de capitalización; sino que también mide la eficiencia gerencial de los actores de las inversiones en las AFP, puesto que, en tiempos de crisis financiera hay que utilizar las mejores alternativas de portafolios de inversión para garantizar y obtener la competitividad en provecho de los afiliados al sistema privado de pensiones y que, si esto no se cumpliera, entonces las AFP deberán aportar hasta con su capital propio o con el encaje, la diferencia de la rentabilidad mínima de las inversiones que se esperan.

#### **1.5 Limitaciones del estudio**

El estudio de la tesis referido a los efectos de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados, no ha tenido mayores limitaciones en cuanto al acceso de la información, incluso global.

## 1.6 Viabilidad del estudio

Para efectos de concretar la presente tesis, contamos con los medios materiales, tecnológicos, económicos y disponibilidad de tiempo; por lo tanto consideramos que nuestra investigación es viable.





## **CAPITULO II: MARCO TEORICO**

### **2.1 Antecedentes de la investigación:**

En la consulta realizada a nivel de la Facultad de Ciencias Contables y Financieras y sección de Postgrado de la Universidad San Martín de Porres - USMP, se ha establecido que en relación al tema que se ha investigado, no existen estudios que hayan tratado sobre esta problemática, por lo cual considero que el trabajo en referencia, reúne las condiciones metodológicas y temáticas necesarias para ser considerado como una investigación “Inédita”.

## **2.2 Bases teóricas**

### **2.2.1 Rentabilidad de los fondos de inversión de AFP**

El pilar fundamental del Sistema Privado de Pensiones (en adelante SPP) es el principio de Cuenta individual de Capitalización (en adelante CIC) del ahorro previsional de los cotizantes. Para ello, cada afiliado cotiza en forma mensual un porcentaje de su remuneración asegurable a su CIC. De esta forma, el patrimonio del fondo de pensiones está configurado por la sumatoria de todas las CIC de los cotizantes que aportan a lo largo de su vida laboral activa.

Las CIC están conformadas por dos libretas de registro, según el origen de los aportes: la Libreta de Capitalización AFP, donde se registran los movimientos y saldos de los aportes obligatorios y también de los aportes con fin previsional; y por la Libreta Complementaria de Capitalización AFP en la cual se anotan los movimientos y saldos de los aportes sin fin previsional. <sup>1</sup>

Los trabajadores pueden beneficiarse de la creación de planes de ahorro individual para las pensiones; no sólo porque ello mejora la calidad de la protección social que reciben, sino por el impacto positivo de una reforma de este tipo como una alternativa a los regímenes previsionales de pensiones administrados por el Estado.

---

**1 SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP.**  
[www.sbs.gob.pe/PortalSBS/spp/Temas\\_interes/aportes.htm](http://www.sbs.gob.pe/PortalSBS/spp/Temas_interes/aportes.htm)

Una vez acreditado el aporte en las cuentas del afiliado, las Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante AFP) en contraprestación de una comisión por administración (costo previsional que involucra la comisión variable pagada a la AFP), se encargan de invertirlos en los diferentes instrumentos de inversión autorizados por la entidad oficial de supervisión (Superintendencia de Banca y Seguros) y de acuerdo a ciertos límites preestablecidos por una institución calificada y autorizada para este fin (Banco Central de Reserva).

De esta manera, luego de un período razonable de cotizaciones y una vez concluida la etapa laboral del trabajador (65 años en Perú); o antes si se cumplen con los requisitos de la jubilación anticipada, la pensión de jubilación será financiada exclusivamente con el producto de los aportes del trabajador más la rentabilidad generada por las inversiones del Fondo de Pensiones, salvo el caso de la complementariedad del Bono de Reconocimiento otorgado por el gobierno (para los afiliados que se trasladen del Sistema Nacional de Pensiones al SPP).

Los fondos de pensiones administrados por el SPP tienen una naturaleza portátil, ya que los afiliados que emigren del país tienen la posibilidad de transferir el saldo de su CIC a un fondo previsional del extranjero, de la misma forma que un afiliado extranjero que se establezca de manera permanente en el Perú, también podrá transferir su fondo a una AFP local.

Asimismo, la industria de fondos de pensiones se desenvuelve en un mercado de libre competencia entendida como la libertad de convergencia entre los oferentes (AFP) y los demandantes de servicios pensionarios (afiliados).

En este contexto, el mercado de AFP desarrolla tres variables de competencia: el servicio, el costo de la administración y la rentabilidad otorgada por el fondo; de forma que la administradora con mayor eficiencia en el manejo de estas tres variables será la AFP más competitiva de la industria. Podemos percibir un SPP como un juego entre cuatro agentes: por un lado las AFP's y sus propietarios, los consorcios bancarios, y, por otro lado, el estado regulador, las empresas y los afiliados.

En el corto plazo, tanto las empresas como los afiliados perciben al SPP básicamente como un costo. Sin embargo, los trabajadores estarán dispuestos a cooperar con las AFPs y el estado regulador y afiliarse al SPP y exigir a sus empleadores que aporten al SPP las contribuciones que les son descontadas siempre y cuando perciban al SPP como rentable en el largo plazo. Si no hay esta percepción, dicha cooperación no estaría garantizada.

La rentabilidad es el tema más promocionado y discutido por los sectores interesados en el funcionamiento de los sistemas privados de pensiones. Incluso podemos definir que es el factor determinante para la elección de una AFP.

Sin embargo, esa opinión puede resultar paradójica, pues ninguna AFP esta capacitada para garantizar una rentabilidad proyectada, ni mucho menos ofrecer determinadas tasas futuras para un determinado período, pues sus resultados están influidos por el comportamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales.<sup>2</sup>

Esta observación permite aseverar que las tasas de rentabilidad que publican las AFP, no se ajustan al concepto de mercado competitivo al no existir ofertas de un producto conocido garantizado. Pues hemos observado que la crisis financiera (2008) ha traído como consecuencia que todo pronóstico que se había hecho sobre las inversiones, hayan colapsado por decir así, puesto que, nuestra pequeña bolsa de valores ha sufrido efectos negativos en sus índices bursátiles.

Los mecanismos de la economía de mercado han obligado a las AFP a buscar fórmulas comerciales para atraer a futuros potenciales afiliados. Una de las estrategias de mayor recurrencia es la construcción de cuadros estadísticos de tasas de rentabilidad histórica para periodos que cada AFP considera le es más favorable para promocionarse. Es oportuno recordar que las tasas de rentabilidad pasadas no garantizan tasas de rentabilidad futura.<sup>3</sup>

-----  
**2 RODRÍGUEZ, EDUARDO Y MIRANDA, EDUARDO. Examen Crítico de los Sistemas de AFP. 2003. pp. 71**

**3 RODRÍGUEZ, EDUARDO Y MIRANDA EDUARDO. Ob. Cit. Pp.71**

El análisis de la rentabilidad es de particular importancia a fin de evaluar la eficiencia del SPP y evaluar su contribución al desarrollo del país, especialmente al mercado de capitales por los flujos diarios de inversiones que se manejan en la Bolsa de Valores de Lima (en adelante BVL). La BVL es un mercado de capitales que reúne a los vendedores de acciones (las empresas) y los compradores o demandantes de activos financieros. Las funciones de la negociación bursátil en la BVL son variadas pero destaca la emisión de acciones comunes de las empresas y con ello permite acceder a una fuente aceptable de financiamiento.<sup>4</sup>

Entonces podemos definir que las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) se han convertido en los mayores inversionistas en el mercado de capitales peruano y han logrado participaciones importantes en el accionariado de las principales empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. El desarrollo del mercado de capitales en el Perú ha sido una de las consecuencias del cambio estructural experimentado por la economía peruana durante los últimos 16 años.

En nuestro caso particular una gran demanda de instrumentos financieros es requerida por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Las AFP canalizan los altísimos niveles de ahorro de todos los empleados afiliados al sistema, hacia la inversión en activos, supuestamente rentables.

---

**4 CENTRUM. Crisis, Análisis y Perspectivas de la Crisis Económica Mundial desde el Perú. 2009. Pág. 136-137.**

El fondo agregado de todas las AFP en Perú superaba los 52,000 millones de nuevos soles (marzo 2009). Por eso mismo que un impacto sobre la Bolsa de Valores de Lima puede tener repercusiones muy grandes dentro de los portafolios de inversión de las AFP.

A medida que la crisis financiera internacional se profundiza, sus impactos negativos sobre las economías emergentes empiezan a sentirse de manera más clara. En el caso del Perú, los datos muestran que la actividad económica se está desacelerando en el cuarto trimestre del 2008 y que las cuentas externas se vienen deteriorando rápidamente. Esto es, porque a los mercados de destino de nuestras exportaciones, especialmente Estados Unidos socio comercial del Perú, se encuentra en una falta de liquidez por la crisis.

La crisis financiera, por llamarla así, de setiembre de 2008 ha sido una de las peores en los últimos cincuenta años y no se gestó de la noche a la mañana, tomó un buen tiempo para que ocurriera. Analizar las causas de una crisis es importante para evitar que vuelva a ocurrir y para que sirva de lección desde muchos puntos de vista, para aprender de ella, aunque en muchos casos sean lecciones dramáticas. <sup>5</sup>

En general, existen dos grupos de factores que pueden determinar una crisis financiera y bancaria:

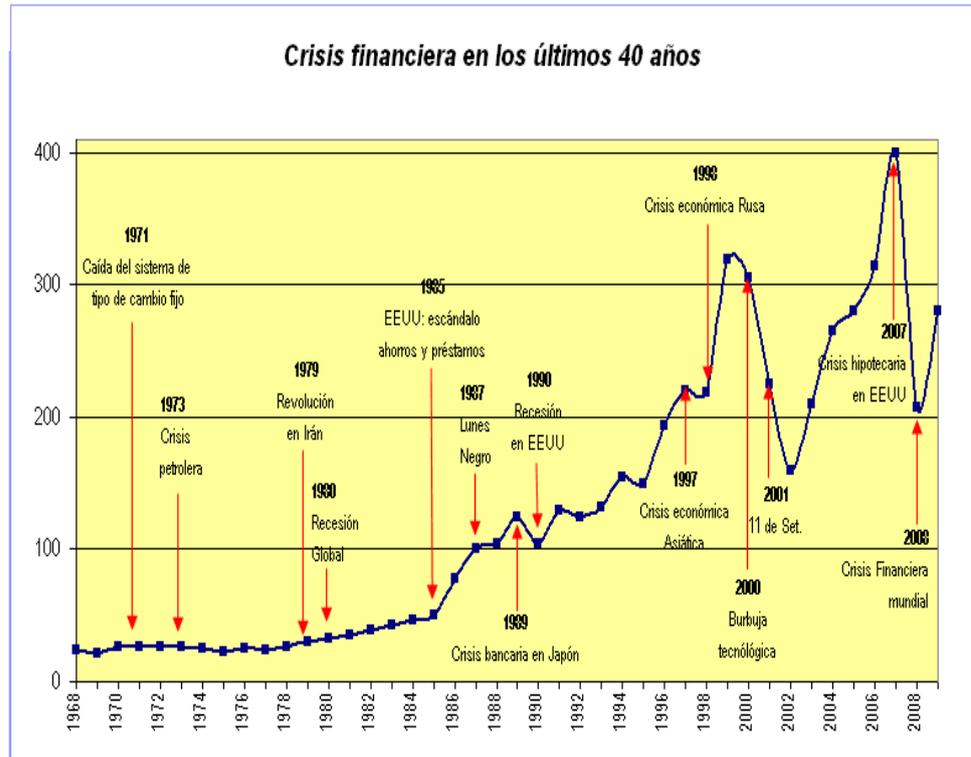
- La volatilidad del entorno macroeconómico, originado en factores externos (no controlables) e internos.
- Los problemas microeconómicos inherentes a todo sistema financiero, situaciones que se derivan de la información asimétrica y de la ausencia de un sistema de supervisión. <sup>6</sup>

En el Perú y en el mundo, no somos ajenos a las llamadas “Crisis Financiera”, pues éstas se dan cada cierto periodo de años y traen como consecuencia que el sistema financiero no pueda operar de una manera eficiente, lo que lleva a una contracción de la actividad económica. Asimismo, las crisis financieras se identifican con crisis bancarias, pese a que los bancos son sólo una parte del sistema bancario. Lo que ocurre es que en los países con un desarrollo del sistema financiero, los bancos son parte importante y explican casi la totalidad del mismo.

En el cuadro que describiremos a continuación, podemos observar las Crisis Financiera en los últimos 40 años y que han creado problemas económicos así como sociales por causa de la recesión y el desempleo.

---

**6 PARODI TRECE, Carlos. Globalización y Crisis Financieras Internacionales. 2006. pp. 101.**



Fuente: Diario El Comercio. Sección Economía. 10/09/2009

La contracción que tiene la economía en ciertas crisis financieras hace que los mercados de capitales tengan efectos negativos por consecuencia de los fenómenos de contagio. El contagio ha sido definido por Eichengreen y Rose (1999) y Kaminsky y Reinhart (1999) como una situación en la que una crisis en cualquier país aumenta la probabilidad de una crisis en los demás.

La actual crisis económica del año 2008 es la primera crisis de magnitud que enfrenta el Sistema Privado de Pensiones tras alcanzar cierta importancia dentro de la economía peruana<sup>7</sup>.

7 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Crisis Internacional: Impactos y respuestas de política económica en el Perú. 2009. pp. 291.

Las crisis anteriores, como la Crisis Asiática y Rusa (1998 – 1999), la crisis de la Burbuja Tecnológica Punto.Com (2000 – 2001) fueron de menor importancia, pero tuvo sus efectos negativos en la rentabilidad anualizada de las AFP.

Estas crisis debilitaron las bolsas de valores no solo del Perú sino también de América Latina, elemento fundamental de una economía de mercado, tanto desde el punto de vista de las empresas como de sus inversores que necesitan de un mercado adecuado para equilibrar la rentabilidad, el riesgo y la liquidez.

La crisis asiática estalló en 1997 con la devaluación de la moneda tailandesa baht, dejando atónitos no solo a los inversionistas y acreedores de la región, sino también a académicos y economistas de las principales organizaciones internacionales, puesto que las políticas desarrolladas por estos países eran tomadas en cuenta como ejemplo de lo que se debería hacer.<sup>8</sup>

El impacto de la crisis asiática se dio en América Latina puesto que, los inversionistas habían perdido liquidez ante la caída de las bolsas asiáticas y vendieron sus acciones en las bolsas de América Latina para neutralizar sus pérdidas.

---

**8 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Ob. Cit. Pp. 157**

En consecuencia, los índices bursátiles disminuyeron en América Latina y el acceso al crédito internacional se hizo más caro, dado el aumento en el riesgo país; por ello también se afectaron los sistemas bancarios y en general los agentes económicos que buscaban financiamiento en los mercados internacionales de capitales.<sup>9</sup>

La crisis rusa de agosto de 1998 afectó a América Latina a través del canal financiero, pues las relaciones comerciales entre ambos no eran significativas. Cuando Rusia anuncia la moratoria de su deuda, el temor de que el resto de países seguirían por el mismo camino se extiende por todo el mundo emergente.

Las caídas en los índices bursátiles acumuladas entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998 fueron de -33,5% Brasil, -37,4% en Argentina, -25% en Chile, -22,5% en Colombia, -45,0% en Venezuela y -25,5% en el Perú (según el BCRP)<sup>10</sup>.

Estas crisis afectaron en la rentabilidad de los fondos de pensiones de las AFP, como podemos apreciar en el cuadro, la rentabilidad del fondo tipo 2 (único fondo vigente a esa fecha), tuvo efectos negativos en su rentabilidad entre los meses de junio de 1998 a enero de 1999.

---

**9 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Ob. Cit. Pp. 314**

**10 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Ob. Cit. Pp. 31**

**RENTABILIDAD REAL HISTÓRICA DEL FONDO DE PENSIONES TIPO 2 POR AFP**  
(En Porcentaje)

Fecha	Horizonte	Integra	Profuturo	Unión Vida	SISTEMA
Jun-98	-2.6	-2.1	-2.9	-2.4	-2.56
Jul-98	-0.7	-0.5	-1.4	-0.9	-0.87
Ago-98	-3.9	-4.2	-5.0	-4.4	-4.38
Sep-98	-6.3	-7.4	-7.5	-7.2	-7.14
Oct-98	-6.8	-7.9	-7.8	-7.4	-7.63
Nov-98	-3.2	-3.9	-5.2	-3.6	-4.07
Dic-98	-3.8	-4.4	-6.3	-4.3	-4.77
Ene-99	-1.5	-1.7	-4.0	-1.8	-2.38

Fuente: SBS

La llamada Burbuja Punto.com, fue una crisis que entre el año 1997 y mediados del año 2001 el precio de las acciones de empresas de la denominada Nueva Economía subieron por las nubes. Se trataba de las empresas que se basaban en nuevas tecnologías como Internet. <sup>11</sup>

Un ejemplo en España de los casos paradigmáticos fue el de Terra, filial de Telefónica, que cuando salió a bolsa sus acciones pasaron de valer unos pocos euros a más de 150 euros. El caso de Terra es sintomático, porque se trata de una empresa que nunca ganó dinero y que nunca tuvo perspectivas de beneficios a corto plazo. En poco tiempo el precio de Terra cayó hasta los 5 euros por acción. Esto pone de manifiesto que el comportamiento de los inversores a menudo es irracional, puesto que sólo está el deseo de ganar riquezas a corto plazo. <sup>12</sup>

-----  
<sup>11</sup> AMAT I SALAS, Oriol. Euforia y Pánico: Aprendiendo de las burbujas y otras crisis, del crack de los tulipanes a las subprime. 2008. pp. 22.

<sup>12</sup> AMAT I SALAS, Oriol. Ob. Cit. pp. 23.

Como consecuencia de la crisis Punto.com, la bolsa en Estados Unidos había experimentado grandes caídas por la marcha negativa de la economía, lo que nuevamente origino que por contagio las bolsas de valores de América Latina tengan efectos negativos en sus índices bursátiles, lo que afecto a los indicadores de rentabilidad de los fondos de pensiones.

**RENTABILIDAD REAL HISTÓRICA DEL FONDO DE PENSIONES TIPO 2 POR AFP  
(En Porcentaje)**

Oct-00	-4.0	-3.3	-4.7	-3.9	-3.87
Nov-00	-6.1	-5.5	-6.6	-5.7	-5.88
Dic-00	-6.8	-6.5	-7.4	-6.6	-6.74
Ene-01	-5.6	-5.7	-6.5	-6.0	-5.90
Feb-01	-3.5	-4.3	-4.5	-4.6	-4.23
Mar-01	-2.6	-3.5	-3.5	-4.0	-3.42
Abr-01	-0.8	-1.0	-1.1	-1.6	-1.14

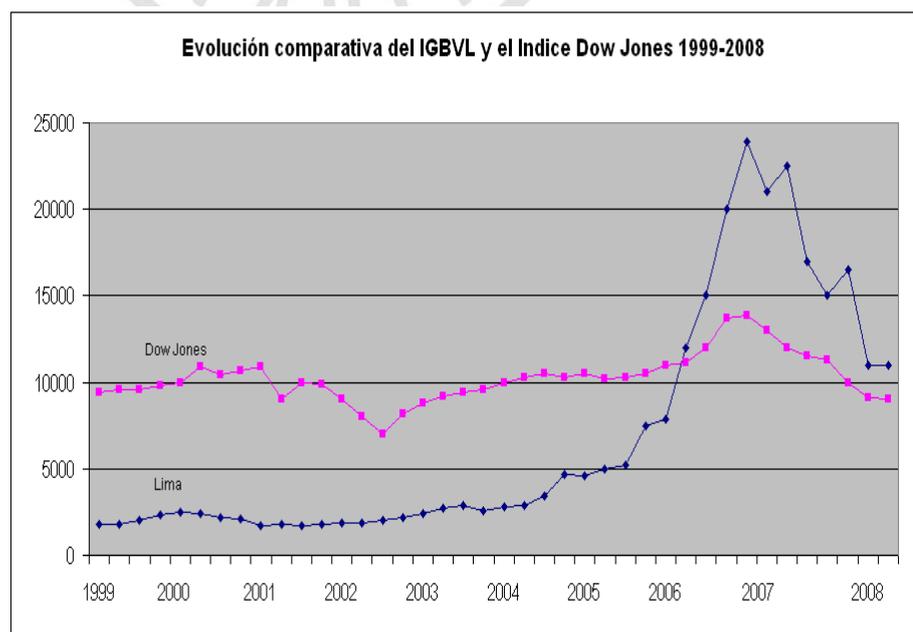
Fuente: SBS

La crisis económica mundial de 2008 – 2009 es la peor recesión global de los últimos sesenta años y además viene acompañada de una crisis financiera solo comparable a la 1930. Para una economía como la peruana, exportadora de materias primas que opera en un marco de libre movilidad internacional de los capitales, esta crisis mundial tiene dos consecuencias conocidas: se caen los precios de las materias primas y salen los capitales del país. La novedad está en la enorme magnitud que tienen hoy día estos efectos.<sup>13</sup>

-----  
13 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Crisis Internacional: Impactos y respuestas de política económica en el Perú. 2009. pp. 59.

Las crisis no tienen una sola causa, más bien, son la sumatoria de muchas y eso es lo que ayuda a buscar las oportunidades que se podrían capitalizar como resultado de las mismas, y no dejar que estas tengan solo los efectos nocivos e inevitables usuales, sino que se puedan usar para lograr beneficios futuros. Las dimensiones de la crisis son diversas y en la crisis reciente presenta muchas dimensiones espectaculares que han afectado nuestra economía de una y otra manera.

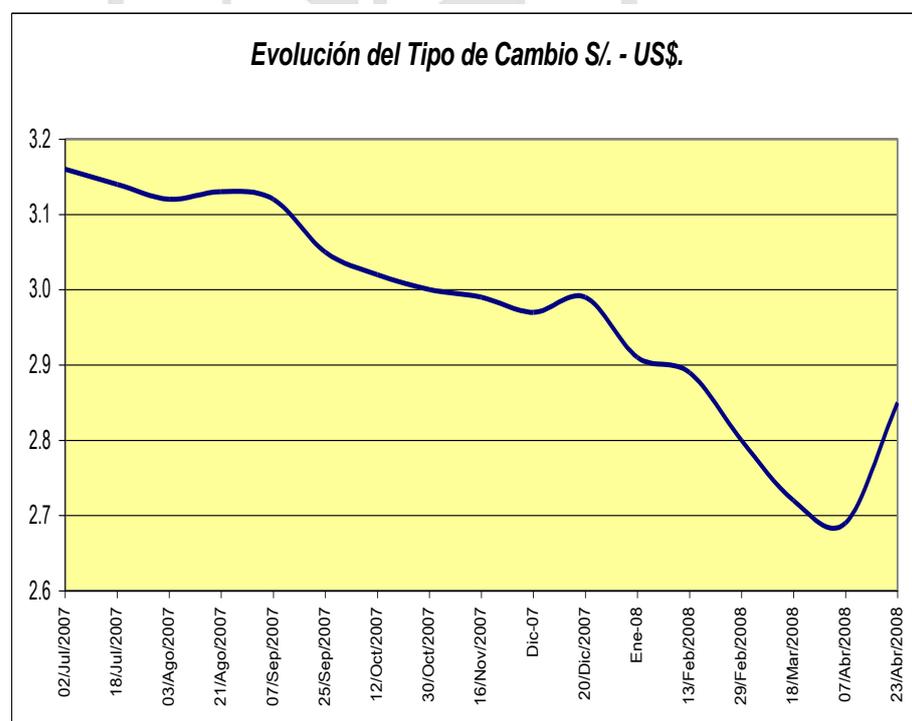
El mercado bursátil también se vio afectado por esta crisis. Debido a las pérdidas que las empresas estaban registrando, el valor de sus acciones se redujo considerablemente. Dado el visible problema que enfrentaban las empresas inmobiliarias y financieras, incluso inversionistas de otros sectores empezaron a vender sus acciones. Esto produjo una caída general en el índice bursátil de Estados Unidos.



Fuente: BCRP, Yahoo Finance

Otra de los efectos de la crisis financiera fue la devaluación del dólar en relación a las monedas de otros países. Como consecuencia de la crisis en la que se encontraba Estados Unidos, los inversionistas dejaron de invertir en ese país y además retiraron parte de su capital. La primera de estas acciones trajo como consecuencia una disminución de la demanda de dólares lo que influenció en la devaluación de la divisa americana.

Este efecto fue notorio en el Perú. A partir de agosto de 2007, momento en el cual la crisis en Estados Unidos se agudizó, el sol comenzó a apreciarse con respecto al dólar de forma constante, pasando de 3,16 a 2,69 soles por dólar (07 abril 2008).



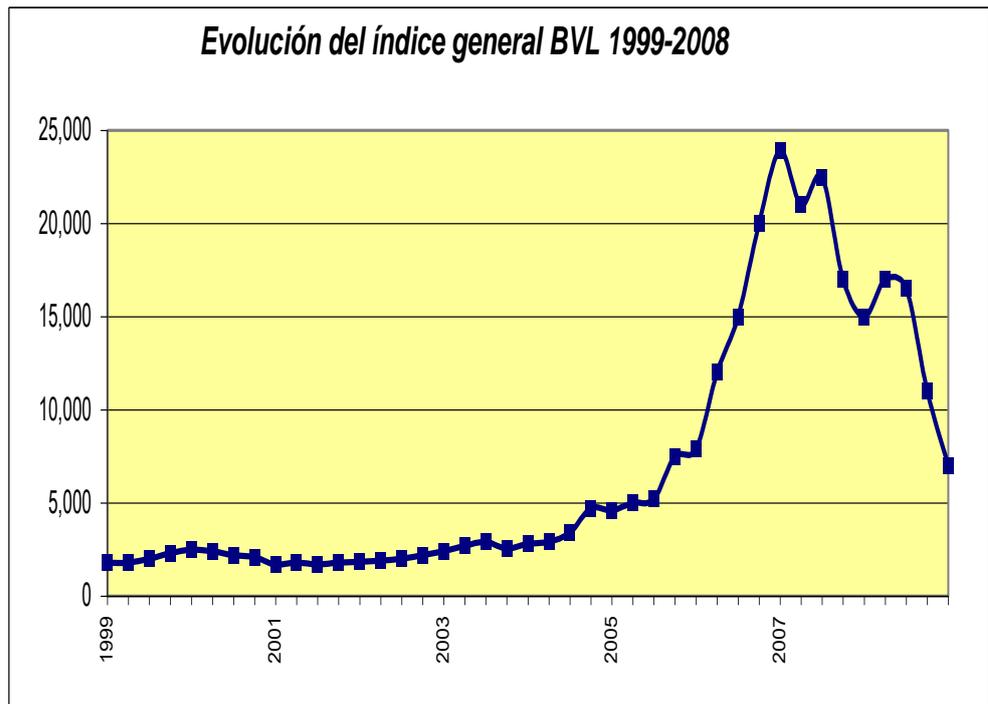
**Fuente: BCRP, Revista Contadores & Empresas Mayo 2008.**

Esta reducción en el tipo de cambio tuvo un efecto negativo en las empresas exportadoras del Perú. Al tener sus costos en soles y recibir el pago en dólar cada vez más devaluado, sus márgenes se vieron afectados y eso hizo que muchas de estas empresas quebraran.

¿Pero qué tenía que ver la crisis financiera en el Perú?. El ser Estados Unidos un aliado estratégico comercial para el Perú, lo primero que reacciona negativamente ante una caída del Dow Jones es nuestra bolsa de valores, sumado a una devaluación cambiaria.

Nosotros también sentimos los efectos de la crisis de Estados Unidos en nuestro país, los efectos se dan en los portafolios de inversión y en el mercado de valores que refleja valores negativos, y que se trasladaron a las pérdidas de los distintos fondos de pensiones, inclusive de aquellos fondos que aparentemente no tenían riesgo y que ha originado que muchos afiliados próximos a jubilarse no puedan recuperar sus fondos y posiblemente tenga una reducción en la proyección de su futura pensión.

Por ejemplo según datos de la Bolsa de Valores de Lima muestra que el índice general ha caído de un máximo de cerca de 24,000 puntos (que se alcanzó en julio de 2007) a un mínimo cercano a los 7,000 puntos, o sea, un dramático decrecimiento del 71%.<sup>14</sup>



**Fuente: Bolsa de Valores de Lima**

Esta pobre evolución bursátil se traslada a los fondos privados de pensiones, de allí que en diciembre de 2008 los fondos de las AFP mostraron un rendimiento real de - 10.2% para el fondo 1 (conservador), -26.74% para el fondo 2 (moderado) y -41.7% para el fondo 3 (agresivo). Siguiendo esta tendencia negativa hasta julio y agosto de 2009. Entonces, allí surgen varias preguntas: ¿No hay un adecuado manejo de portafolios de inversión en las AFP? ¿Hay rendimientos mínimos que aseguren nuestras pensiones en tiempos de crisis financiera?. Es hora que los reguladores tomen un rol más activo para garantizar la eficiencia del manejo de los fondos de pensiones.

## RENTABILIDAD REAL 12 MESES - FONDO 1

*Acumulado 12 meses  
( En Porcentaje)*

Fecha	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo	SISTEMA
Abr-08	-1.2	-0.3	-1.4	-1.2	-1.0
May-08	-2.2	-2.7	-2.9	-2.4	-2.6
Jun-08	-2.0	-3.3	-3.0	-2.7	-2.8
Jul-08	-5.0	-6.5	-6.5	-6.1	-6.1
Ago-08	-4.5	-6.5	-6.0	-5.4	-5.7
Sep-08	-5.5	-8.3	-7.5	-7.3	-7.2
Oct-08	-11.2	-14.7	-14.1	-14.7	-13.7
Nov-08	-10.3	-12.9	-12.9	-14.3	-12.5
Dic-08	-7.7	-10.6	-11.0	-12.2	-10.2
Ene-09	-4.8	-8.1	-8.0	-9.2	-7.4
Feb-09	-4.1	-7.8	-7.6	-8.9	-7.0
Mar-09	-3.0	-7.8	-7.4	-8.2	-6.6
Abr-09	0.2	-4.8	-5.1	-6.3	-3.9
May-09	0.9	-4.2	-4.4	-5.7	-3.2
Jun-09	2.9	-2.5	-2.1	-3.7	-1.2
Jul-09	2.9	-2.5	-2.1	-3.7	-1.2

Fuente: SBS

A pesar que el Fondo 1 de características de inversión conservador y recomendado para personas próximas a jubilarse, se vio en la controversia que ha raíz de la crisis financiera global ha tenido rentabilidad negativa al incluir acciones y otros instrumentos de renta variable dentro de su composición, por lo que, la SBS estaría sugiriendo la conformación de un fondo 4 constituido exclusivamente por instrumentos de renta fija.

Es indispensable establecer estándares más exigentes sobre la información que las AFP deben difundir entre los afiliados, puesto que, la rentabilidad negativa originada por la crisis financiera al fondo 1 ha comprometido el proceso de jubilación de muchos afiliados que están próximos a exigir su beneficio social.

**RENTABILIDAD REAL HISTÓRICA DEL FONDO DE PENSIONES TIPO 2 POR AFP**  
**Acumulado 12 meses**  
**( En Porcentaje)**

Fecha	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo	SISTEMA
Abr-08	-0.2	0.2	-0.5	-1.5	-0.34
May-08	-4.2	-3.6	-4.2	-5.2	-4.18
Jun-08	-4.7	-4.4	-4.8	-5.3	-4.72
Jul-08	-13.7	-13.3	-14.3	-14.1	-13.80
Ago-08	-14.2	-13.7	-14.1	-14.4	-14.07
Sep-08	-16.7	-17.0	-16.5	-16.6	-16.70
Oct-08	-32.0	-31.1	-31.4	-31.4	-31.47
Nov-08	-31.8	-30.2	-29.9	-29.9	-30.47
Dic-08	-28.3	-26.4	-26.0	-26.3	-26.74
Ene-09	-23.9	-21.9	-21.3	-21.8	-22.24
Feb-09	-25.0	-22.2	-22.1	-22.4	-22.90
Mar-09	-25.1	-22.1	-22.2	-22.3	-22.94
Abr-09	-19.9	-16.7	-17.7	-17.1	-17.8
May-09	-17.0	-14.3	-15.6	-15.0	-15.4
Jun-09	-13.4	-10.9	-12.0	-12.1	-12.0
Jul-09	-6.1	-4.2	-3.7	-4.8	-4.6

Fuente: SBS

Como podemos apreciar en el cuadro de la rentabilidad real histórica del fondo de pensiones tipo 2 por AFP, que si bien la burbuja bursátil tuvo como consecuencia una rentabilidad fuertemente del tipo 2 de los multifondos del SPP, esta fue cada vez en aumento desde abril del 2008 hasta tener índices negativos – 31.47 en el mes de octubre del 2008 como un promedio del sistema de pensiones.

Hay que considerar que la mayoría de los afiliados a un sistema de pensiones están dentro de este tipo de fondo, y que se introdujeron en los sistemas de pensiones privados como un plan de ahorro, permitiendo de esa manera una rentabilidad a largo plazo, pero que no entienden como con factores no estables de la economía mundial se han podido perder una gran masa de sus fondos.

### RENTABILIDAD REAL 12 MESES - FONDO 3

*Acumulado 12 meses  
( En Porcentaje)*

	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo	SISTEMA
Abr-08	0.1	1.8	0.7	1.1	1.0
May-08	-5.9	-4.4	-6.2	-5.7	-5.5
Jun-08	-6.1	-5.0	-7.4	-6.1	-6.2
Jul-08	-19.7	-18.9	-21.1	-19.5	-19.8
Ago-08	-20.4	-19.9	-20.7	-19.8	-20.2
Sep-08	-22.6	-23.8	-23.2	-22.3	-23.1
Oct-08	-41.8	-44.0	-44.2	-42.7	-43.4
Nov-08	-40.9	-44.7	-44.2	-42.5	-43.4
Dic-08	-38.6	-43.5	-42.3	-41.2	-41.7
Ene-09	-32.8	-38.7	-37.3	-36.5	-36.7
Feb-09	-34.5	-39.4	-38.7	-37.9	-37.9
Mar-09	-35.2	-39.9	-39.6	-38.8	-38.7
Abr-09	-28.6	-33.7	-34.5	-32.8	-32.8
May-09	-24.8	-29.8	-31.2	-29.2	-29.1
Jun-09	-19.5	-25.0	-25.5	-24.7	-24.0
Jul-09	-10.1	-16.6	-16.2	-15.9	-15.0
Ago-09	1.2	-6.2	-5.7	-5.1	-4.3

Fuente: SBS

Podemos definir que la rentabilidad real anual alcanzó valores positivos en todos los años de su creación salvo en tres (1998, 2000 y 2008). Al respecto es preciso destacar que si comparamos la rentabilidad bruta del SPP peruano con la de otros países de América Latina durante el periodo 1999 – 2006, encontramos que la rentabilidad real histórica del sistema peruano se ha mantenido por encima de la registrada en los demás países, especialmente durante el trienio 2005 – 2007. <sup>15</sup>

-----  
15 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Crisis Internacional: Impactos y respuestas de política económica en el Perú. 2009. pp. 132.

**RENTABILIDAD BRUTA REAL DEL SPP EN SEIS PAISES DE AMERICA LATINA  
1999-2008**

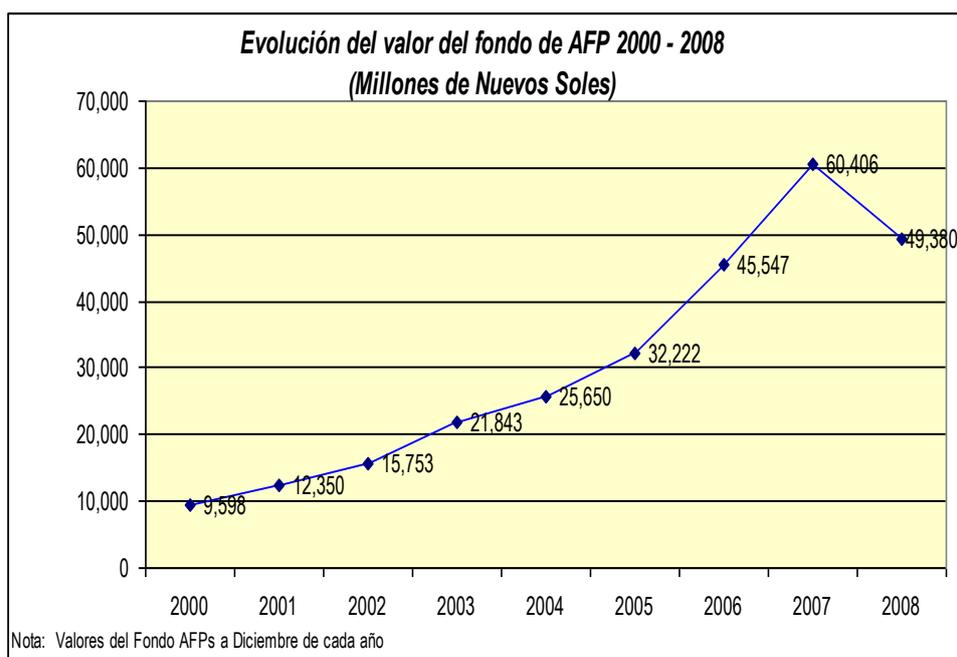
País (año de creación)						
	Argentina	Bolivia	Chile	México	Perú	Uruguay
Año	1994	1997	1981	1997	1993	1996
1998					-4.8	
1999	18.1	12.8	16.3	13.1	18.7	10.9
2000	3.9	10.9	4.4	7.2	-6.7	7.1
2001	-10.4	14.7	6.7	6.1	11.1	5.5
2002	31	15.5	3	4.7	11.2	40.6
2003	11.1	7.9	10.5	6.2	21.2	27.6
2004	4.3	5.7	8.9	4.5	5.6	6.6
2005	4.6	3.5	4.6	8	18.4	4.6
2006	14	2.8	15.8	8.7	26.8	9.5
2007	2.2	-2.9	5	2.5	20.2	0.5
2008		-1.9	-18.9	-6.5	-26.7	-21.5

**Nota:** La rentabilidad corresponde al Fondo tipo C o 2, según sea el caso. Datos a Diciembre de cada año.

**Fuente:** Boletín Estadístico AIOS, SBS.

Sin embargo, como podemos apreciar el impacto de la caída de la Bolsa de Valores de Lima en 71% de reducción del valor afecta los fondos de jubilación que financian las pensiones de los adultos mayores en Perú. Así pues, podemos apreciar en la siguiente figura que nos presenta la evolución de la valoración de las AFP en la economía peruana en el período 2000-2008.<sup>16</sup>

-----  
16 CENTRUM. Crisis, Análisis y Perspectivas de la Crisis Económica Mundial desde el Perú. 2009. Pág. 139.



Fuente: SBS

Se nota que ha habido un crecimiento continuo del fondo de pensiones de AFP desde 2005 hasta el 2007. La tasa promedio de crecimiento se estima en 28% anual entre 2005 y 2007. Sin embargo, el fondo AFP cae 18% entre diciembre 2007 y diciembre 2008.

**Valor del fondo de las AFP 2007-2008 (millones de nuevos soles)**

AFP	Dic-07	Dic-08
Horizonte	13,693	11,452
Integra	19,310	15,909
Prima	18,993	15,121
Profuturo	8,410	6,898
<b>Total (Mill. S/.)</b>	<b>60,406</b>	<b>49,380</b>
<b>Equivalencia en (Mill. \$)</b>	<b>20,155</b>	<b>15,761</b>

Fuente: SBS

Las crisis anteriores que debilitaron el sistema de pensiones peruano (1998 -1999, 2000 – 2001) no solo fueron de menor importancia, sino que, además, los fondos administrados por el SPP representaban solamente alrededor del 3% y 5% del Producto Bruto Interno, mientras que al momento de desatarse la nueva crisis (2007) tal porcentaje representaba el 18% del PBI. <sup>17</sup>

**EL VALOR DEL FONDO Y LA RECAUDACION ANUAL DEL SPP EN EL PERU  
1993 - 2008**

<b>Año</b>	<b>Valor del Fondo SPP (Millones Nuevos Soles)</b>	<b>Fondo SPP como % del PBI</b>	<b>Fondo SPP como % Ahorro Interno</b>	<b>Recaudación Anual SPP (Millones N. Soles)</b>	<b>Recaudación Anual como % PBI</b>
1993	62	0.1	0.7	57	0.1
1994	567	0.6	3.2	455	0.5
1995	1,348	1.1	4	626	0.5
1996	2,468	1.8	5	864	0.6
1997	4,108	2.6	5.7	1,121	0.7
1998	5,396	3.2	4.4	1,346	0.8
1999	8,344	4.8	9.2	1,426	0.8
2000	9,599	5.2	3.9	1,584	0.9
2001	12,350	6.5	8.8	1,624	0.9
2002	15,754	7.9	10.4	1,841	0.9
2003	21,844	10.2	16.9	2,039	1
2004	25,651	10.8	8.9	2,194	0.9
2005	32,223	12.3	13	2,453	0.9
2006	45,547	15.1	19.1	3,719	1.2
2007	60,406	18	18.4	2,811	0.8
2008	49,380	13.2	-12.5	4,806	1.3

Fuente: Memorias SAFF 1993-1999, Compendios Estadísticos SPP 2000-2006. Estadísticas 2007-2008 de la SBS. Memorias y Estadísticas Mensuales del BCRP.

-----  
17 DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. Crisis Internacional: Impactos y respuestas de política económica en el Perú. 2009. pp. 122.

Pero a pesar de la crisis financiera gracias a este ahorro forzoso y a la disciplina fiscal y monetaria, la economía peruana fue siendo percibida como un destino cada vez menos arriesgado para las inversiones. El desarrollo del mercado de capitales en el Perú se ha sustentado principalmente en el desarrollo de los fondos de pensiones. Así, las AFP se han convertido en ofertantes obligados en un mercado que ha logrado generar demandantes solventes de bonos principalmente.<sup>18</sup>

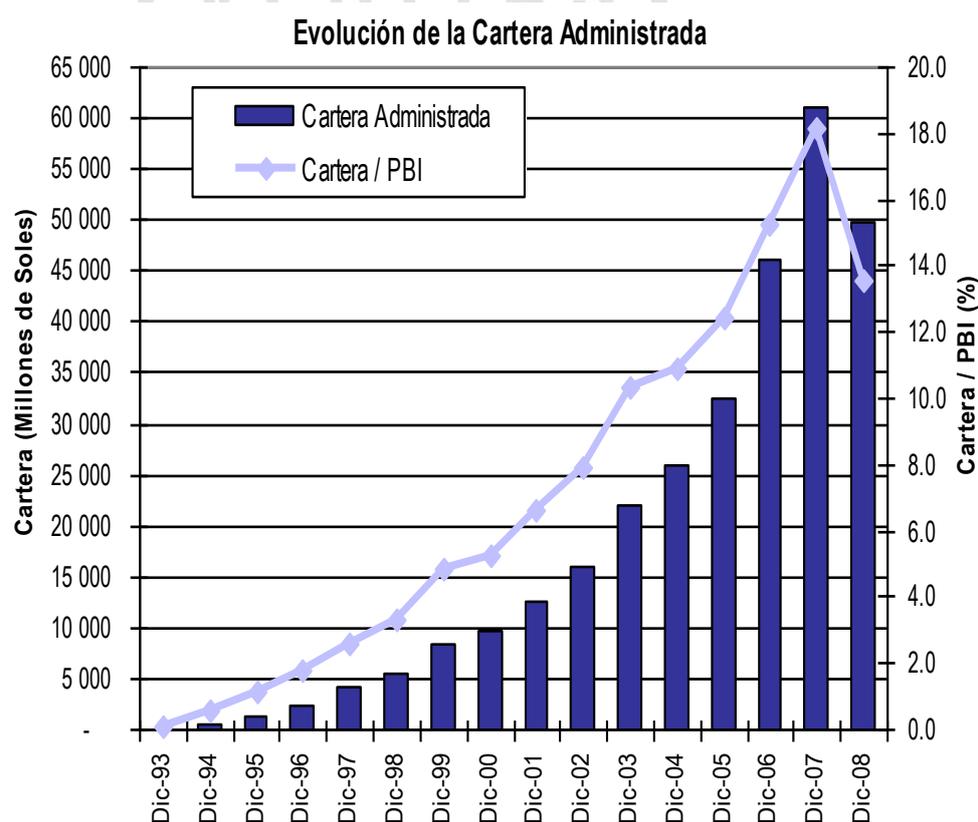
<b>CARTERA ADMINISTRADA POR INSTRUMENTO FINANCIERO</b>					
<b>(En porcentaje)</b>					
	<b>Dic-07</b>	<b>Mar-08</b>	<b>Jun-08</b>	<b>Sep-08</b>	<b>Dic-08</b>
Acciones y ADR de Empresas Locales	41.2	41.4	39.3	34.0	25.3
Certificados y Depósitos a Plazo	2.4	2.1	3.6	3.5	8.0
Bonos Emp. no Financieras	8.3	7.9	7.5	8.3	10.7
Bonos del Gobierno Peruano	20.6	17.3	16.5	18.8	24.3
Fondos Mutuos del Exterior	10.4	7.5	9.2	8.6	6.4
Certificados BCRP	1.3	7.3	5.0	2.8	0.9
Bonos Arrendamiento Financiero	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6
Bonos Brady	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bonos de Titulización	3.9	3.2	3.4	3.8	3.8
Bonos para Nuevos Proyectos	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6
Cuotas de Fondos de Inversión	1.6	1.6	1.4	2.2	2.4
Bonos Subordinados	0.5	1.9	2.9	3.6	1.8
Otros	8.0	8.1	9.5	12.5	14.2
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fuente: SBS

18 CORDOVA y CACERES. Las AFP y el Papel de los Directores Independientes. 2005. pp. 22-23.

Según la SBS, al mes de diciembre del 2008, la cartera administrada registró un nivel de S/. 49 880 millones de nuevos soles, monto inferior en 18.3% al registrado para el mismo periodo en el año 2007. Esta cifra significa el 13.2% del PBI.

En los últimos meses, la caída bursátil ha impactado negativamente en el rendimiento de los fondos de pensiones generando su eventual disminución. Las inversiones en moneda nacional mantuvieron una participación de alrededor de 57.6% en el total de cartera mientras que las inversiones en dólares el 35.1% del total de cartera.



Fuente: SBS. 2009

Por eso, es necesaria una adecuada regulación de nuestro sistema a fin de fomentar competitividad en provecho de los afiliados que vienen sufriendo mes a mes una pérdida de sus fondos de pensiones. Si bien no se han perdido los aportes del afiliado pero si la crisis perdura y la evolución de la bolsa sigue manteniendo una evolución negativa, entonces puede que los aportes de los pensionistas se deterioren.<sup>19</sup>

Desde la creación de los sistemas privados de pensiones, la mayoría de estos modelos han incorporado ciertas garantías explícitas con el objetivo de generar confianza en los nuevos sistemas y brindar seguridad a los afiliados y grupos de interés, así como reducir los conflictos de interés principal-agente. Por tanto, la rentabilidad mínima ha sido conceptualizada como un mecanismo que permite que los gestores otorguen siempre un buen desempeño y estén comprometidos con la gestión del fondo; y en el caso de que su desempeño sea negativo, también se comprometan con las pérdidas.<sup>20</sup>

En los diversos países con sistemas privados de pensiones, el financiamiento de la rentabilidad mínima se puede dar desde tres fuentes diferentes: Con recursos propios del fondo, con Capital del gestor del Fondo de pensiones y con Recursos del Estado.

---

**19 CENTRUM. Crisis, Análisis y Perspectivas de la Crisis Económica Mundial desde el Perú. 2009. Pág. 141.**

**20 FIAP. El Futuro de las Pensiones. 2009. pp. 132.**

Cada uno de estas fuentes se tendrá en cuenta para establecer criterios de rentabilidad mínima.

- **Con recursos del Propio Fondo.** En el caso de los países que tiene un esquema de rentabilidad máxima, se tiene una reserva de fluctuación de rentabilidad que se utiliza como garantía de la rentabilidad mínima.
- **Con Capital del gestor del Fondo de Pensiones.** Se puede dar por medio de garantías monetarias como el encaje, que es el monto que la administradora compromete para garantizar el cumplimiento de la rentabilidad mínima. O, también, a través de garantías no monetarias como las cartas fianzas. Si el encaje está invertido dentro del fondo, también disminuye el riesgo moral, en cambio, las cartas fianza no tiene el mismo efecto. Otro aspecto importante del encaje invertido en el fondo es que el crecimiento del patrimonio de las administradoras va en paralelo con el crecimiento del fondo de pensiones.
- **Con Recursos del Gobierno.** En el caso de que las administradoras quiebren y los recursos mencionados anteriormente no sean suficientes para cubrir la rentabilidad, el gobierno puede verse obligado a cubrir la diferencia con dinero del tesoro público. <sup>21</sup>

---

21 FIAP. Ob. Cit. pp. 133-134.

El manejo eficiente de las carteras administradas es un objetivo importante del SPP, y su mejora constante ha sido materia permanente de preocupación y se hizo más evidente a partir de la implementación de los multifondos, que permite a los afiliados elegir el fondo de pensiones que mejor se ajusta a su perfil de riesgo y rentabilidad.

Sin embargo, es también importante garantizar la rentabilidad de los fondos administrados por las AFP, pues los afiliados confían en una Administradora de Fondos de Pensiones Privado para que rentabilicen sus fondos a cambio de la comisión de administración que cobran.

El año 2005 la garantía de rentabilidad mínima para cada uno de los Fondos administrados por las AFP's, fue reemplazada por un nuevo sistema basado en indicadores de referencia de rentabilidad o "benchmark". Además, al igual que en el caso de México, no existe un rol subsidiario por parte del Estado como mecanismo de resguardo.

Es responsabilidad de las AFP's seleccionar los indicadores de referencia de rentabilidad para cada una de las categorías de instrumentos en los que se inviertan los recursos de cada una de las carteras administradas, correspondientes a los Fondos para aportes obligatorios y voluntarios. <sup>22</sup>

---

**22 FIAP. Multifondos: Los casos de Chile, México y Perú. Santiago de Chile. Diciembre 2007. pp. 15.**

En la selección de los indicadores de referencia de rentabilidad, las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones deben elegir indicadores que cumplan con representar razonablemente las características de diversificación y los riesgos incluidos en las políticas de inversión para cada tipo de Fondo obligatorio o voluntario, además de representar razonablemente el comportamiento de los mercados en los que se negocian los instrumentos de inversión emitidos por los emisores pertenecientes a cada categoría de instrumentos.<sup>23</sup>

Así, si la rentabilidad resultante de un determinado tipo de Fondo es inferior a la rentabilidad del rendimiento mínimo, las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones cubren el diferencial con sus recursos propios, aplicando básicamente el encaje que servirá como una carga de capital para cubrir el déficit entre la rentabilidad del fondo y la rentabilidad mínima.

Dado que aún no se han generado indicadores de referencia para los activos locales, se continúa usando la metodología actual basada en desviaciones respecto al promedio de rentabilidad de la industria, pero se va diferenciar por tipo de fondo y a ampliar el periodo de cálculo a 36 meses. Adicionalmente, se utilizará, como indicador de referencia, la rentabilidad promedio del SPP según el tipo de fondo de pensiones que corresponda.<sup>24</sup>

---

23 FIAP. Ob. Cit. pp.16.

24 MASIAS, Lorena. Nuevo Esquema de Gestión de Inversiones. 2009. pp. 13.

Existe una garantía vinculada con la rentabilidad mínima de los Fondos de Pensiones. De acuerdo con lo establecido en la ley, las AFP son responsables que en cada mes, la rentabilidad real de los últimos 36 meses del fondo que administran no sea menor a un límite que se establece en función al comportamiento promedio del mercado de AFP. Pero, qué pasa cuando todas las AFP tiene pérdida, entonces la garantía de la rentabilidad mínima no se cumple ni se asume a favor del afiliado.

En el mediano plazo, para medir la eficiencia de cada AFP, se utilizará un portafolio de referencia por tipo de fondo, con indicadores de rentabilidad de mercado y la metodología de cálculo utilizará criterios basados en el valor en riesgo de las inversiones. En este caso, se medirá las desviaciones de la rentabilidad de portafolio respecto a la rentabilidad generada por el portafolio de referencia y será sancionado el Administrador que tenga desviaciones significativas respecto a la rentabilidad de portafolio de referencia.<sup>25</sup>

Al respecto debe señalarse que varios países de la región han incorporado en sus legislaciones las garantías de rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, incluyendo Chile, El Salvador, República Dominicana y Uruguay, mientras que en el Perú los funcionarios de la SBS consideran que se trata de una propuesta para el mediano plazo.

---

25 MASIAS, Lorena. Ob. Cit. pp. 13.

La experiencia de la rentabilidad mínima y mecanismos de resguardo, como es el caso de Chile, donde las Administradoras de Fondos de Pensiones son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de los fondos de pensiones que administran, no sea menor a la que resulte inferior entre:

a. La rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los Fondos del mismo tipo, menos cuatro puntos porcentuales para los Fondos A y B, y menos dos puntos porcentuales para los Fondos C, D y E.

b. La rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los Fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

Por ejemplo, si en un mes determinado la rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los Fondos C es de 3%, en el caso que un Fondo de pensiones de ese tipo tenga una rentabilidad real de los últimos treinta y seis meses inferior a 1%, operan los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima establecidos en la ley. Así, se garantiza que los afiliados tengan una rentabilidad que garantice sus fondos todos los años.

Por otra parte, si la rentabilidad real de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos C es de 10%, en el caso de que un Fondo de pensiones del mismo tipo tenga una rentabilidad real anualizada, para ese período, inferior a 5%, también operan los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima.

Estas regulaciones del sistema privado chileno lo han hecho fuerte dentro en los diversos contextos económicos.

Los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima son tres: Primero, está la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, que se forma con los excesos de rentabilidad real anualizada de un Fondo de pensiones, que sobrepase en los últimos treinta y seis meses la rentabilidad real promedio de todos los Fondos del mismo tipo para ese período, en más del cincuenta por ciento o en más de cuatro puntos porcentuales en el caso de los Fondos Tipo A y B o dos puntos porcentuales para los Fondos Tipo C, D y E, usando la cantidad mayor entre ambas.

En segundo lugar está el Encaje, un activo que equivale a un 1% del valor de cada Fondo de pensiones, formado con recursos de la AFP y que se invierte en cuotas del respectivo Fondo. Se utiliza para completar la rentabilidad mínima en subsidio de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad.

En tercer lugar, si aplicados los recursos de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y del Encaje del Fondo respectivo no se llegara a la rentabilidad mínima y la AFP no dispone el uso de recursos financieros adicionales, el Estado completa la diferencia y procede a liquidar la AFP. <sup>26</sup>

En la República de El Salvador C.A, de manera similar al caso chileno, también existe una “Reserva” que es parte del Fondo y un Aporte Especial de Garantía, propiedad de la Institución administradora, con la misma finalidad. La rentabilidad mínima que mencionan en su ley de pensiones no debe ser menor a la que resulte inferior entre la rentabilidad nominal de los últimos doce meses promedio de todos los Fondos de Pensiones menos tres puntos; y el 80% de la rentabilidad nominal promedio de los últimos doce meses de todos los fondos.

En República Dominicana, la rentabilidad mínima se menciona como un derecho que tiene todo afiliado sobre su cuenta individual, la cual es calculada por la Superintendencia de Pensiones y equivaldrá a la rentabilidad promedio ponderado de todos los Fondos de Pensiones, menos 2%. Asimismo, las administradoras están en la obligación de tener una cuenta denominada “Garantía de Rentabilidad” destinada, exclusivamente, a completar la rentabilidad mínima exigida por ley cuando la rentabilidad real resulte insuficiente.

---

**26 FIAP. Multifondos: Los casos de Chile, México y Perú. Santiago de Chile. Diciembre 2007. pp. 15**

El monto de la cuenta será igual al 1% de los fondos de pensiones y deberá ser registrada en cuotas del fondo, de carácter inembargable.

Finalmente en Uruguay, la tasa de rentabilidad real del Fondo de Ahorro Provisional no debe ser inferior a la tasa de rentabilidad real mínima anual del régimen, la que se determinará en forma mensual. Esta tasa de rentabilidad real mínima anual promedio del régimen es la menor entre el 2% anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen menos 2%.

Al igual que en Chile y El Salvador, cada Administradora debe tener un Fondo de Fluctuación de Rentabilidad como parte del Fondo de Ahorro Provisional con el objeto de garantizar la tasa de rentabilidad real mínima. Si en algún mes, no se pudiera cubrir dicha rentabilidad con este fondo, la Administradora deberá usar los recursos de la Reserva Especial. En caso no se pudiere cubrir la deficiencia de rentabilidad del Fondo de Ahorro Provisional, el Estado completará la diferencia y sino, la administradora deberá ser liquidada.<sup>27</sup>

Según Torres-Zorrilla y Guillén, viendo la experiencia de países vecinos como Chile, existe un rendimiento mínimo que entra en funcionamiento mediante un reglamento que señala las penalizaciones en caso de algún incumplimiento de los límites indicados por el regulador.

---

**27 MEF, ONP y SBS. Informe final de la comisión técnica de la Ley N° 28991. pp. 92 – 94.**

Si consideramos la experiencia Colombiana, que es un sistema con similar antigüedad al nuestro, vemos que desde el 2004 ya hay una fórmula que regula la operatividad de la ley de rendimiento mínimo de cartera de AFP.

En nuestro caso, no existe un número, fórmula, plazo o intervalos que nos permita asegurar una jubilación decorosa y que represente con fidelidad el fruto de nuestra vida laboral. La reciente crisis financiera ha permitido que tengamos una evolución desfavorable en los fondos, si hubiese una regulación en marcha, ya habríamos asegurado las pérdidas de las pensiones con la reposición del dinero perdido, puesto que las AFP deberían cubrir con su capital las pérdidas.<sup>28</sup>

Según Jorge Rojas, el énfasis que ponemos en el rol de la rentabilidad del SPP no implica que estemos ignorando los beneficios adicionales que el SPP tiene con relación a los mercados financieros en el país: su profundización, su estabilidad y su eficiencia. Muy por el contrario, ya que reconocer la trascendencia de tales beneficios adicionales debe servirnos para enfatizar aun más la importancia de alcanzar satisfactoriamente el objetivo primario (aumentar la tasa de ahorro), para lo cual es imprescindible que la rentabilidad del sistema sea la adecuada.<sup>29</sup>

-----  
**28 CENTRUM. Crisis, Análisis y Perspectivas de la Crisis Económica Mundial desde el Perú. 2009. Pág. 143.**

**29 ROJAS, Jorge. El Sistema Privado de Pensiones y su Rol en la Economía Peruana. 2003. pp. 63-64.**

Todo esto nos debe hacer entender el rol crucial de la rentabilidad del SPP para el fortalecimiento del fondo de pensión y aún su supervivencia. Si la rentabilidad del SPP fuese nula, esto convertiría al SPP en un juego suma cero, donde no hay posibilidad de cooperación entre los agentes envueltos. Pero la situación no es ésa. La rentabilidad del SPP ha sido positiva durante gran parte de la permanencia del sistema de pensiones privado y existe la posibilidad de que todos ganen y cooperen.

El problema es que las ganancias podrían no estar siendo distribuidas adecuadamente circunstancia que se reflejaría en una rentabilidad neta muy baja, e incluso negativa, lo que nos hace temer no sólo una baja tasa de crecimiento del fondo administrado, sino también una generalización de los mecanismos de elusión del SPP, que amenazarían la supervivencia misma del sistema.

Al respecto, pude advertirse que un componente significativo del crecimiento de los fondos de pensiones ha tenido un carácter artificial y especulativo. En efecto, la crisis financiera internacional ha puesto fin al llamado auge bursátil y en consecuencia, la magnitud de los fondos de los trabajadores afiliados ha sufrido una severa contracción, lo cual inevitablemente se traducirá en menores pensiones de jubilación y que también es consecuencia de no contar con un marco legal que contengan los efectos negativos de los fondos de inversión en tiempos de crisis financiera.

El hecho de que los mercados financieros y las bolsas de valores se hayan recuperado parcialmente y logren una mayor estabilidad en el futuro no altera en absoluto el hecho de que los fondos de pensiones han perdido una buena parte de su valor durante el periodo de contracción bursátil y de que esta pérdida dará lugar a pensiones de jubilación menores a las esperadas, especialmente de los afiliados que están próximo a jubilarse y estaban afiliados al tipo de fondo 1.

En otras palabras, si los trabajadores perciben que la rentabilidad neta real del SPP no es la adecuada, no sólo van a acceder sino que ellos mismos van a promover el uso de mecanismos de elusión. Aun más, dada la importancia del empleo informal y del autoempleo en el Perú, una adecuada rentabilidad del SPP es la única manera no sólo de atraer a los trabajadores independientes, sino de hacer que estos realicen sus contribuciones con puntualidad. Se trata, en última instancia, de fortalecer uno de los pilares del sistema privado de pensiones en el contexto de un programa de reformas que esta dirigido a reducir la pobreza de las personas de la tercera edad.

Sin embargo, la medición de la eficiencia del SPP peruano debe tomar en cuenta no solo el rol de las AFP como administradoras de fondos y la rentabilidad bruta que generan, sino también las comisiones que dichas AFP cargan por sus servicios a sus afiliados, puesto que a través de ello las AFP cobran por un servicio que no está definido en cuando a la rentabilidad de los fondos que administran.

Nuestro Sistema Privado de Pensiones además de presentar problemas en sus herramientas de inversión, también presenta las comisiones más altas en comparación con sus países vecinos. En promedio cobra una comisión sobre sueldo de 1.87% mientras que Chile tiene 1.74% y Colombia 1.58% (2008). Existe cierta resistencia por bajar las tasas, a pesar de los malos resultados en la administración de los portafolios de las pensiones, que cada día tienen efectos negativos y que no hay una respuesta por parte de las AFP.

**COMISIONES NETAS COMO PORCENTAJE DEL SALARIO  
EN SIETE PAISES DE AMERICA LATINA**

<b>País/Año</b>	<b>Argentina</b>	<b>Bolivia</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>	<b>México</b>	<b>Perú</b>	<b>Uruguay</b>
<b>1999</b>	2.4	0.5	1.9	n.d.	1.8	2.36	2.02
<b>2000</b>	2.09	0.5	1.61	n.d.	1.98	2.39	2.04
<b>2001</b>	1.73	0.5	1.77	n.d.	2.19	2.39	1.98
<b>2002</b>	1.56	0.5	1.76	n.d.	1.74	2.27	1.92
<b>2003</b>	1.33	0.5	1.55	n.d.	1.51	2.27	1.93
<b>2004</b>	1.12	0.5	1.51	1.55	1.46	2.27	1.97
<b>2005</b>	1.23	0.5	1.54	1.59	1.34	1.99	1.85
<b>2006</b>	1.12	0.5	1.64	1.59	1.18	1.81	1.86
<b>2007</b>	1	0.5	1.71	1.58	1.02	1.81	1.79
<b>2008</b>	n.d.	0.5	1.74	1.58	n.d.	1.87	1.71

**Fuente: Boletín Estadístico AIOS.**

El problema más visible y controvertido del SPP se deriva de las altas comisiones que paga los afiliados, tanto en proporción a sus aportes como en relación a sus propias remuneraciones. Estas comisiones constituyen la principal fuente de ingresos de las AFP, y son independientes de la rentabilidad de los fondos de pensiones que administran.

Es necesario poner en marcha una serie de reformas dirigidas a abrir el mercado a la competencia y a reducir estas rentas. Al respecto se ha examinado la conveniencia de establecer un tope a las comisiones que las AFP cobran a sus afiliados, y a establecer un régimen de rentabilidad mínima garantizada para los distintos tipos de fondos, beneficios que sólo contribuyen para establecer relaciones entre los afiliados y los administradores de sus fondos, a fin de que los resultados de la rentabilidad sean más equitativos.

### **2.3.2 Fondo de Pensiones de los Afiliados**

El sistema de pensiones peruano sufrió una reforma hacia 1992, después una inminente quiebra del sistema previsional estatal donde los aportes de los trabajadores no alcanzaban para cubrir las pensiones, es así como se buscó establecer un modelo autofinanciado, en el cual las pensiones futuras de cada trabajador sean financiadas por sus propios aportes y la rentabilidad generada. Es así, que el gobierno promulgó el Decreto Ley N° 25897 creando un nuevo sistema previsional, esta vez con un fondo de pensiones privado.

El acceso a la seguridad social es un derecho fundamental que tiene todo trabajador y se encuentra protegido por la Constitución Política del Perú, si bien es cierto que, en la actualidad contamos en nuestro sistema previsional con dos regímenes con son el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) y el Sistema Privado de Pensiones (SPP),

tendremos que evaluar cuál es el más apropiado de acuerdo a nuestras intereses personales y el que más nos proporciona una seguridad al momento de la jubilación.

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) se caracteriza por ser un régimen de capitalización individual en el cual los aportes que realiza cada trabajador se depositan en su respectiva cuenta personal denominada Cuenta Individual de Capitalización (CIC) con el objetivo de acumular recursos suficientes para financiar la pensión.<sup>30</sup> Desde su puesta en marcha a la fecha, el SPP ha exhibido logros muy importantes que han beneficiado a los afiliados y a la economía en su conjunto.

En el SPP cada trabajador elige la Administradora de Fondo de Pensiones (AFP) que desea que administre sus fondos. Actualmente la tasa que se le descuenta a un trabajador es en promedio entre 12.81% (AFP PRIMA) y 13.35% (AFP PROFUTURO) de acuerdo a cada AFP. Este descuento esta conformado por tres componentes: El aporte obligatorio (10%), la comisión porcentual (comisión destinada a las AFP por la administración de los fondos) y la prima de seguros (seguro que cubre siniestros de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio).

-----  
**30 BBVA. "Una Mirada al Sistema Peruano de Pensiones. 2008. pp. 34.**

Las Administradoras son sociedades anónimas constituidas con el objetivo de administrar el Fondo de Pensiones y otorgar una serie de prestaciones a los trabajadores afiliados a las SPP como son las de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio. Además las Administradoras se encargan de la recaudación de los aportes, la cobranza de aportes impagos, la tramitación de los bonos de reconocimiento, la información a los afiliados y el otorgamiento y pago de las prestaciones previstas en la legislación en el momento en el cual los afiliados cumplan con los requisitos establecidos.

En retribución a sus labores, las Administradoras perciben ingresos por las comisiones cobradas a los afiliados sobre los aportes que realizan. Los recursos son utilizados para constituir el Encaje Legal, mecanismo de protección al afiliado ante la obtención de un nivel de rentabilidad por debajo del normal, así como para cubrir los costos de funcionamiento: pago al personal contratado, comercialización, operación y administración de los fondos.<sup>31</sup>

Al cumplir los 65 años de edad, los afiliados adquieren el derecho a recibir una pensión de jubilación financiada con los fondos acumulados en sus cuentas personales (CIC). Además aquellos que hayan pertenecido al SNP de manera previa a su incorporación al SPP, cuentan con un “Bono de Reconocimiento”, que representa sus aportes hechos anteriormente al sistema público de pensiones.

---

**31 MORON, EDUARDO Y CARRANZA, ELIANA. “Diez Años del Sistema Privado de Pensiones”. 2003. pp. 31.**

Aquel trabajador que se encuentre afiliado al SPP tiene derecho a recibir las prestaciones de pensión de jubilación, invalidez y sobrevivencia y gastos de sepelio. Como son:

- Pensión de Jubilación: Cuando el afiliado tenga 65 años (edad legal de jubilación) puede decidir jubilarse, o en caso cumpla con los requisitos establecidos para el otorgamiento de una jubilación anticipada.
- Pensión de Invalidez Definitiva: Cuando el afiliado cuente con el tercer dictamen del Comité Médico correspondiente, en el cual se le califique como inválido permanente.
- Pensión de Sobrevivencia: Cuando los beneficiarios presenten la solicitud correspondiente, luego del fallecimiento del afiliado.
- Gastos de Sepelio: Cuando los beneficiarios, o la persona que haya cancelado los gastos por este concepto, presente la solicitud de beneficios que corresponda.<sup>32</sup>

Dentro de los determinantes que explican el nivel de pensiones, cabe mencionar que el Bono de reconocimiento juega un papel importante en el corto plazo. En el mediano y largo plazo la rentabilidad, la frecuencia de los aportes y el nivel de ingresos serán los principales factores de los niveles de pensiones que reciba un afiliado al momento de la jubilación.

---

**32 SBS - Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.**  
**[www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER\\_Interna.aspx?ARE=0&PFL=1&JER=248](http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=1&JER=248)**

Existen dos modalidades por las cuales el trabajador puede optar para recibir la prestación de jubilación. La primera es retiro programado que consiste en que el trabajador mantenga el saldo de su CIC Invertido en cuotas del Fondo de Pensiones, efectuando retiros mensuales. La segunda modalidad es renta vitalicia que consiste en que el trabajador traspase el saldo de su CIC a una compañía de seguros para adquirir una renta vitalicia. Las características de estas modalidades se detallan a continuación: <sup>33</sup>



Retiro programado	Renta vitalicia
<ul style="list-style-type: none"> <li>- El trabajador mantiene el saldo de su CIC en la AFP en la que permanece afiliado.</li> <li>- La AFP administra los recursos.</li> <li>- El afiliado asume el riesgo de sobrevivencia<sup>9</sup> y el riesgo financiero.</li> <li>- El afiliado mantiene la propiedad sobre sus fondos.</li> <li>- El trabajador retira anualidades, las cuales se obtienen de dividir el saldo acumulado en su CIC por el capital necesario de acuerdo con un cálculo actuarial en función de la expectativa de vida del grupo familiar y de la tasa de descuento aplicada por las AFP.</li> <li>- En caso de fallecimiento del afiliado, de no existir beneficiarios el saldo de la CIC pasa a formar parte de los bienes de la herencia.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los afiliados contratan el pago de una pensión con una compañía de seguros de vida.</li> <li>- La aseguradora administra los recursos.</li> <li>- El seguro asume el riesgo financiero y el riesgo de sobrevivencia del pensionado.</li> <li>- El afiliado pierde la propiedad sobre su fondo y esta situación es irrevocable.</li> <li>- El afiliado recibirá de la compañía de seguros una renta mensual constante en términos reales de por vida.</li> <li>- Existe la opción de obtener rentas vitalicias con condiciones especiales de cobertura, de modo que se otorgarían porcentajes mayores a los establecidos para las pensiones por sobrevivencia.</li> <li>- En caso de fallecimiento del afiliado, los fondos acumulados por el afiliado no forman parte de los bienes de la herencia.</li> </ul>

-----  
**33 MORÓN Y CARRANZA. "Diez años del Sistema de Pensiones". 2003. pp. 36**

El SPP contempla el acceso a una pensión por jubilación antes de los 65 años de edad siempre y cuando el afiliado cumpla con los requisitos previstos en la legislación. Para ello, las pensiones que pueden ser alcanzadas con el fondo acumulado deberían ser mayores a las prestaciones mínimas establecidas, además de guardar una determinada con los niveles salariales percibidos.

Requisitos	Beneficios
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tener un fondo acumulado que permita obtener una pensión igual o mayor al 50% de las rentas imponibles de los últimos 120 meses ajustados por el índice de precios.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El monto de la pensión se calcula en función al fondo acumulado en la CIC a través de los aportes obligatorios y voluntarios hasta el momento de la jubilación, al rendimiento de dichos aportes y al Bono de Reconocimiento recibido.</li> </ul>

La pensión de invalidez es aquella prestación a la que accede un afiliado que sin haberse jubilado haya perdido el 50% o más de su capacidad para generar ingresos. Para este fin, el SPP entiende por impedimento a aquel asociado con el aspecto médico de una enfermedad, anormalidad o pérdida funcional o intelectual que afectan al individuo en su desempeño diario como trabajador.

El SPP prevé la cobertura de dicho riesgo mediante la contratación de una póliza de seguro colectiva que abarca también el fallecimiento, cubriéndose incluso los gastos de sepelio. El funcionamiento del seguro requiere un periodo de preexistencia de 06 meses entre la afiliación al SPP y la fecha en que se produce la situación de invalidez.<sup>34</sup>

-----  
**34 MORÓN Y CARRANZA. Ob. Cit. pp. 37-38.**

Requisitos comunes	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Haber efectuado un mínimo de cuatro aportes en los últimos ocho meses.</li> <li>- Haber transcurrido como máximo dos meses desde que se efectuó el último aporte.</li> </ul>	
Requisitos específicos	Beneficios específicos
Invalidez parcial	
- Haber perdido más del 50% y menos de 2/3 de su capacidad de trabajo.	- 50% de la remuneración mensual calculada como el promedio actualizado de los salarios de los 48 meses anteriores al siniestro.
Invalidez total	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Haber perdido 2/3 o más de su capacidad de trabajo.</li> <li>- Tres aportes consecutivos o cuatro aportes no consecutivos en los últimos seis meses.</li> </ul>	- 70% de la remuneración mensual calculada como el promedio actualizado de los salarios de los 48 meses anteriores al siniestro.

El SPP contempla la cobertura derivada tanto del fallecimiento del afiliado activo como del afiliado beneficiario de una pensión a través de las denominadas pensiones de sobrevivencia. Esta destinado a aquellos beneficiarios derechohabientes o dependientes directos del afiliado: cónyuge o conviviente, padres, hijos menores de edad e hijos mayores de edad que se encuentren incapacitados para el trabajo. La pensión constituye un sustituto al ingreso que percibía el afiliado. Su magnitud varía dependiendo del grado de necesidad familiar, es decir, depende de si el derechohabiente es una viuda con o sin hijos o si sólo se trata de los hijos menores de edad, etc.<sup>35</sup>

-----  
**35 MORÓN Y CARRANZA. Ob. Cit. pp. 39.**

Requisitos	Beneficios
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cónyuge: Haber tenido vínculo matrimonial.</li> <li>- Conviviente: Resolución judicial que certifique la unión de hecho.</li> <li>- Hijos: Menores de 18 años o mayores de 18 años incapacitados de manera total y permanente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 42% de la remuneración por el cónyuge o conviviente sin hijos. 35% para el cónyuge o conviviente con hijos.</li> <li>- 14% por cada hijo o padre dependiente.</li> <li>- La pensión por sobrevivencia no debe exceder la remuneración de referencia.</li> </ul>

Si bien es cierto que la decisión más importante que tiene un afiliado comienza no sólo a la hora de decidir cual es la AFP que más le conviene o se ajusta a sus necesidades futuras, sino también cuando cumple los 65 años, en cuyo caso la ley determina el inicio de su trámite pensionario. Para esto como ya lo hemos mencionado existen dos opciones de jubilación: Retiro Programado y Renta Vitalicia.

La primera de ellas es respaldada por la AFP donde hemos pertenecido hasta el tiempo de iniciar la jubilación y la otra opción comienza en involucrar a una compañía de seguros para que administre y nos de la garantía de la preservación de nuestras pensiones intangibles. Las compañías de seguros son reguladas por la Superintendencia de Banca, seguros y AFP y en el momento de iniciar el proceso de otorgar la prestación de jubilación escogida, se firmará una póliza de acuerdo a lo establecido en el Texto Único Ordenado de la Ley del SPP y las disposiciones complementarias.

La Superintendencia clasificará a las empresas del sistema de seguros de acuerdo con criterios técnicos y ponderaciones que serán previamente establecidos con carácter general y que considerarán, entre otros, los sistemas de medición y administración de riesgos, la solidez patrimonial, la rentabilidad y la eficiencia y de gestión, y la liquidez.

#### **PROCEDIMIENTO PARA OBTENER PENSIÓN DE JUBILACIÓN A TRAVÉS DE UNA COMPAÑÍA DE SEGUROS**

<b>1.</b> El afiliado presenta su solicitud de pensión de jubilación a la AFP.
<b>2.</b> La AFP indica el saldo acumulado en su cuenta individual de capitalización y el valor de su bono de reconocimiento para la conformidad de pensión de jubilación.
<b>3.</b> La AFP, mediante un sistema (llamado Meler) solicita cotizaciones de pensión a las compañías de seguros e indica al afiliado la fecha para la revisión y elección de las propuestas.
<b>4.</b> Las compañías de seguros presentan sus propuestas de cotizaciones para la adjudicación del pensionista ante la AFP.
<b>5.</b> El afiliado previamente citado por la AFP procede a elegir una modalidad de pensión vitalicia y firma el acta de presentación de cotizaciones.
<b>6.</b> La AFP informa a la compañía de seguros ganadora la decisión del afiliado y la modalidad de renta vitalicia elegida.
<b>7.</b> La compañía de seguros ganadora recibe de la AFP el monto del capital para la pensión y el cálculo definitivo de la renta.
<b>8.</b> La compañía de seguros emite la póliza y queda expedita para recibir su pensión bajo la modalidad elegida.

Con la finalidad de proteger al pensionista de las fluctuaciones financieras bruscas, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP ha lanzado nuevas opciones con características diversificadas para que cada futuro pensionista pueda adaptar a sus necesidades en los años de su vejez, y evaluar la protección a sus futuros beneficiarios.

## PRODUCTOS PREVISIONALES ACTUALES

<b>RENDA TEMPORAL CON RENTA VITALICIA DIFERIDA</b>	
De la AFP se obtiene una renta temporal y se contrata una renta vitalicia con una aseguradora.	Se otorga en soles o dólares.
	La AFP y la empresa de seguros otorgan la pensión.
	Es irrevocable
<b>RENDA MIXTA</b>	
Perciben simultáneamente una renta vitalicia en dólares (\$) y un retiro programado en soles (S/.)	Se otorga en soles y dólares.
	La AFP otorga el retiro programado y la aseguradora la renta vitalicia.
	Es irrevocable.
<b>RENDA VITALICIA BIMONEDA</b>	
El afiliado o los beneficiarios perciben simultáneamente dos rentas vitalicias mensuales, una en soles y la otra en dólares.	Se otorga soles y dólares.
	La empresa de seguros otorga la pensión total.
	Es irrevocable.

Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan a pensionista en algunos tipos de opciones, entonces la creación de modalidades mixtas o combinadas ayudarán a proteger de variaciones financieras que ocurren en el mercado nacional e internacional. Por un lado la Renta Mixta es una combinación de la renta programada (en soles) y una renta vitalicia (en dólares). Para acceder a esta opción, el cálculo de la renta vitalicia deber ser igual o mayor que una pensión mínima, estimada en S/. 484.00, si se trata de 12 pagos, o de S/. 415.00, si el afiliado quiere recibir gratificaciones (14 pagos al año).

La renta binomeda contempla dos rentas vitalicias, una en soles y la otra en dólares, contratadas con una misma compañía de seguros. Para determinar el monto de la pensión, la AFP dividirá en este caso en dos partes el capital acumulado en la cuenta individual de cada aportante: 50% será en soles y 50% en dólares. Así podemos decir que las compañías de seguros se han hecho cargo de una gran parte de los aportes de los pensionistas.

**Ranking de Primas de Seguros Netas de Ramos de Vida**  
**Al 31 de Diciembre del 2008**  
(En Miles de Nuevos Soles)

**Renta de Jubilación**

Empresas	Monto	Participación (%)	Porcentaje Acumulado
1 InVita	82 186	24.76	24.76
2 Interseguro	74 084	22.32	47.08
3 Rimac	72 682	21.90	68.97
4 El Pacifico Vida	63 655	19.18	88.15
5 La Positiva Vida	27 359	8.24	96.39
6 Mapfre Perú Vida	9 410	2.83	99.23
7 Protecta	2 560	0.77	100.00
<b>TOTAL</b>	<b>331 934</b>	<b>100.00</b>	

**Fuente: SBS. 2009**

Por su parte, la realidad que representa el Sistema Privado de Pensiones (SPP) es distinta a la del Sistema Público, siendo este un régimen de capitalización individual, no posee desequilibrios financieros, pues cada afiliado financia su propia pensión. Luego de 16 años de funcionamiento, el balance resulta positivo, sin embargo hay que considerar que en los años donde se dieron distintas crisis económicas como la Asiática y Rusa (1998– 1999), crisis punto.com (2000-2001) y (2008) por la crisis financiera internacional, siempre hemos tenido rentabilidades negativas.

Con respecto al aporte y la pensión recibida, en el SPP se establece que en la medida en que el afiliado haga mayores aportes, el saldo acumulado de su Cuenta Individual de Capitalización (CIC) será mayor y con ello la pensión que recibirá.

Esto es diferente en el SNP, donde el aporte va a un sistema de reparto y la pensión es independiente de lo aportado, puesto que esta pensión considerado topes de remuneración mínima y máxima de acuerdo a la Ley 19990.

La necesidad de contar con otra opción alternativa de jubilación también se justifica en que a la larga se mejoraría el nivel de pensión en comparación del Sistema Nacional de Pensiones (SNP). En esta línea, como uno de los principales objetivos del Sistema Privado de Pensiones se definió que fuera un sistema previsional sólido, que permitiera disponer de pensiones razonables en el momento de la jubilación.<sup>36</sup>

Con ello, se buscaba asegurar un ingreso estable al jubilarse, que guarde relación con lo percibido durante la vida activa del trabajador.<sup>37</sup> En segundo lugar, el nuevo sistema debía contribuir al desarrollo del mercado de capitales e incrementar la eficiencia en la intermediación del ahorro.<sup>38</sup> Este objetivo permitiría potenciar la inversión del país en proyectos atractivos, tanto por su rentabilidad como por su contribución al desarrollo.

-----

**36 ABUSADA, FRITZ DU BOIS, MORÓN Y VALDERRAMA. “La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa”. 2000. pp. 451.**

**37 MORÓN Y CARRANZA. “Diez años del Sistema de Pensiones”. 2003. pp. 16**

**38 ABUSADA, FRITZ DU BOIS, MORÓN Y VALDERRAMA. Ob. Cit. pp. 452**

Pero para garantizar que esto suceda debemos enfocarnos en el mecanismo de este régimen previsional, que es la generación de ahorro por parte de los afiliados en su CIC (Cuenta Individual de Capitalización) y que junto a otros factores como el bono de reconocimiento, los niveles de ingresos, la frecuencia de los aportes, el periodo de aportes y la rentabilidad del fondo puede darnos una pensión acorde a nuestras necesidades.

Otra de las variables que se debe analizar y que representa una de las mayores fortalezas del sistema, es el crecimiento del fondo administrado, sobre todo en los últimos años en los que la rentabilidad pasa a ser el componente más importante. Para esto, el sistema privado ha creado diversos fondos múltiples, llamados Multifondos. Los Multifondos nacieron en Chile como una forma de ampliar las posibilidades de inversión de los afiliados y como una manera de otorgar una mayor participación de los trabajadores en la construcción de la pensión.

Para comprender lo que son los Multifondos, debemos entender primero qué es el Fondo de Pensiones. Este es la suma de todas las cuentas individuales de todos los afiliados, incluyendo los aportes nominales, las rentabilidades obtenidas, los bonos de reconocimiento redimidos (cobrados), los aportes voluntarios con fines previsionales y los aportes voluntarios sin fines previsionales de los afiliados de una AFP.

Este Fondo de Pensiones es invertido en el mercado de capitales de acuerdo a una determinada estructura de inversión, que se define por los límites de inversión por tipo de instrumento y la calificación de riesgo.

Esa estructura de inversión responde al tiempo promedio de permanencia o de vida útil del Fondo de Pensiones, antes de pasar a conformar las pensiones de jubilación del sistema. Al analizar la estructura de inversión promedio se puede notar que no todos los afiliados pueden sentirse representados con este valor promedio asignado al fondo, pues existen afiliados muy cercanos a la edad de jubilación y por otro lado existen muchos jóvenes, quienes podrían beneficiarse de mejor manera y gozar de un mejor beneficio.

Los multifondos son un esquema que ofrece el Sistema Privado de Pensiones (SPP) a sus afiliados, a través del cual éstos pueden escoger uno de los tres tipos de administración de fondos de pensiones que ofrece una misma Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP). De esta manera, un afiliado podrá canalizar los recursos de su cuenta individual al fondo que cumpla con sus expectativas de rentabilidad y de preferencia por el riesgo.

Los sistemas de multifondos permiten que los afiliados seleccionen el portafolio de inversión óptimo que es compatible con sus preferencias de riesgo y retorno.

Esta innovación fue diseñada para permitir que el riesgo de la cartera de activos financieros en la que se invierte esté asociado al horizonte de inversión del afiliado, lo que permite elevar el valor esperado de su pensión. Pero los multifondos tienen también otros efectos positivos sobre el sistema previsional y el mercado de capitales, entre los cuales destacan los siguientes:

- 1) **Mayor información.** Se genera un mayor incentivo para que los afiliados se informen acerca del desempeño de sus Fondos de Pensiones, imponiendo una mayor disciplina al administrador de éstos. Esto implica que las administradoras se ven en la necesidad de ofrecer cada vez mayores niveles de información a sus afiliados.
- 2) **Mayor participación.** La posibilidad de elección de cartera permite que los afiliados se sientan más partícipes en la administración de sus Fondos. Esto es positivo toda vez que los afiliados, al tener mayor información acerca de su Fondo de pensiones, pueden destinar mayor tiempo y preocupación a otra dimensiones de la planificación previsional.
- 3) **Mejor asignación de recursos.** La mayor diversificación de las inversiones impuesta por los multifondos genera un aumento de la eficiencia en la asignación de los recursos financieros en la economía.<sup>39</sup>

---

39 FIAP. "Multifondos: Los casos de Chile, México y Perú. Santiago de Chile". Diciembre 2007. pp. 5.

Los fondos múltiples permitirán que el afiliado pueda elegir el tipo de administración de fondo que más le conviene, considerando factores, dentro de los cuales se pueden destacar:

- La edad, por estar cercano o no a la fecha de retiro o de jubilación.
- El tipo de afiliado, ya se trate de un pensionista por la modalidad de retiro programado o renta temporal, o sea un afiliado activo.
- La preferencia por el riesgo de las inversiones, que implica asumir la posibilidad de una fluctuación en el corto plazo, como parte de una mejor rentabilidad en el largo plazo.
- Circunstancias personales, en la medida que es necesario considerar aspectos particulares como el estado conyugal, el número de hijos, condiciones de salud que implicarían gastos fijos durante el periodo de retiro o si existen fuentes adicionales de ingreso.

Sin embargo, en el caso que un afiliado tuviera alguna duda respecto a las características de los fondos o sus implicancias, la AFP es responsable de brindarle la asesoría e información necesaria para orientarlo en su mejor decisión. La ley ha creado tres tipos de administración de fondos para los aportes obligatorios, dependiendo de la perspectiva que tenga un afiliado:

- **Fondo de mantenimiento de capital**, diseñado para afiliados mayores de 60 años, próximos a jubilarse o que perciben una pensión por la modalidad de retiro programado o renta temporal.

En este caso, el fondo sería adecuado para un afiliado que requiere un horizonte cierto y seguro respecto al monto de su capital, dado que presenta pequeñas fluctuaciones en la rentabilidad.

- **Fondo balanceado o mixto**, como el que actualmente se tiene, que cuenta con un nivel de riesgo moderado. Está dirigido básicamente a afiliados en edades intermedias, aproximadamente entre 45 y 60 años de edad.
- **Fondo de crecimiento**, que es un fondo más agresivo que tiene como finalidad buscar retornos a largo plazo por encima del promedio. Está diseñado para afiliados jóvenes cuyo horizonte de retiro es muy lejano, y que pueden asumir riesgos de mayores fluctuaciones en la rentabilidad.<sup>40</sup>

Con los Multifondos se ha flexibilizado el proceso de inversiones para que las AFP puedan diversificar las inversiones y construir portafolios de inversión más eficientes de acuerdo con el tipo de fondo. Para ello, la ley ha establecido cuatro categorías de instrumentos de inversión:

- Renta variable, por ejemplo acciones que se cotizan en la Bolsa.
- Instrumentos de renta fija mayores a un año, como los bonos de empresas corporativas.
- Instrumentos derivados para cobertura, como los forward.
- Instrumentos de corto plazo o activos en efectivo, como los depósitos bancarios.

-----  
40 SBS. [www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER\\_Interna.aspx?ARE=0&PFL=1&JER=253](http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=1&JER=253)

Con este esquema, ya no existirán límites por instrumento, sino límites máximos por cada una de las cuatro clases de activos antes mencionados, y establecidos conforme a la naturaleza de cada fondo. Por ejemplo, en el fondo de crecimiento, habrá una mayor participación de los instrumentos de renta variable. Esta diversificación que cada afiliado escoge libremente de acuerdo a sus proyecciones o preferencias, son administrados por las AFP y supervisado por la SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs).

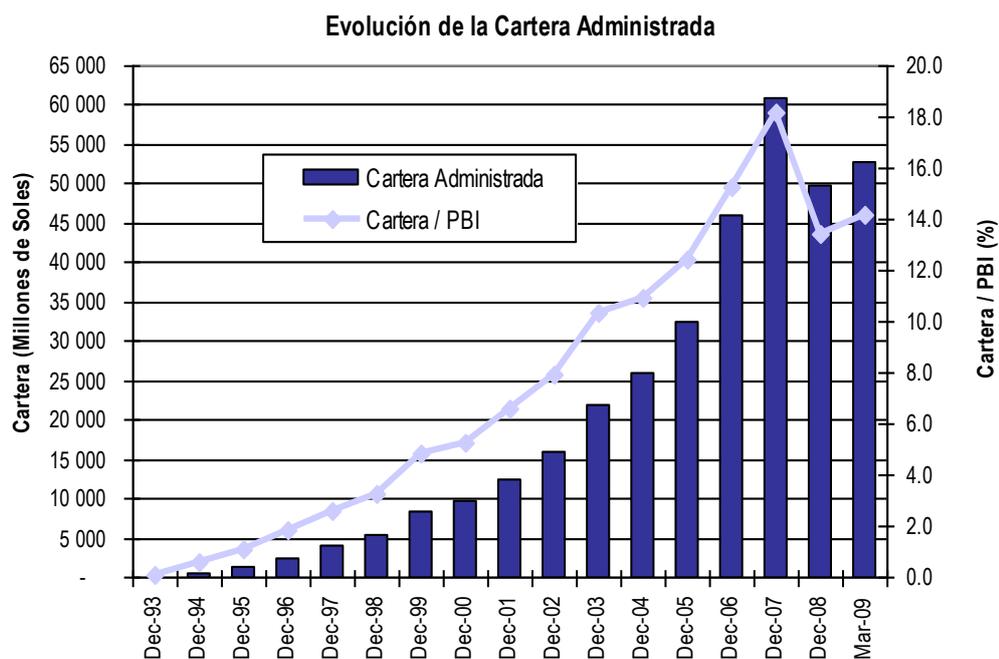
Este régimen previsional contribuye al desarrollo de los mercados de capitales e incrementa la eficiencia en la intermediación del ahorro interno.<sup>41</sup> Al mes de marzo de 2009, la cartera administrada registró un nivel de S/. 52, 765 millones de nuevos soles <sup>42</sup> y que representa el 44% de la liquidez del sistema financiero.<sup>43</sup> Según la SBS (Superintendencia de Banca Seguros y AFPs), la rentabilidad desde inicios del año 2006 hasta abril 2009 ha sido el siguiente: Fondo 1 = 33.2%, Fondo 2= 44.9% y el Fondo 3= 94.8%.

Tenemos que considerar que estos factores de rentabilidad en el año 2006, se han visto incrementados por el crecimiento de la Bolsa de Valores de Lima como una de más rentables y que afectaron en un crecimiento positivo de los fondos de pensiones, lo que evidencia que dependemos de factores económicos externos.

-----  
**41 ABUSADA, FRITZ DU BOIS, MORÓN Y VALDERRAMA. “La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa”. 2000. pp. 452.**

**42 SBS. <http://200.37.51.41/estadistica/financiera/2009/Marzo/FP-1101-ma2009.DOC>.**

**43 DE LAS CASAS. “AFPs acompañando el desarrollo económico del Perú. 2009.**



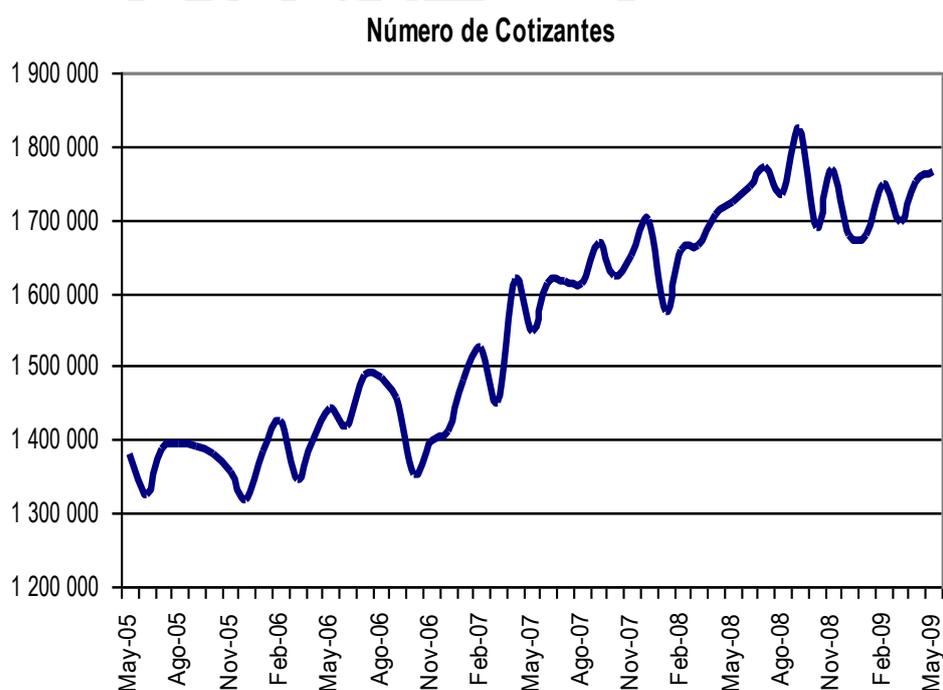
**Fuente: SBS. 2009**

Si bien es cierto que la rentabilidad de los fondos invertidos por las AFP dependen de la salud financiera de nuestra bolsa de valores (BVL), y que ha tenido muchas problemas por la llamada crisis financiera internacional, la rentabilidad obtenida en los últimos años (2006 – 2007) ha ayudado a tener un equilibrio que ayuda a mantenerse en buenos augurios nuestras futuras pensiones.

Pero el sistema privado en sus inicios no contempló que los beneficios entre en el SNP y el SPP no eran los mismos en cuanto a la pensión mínima, por eso a partir del año 2000, con la finalidad de hacer equivalentes los beneficios y evitar la desafiliación se implementaron nuevos beneficios en el sistema privado contemplando la pensión mínima y la jubilación adelantada para ciertos trabajadores.

Dentro de estos beneficios existe un compromiso del Estado para financiar la parte no cubierta de las pensiones con la creación de un Bono Complementario. En cuanto a la cobertura de este sistema privado podemos mencionar que también al igual que el sistema público, no todas las personas en edad de jubilación tienen beneficios pensionarios.

Al igual que en caso del SNP, la informalidad en el empleo, las restricciones para el acceso del mercado laboral, la dispersión de la riqueza y los incentivos que debería darse a los trabajadores independientes, son factores determinantes para una falta de cobertura. Así pues podemos apreciar que de aproximadamente más de 4'000,000 de afiliados al SPP, solo aportan 1' 763, 709, de acuerdo a los datos del segundo trimestre 2009 otorgados por la SBS.



**Fuente: SBS. 2009**

El funcionamiento y alcance de un determinado sistema de pensiones dependen en gran medida de las características de su economía. Así, variables demográficas, estructuras de mercado e institucionales de los países influirán en su desempeño actual y futuro.

ALGUNOS DETERMINANTES ESTRUCTURALES Y DEMOGRAFICOS DE LOS SISTEMAS PREVISIONALES EN AMÉRICA LATINA				
	Chile	Colombia	México	Perú
PIB per capita (constante US\$)	7.370	2.954	7.537	2.317
Informalidad (% población no cubierta por la seguridad social)	24%	49%	41%	71%
Proteccionismo de la Legislación laboral (índice)	24	27	38	61
Población de 65 años y más				
2005	8%	5%	6%	6%
2050	22%	18%	21%	16%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos – BBVA 2006

De los indicadores observamos un claro contraste entre lo que muestra Chile respecto a los demás. Por ejemplo, se observa para esta economía un mercado laboral menos rígido lo cual posibilita que un mayor porcentaje de la población tenga acceso a un puesto de trabajo y así contribuir a un fondo de pensiones. La mayor o menor flexibilidad de las relaciones laborales generará mercados más o menos expuestos a la informalidad tal como se aprecia en los casos de Colombia, México y Perú.

La tasa de cobertura previsional, es decir, cuánta gente va a estar incorporada a los sistemas de pensiones, va a depender fundamentalmente de variables como el equilibrio entre el mundo formal e informal de las economías, el cual en gran medida puede ser captado por indicadores como el grado de protección de los mercados laborales así como el nivel de informalidad medido en cada uno de los países <sup>44</sup>.

Lamentablemente el Perú no ha sido capaz de responder a este desafío, pues los sistemas de pensiones han estado limitados a los trabajadores formales, dejando de lado a los trabajadores independientes o informales.

La informalidad es uno de los fenómenos económicos y sociales que limitan el ritmo de crecimiento de un país debido a que genera estancamiento empresarial, costos laborales y tributarios, no motivando el aumento de las inversiones formales y deteriorando el capital humano y la calidad de los servicios brindados.

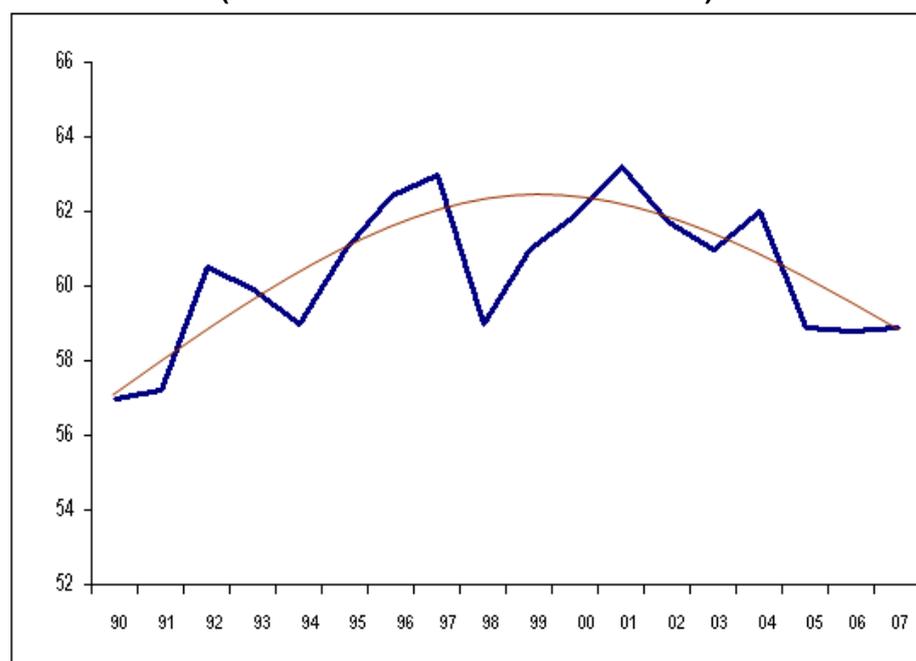
En el Perú, la informalidad laboral es una característica principal de las microempresas, donde las relaciones contractuales y el uso de mano de obra familiar no remunerada son formas predominantes de relacionarse.<sup>45</sup>

---

**44 FIAP. Inversiones y Pensiones en los Sistemas de Capitalización. 2009. pp. 91**  
**45 MEF. Marco Macroeconómico Multianual 2010-2012. 2009. pp. 34.**

Según el Banco Mundial, la legislación laboral de Perú brinda altos niveles de protección al empleo y al trabajador con relación a otros países de América Latina, pero los altos costos laborales han reforzado la informalidad y afectado la productividad laboral y el acceso de los trabajadores a la seguridad social.<sup>46</sup>

**INFORMALIDAD LABORAL EN LIMA METROPOLITANA 1990-2007  
(PORCENTAJE DE LA PEA OCUPADA)**



Fuente: MTPE, Encuesta de Niveles de Empleo 1990-1996, Convenio MTPE-INEI, Encuesta Nacional de Hogares III Trim. 1997-2001; MTPE, Encuesta de Hogares Especializada en Niveles de Empleo 2002-2007.

Puede advertirse que los sistemas de pensiones en el Perú muestran graves deficiencias, principalmente en lo que se refiere a su escasa cobertura y a la inequidad en la distribución de sus beneficios. Se esperaba que la creación del SPP pudiera contribuir a cerrar la brecha de cobertura de manera progresiva, incorporando un número creciente de trabajadores.

-----  
46 MEF. Ob. Cit. pp. 34.

Por otro lado, el Banco Mundial (2007) señala que en el Perú más del 70% de los trabajadores dependientes no cuenta con cobertura pensionaria (afiliados), cifra que se encuentra estancada en los últimos 8 años. Al respecto, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima que para el 2007 la cobertura efectiva de los sistemas previsionales alcanza apenas el 15,5% de la PEA ocupada, mientras que el Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE) estima que la cobertura a algún sistema previsional alcanza al 13% de los trabajadores de microempresas, al 34% de trabajadores de las pequeñas empresas y al 69% de las medianas y grandes.<sup>47</sup>

PERÚ: ÍNDICADORES SOBRE PET, PEA Y PEA OCUPADA, SEGÚN SEXO; TASAS DE ACTIVIDAD, DESEMPLEO, Y RATIO EMPLEO / POBLACIÓN. 2004 - 2008

Indicadores	2004	2005	2006	2007	2008
<b>A. Población (En absolutos)</b>					
Población en Edad de Trabajar 1/	19,431,244	19,793,563	20,287,986	20,528,746	21,042,544
Hombre	9,508,535	9,634,324	9,901,699	9,946,030	10,165,920
Mujer	9,922,709	10,159,239	10,386,287	10,582,716	10,876,624
Población Económicamente Activa 2/	13,926,326	13,954,882	14,558,802	15,107,280	15,504,614
Hombre	7,730,274	7,759,637	8,035,784	8,241,304	8,432,170
Mujer	6,196,052	6,195,246	6,523,019	6,865,976	7,072,443
PEA Ocupada 3/	13,232,818	13,258,900	13,930,698	14,447,463	14,853,975
Hombre	7,380,032	7,392,802	7,730,630	7,912,445	8,121,691
Mujer	5,852,787	5,866,098	6,200,068	6,535,008	6,732,285
<b>B. Tasas (En %)</b>					
Tasa de actividad (PEA/PET)	71.7	70.5	71.8	73.6	73.7
Hombre	81.3	80.5	81.2	82.9	82.9
Mujer	62.4	61.0	62.8	64.9	65.0
Ratio empleo / población (PEA ocupada / PET)	68.1	67.0	68.7	70.4	70.6
Hombre	77.6	76.7	78.1	79.6	79.9
Mujer	59.0	57.7	59.7	61.8	61.9
Tasa de desempleo (PEA desocupada / PEA)	5.0	5.0	4.3	4.4	4.2
Hombre	4.5	4.7	3.8	4.0	3.7
Mujer	5.5	5.3	5.0	4.8	4.8

Nota: Bases INEI actualizadas al 27 de mayo del 2009

1/ Conjunto de personas de 14 y más años de edad que están aptas para el ejercicio de funciones productivas.

2/ Son todas las personas en edad de trabajar que, en la semana de referencia de la encuesta, se encontraban trabajando (ocupados) o buscando activamente trabajo (desocupados).

3/ Conjunto de la PEA que trabaja en una actividad económica, sea o no en forma remunerada en el periodo de referencia de la encuesta.

Fuente: INEI - Encuesta Nacional de Hogares sobre Condiciones de Vida y Pobreza, continua 2004 - 2008

Elaboración: MTPE - Programa de Estadísticas y Estudios Laborales (PEEL)

PERÚ: DISTRIBUCIÓN DE LA PEA OCUPADA POR SEXO SEGÚN ESTRUCTURA DE MERCADO, 2004 - 2008 (En porcentajes)															
Estructura de mercado	2004			2005			2006			2007			2008		
	Hombre	Mujer	Total												
Sector público	7.2	7.2	7.2	7.1	6.8	6.9	7.3	7.1	7.2	8.1	7.6	7.9	7.9	7.5	7.8
Sector privado 1/	43.4	20.7	33.4	44.2	22.0	34.4	45.3	22.4	35.1	46.1	24.2	36.2	46.0	25.0	36.5
De 2 a 9 trabajadores	25.2	11.5	19.1	24.0	11.8	19.0	25.0	12.3	19.3	26.2	13.0	20.2	25.2	13.5	19.9
De 10 a 49 trabajadores	8.6	4.6	6.6	9.3	4.9	7.4	9.1	4.8	7.2	8.6	5.3	7.1	9.0	5.4	7.4
De 50 a más trabajadores	9.6	4.7	7.4	10.1	5.3	8.0	11.3	5.4	8.7	11.3	5.8	8.8	11.8	6.1	9.2
Independiente	37.3	33.9	35.8	37.6	34.3	36.2	36.4	33.8	35.2	36.5	35.7	36.1	36.8	36.6	36.7
Profesional, técnico o afín	1.8	1.0	1.4	1.8	0.9	1.4	1.7	0.8	1.3	1.6	1.2	1.4	1.5	1.0	1.3
No profesional, no técnico	35.5	33.0	34.4	35.8	33.4	34.8	34.6	33.0	33.9	34.8	34.5	34.7	35.3	35.6	35.5
T.F.N.R. 2/	10.8	29.9	19.3	9.7	28.4	18.0	9.8	27.9	17.9	8.2	24.1	15.4	8.0	23.0	14.8
Resto 3/	1.2	8.3	4.3	1.4	8.5	4.5	1.2	8.8	4.6	1.1	8.4	4.4	1.2	7.9	4.2
Total relativo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
PEA ocupada	7,380,032	5,852,787	13,232,818	7,392,802	5,866,098	13,258,900	7,730,630	6,200,068	13,930,698	7,912,445	6,535,008	14,447,453	8,121,891	6,732,285	14,853,975

Nota: Bases INEI actualizadas al 27 de mayo del 2009  
1/ Se incluye a los empleadores.  
2/ Trabajador familiar no remunerado.  
3/ Incluye trabajadores del hogar, practicantes, otros.  
Fuente: INEI - Encuesta Nacional de Hogares sobre Condiciones de Vida y Pobreza, continua 2004 - 2008  
Elaboración: MTPE - Programa de Estadísticas y Estudios Laborales (PEEL)

El problema de fondo es una concepción en la cual el empleo formal se constituye como la única vía de acceso a una pensión, lo cual expresa en la exclusión de millones de trabajadores independientes y desempleados, a quienes se les niega el derecho a condiciones de vida dignas durante la vejez.

La creación del SPP ciertamente ha contribuido a estabilizar la economía y a facilitar el desarrollo del mercado de capitales, pero al mismo tiempo establece un vínculo directo entre aportes y beneficios futuros, garantizando la apropiación individual de contribuciones y prestaciones<sup>48</sup>. En esa medida se crea las desigualdades, abandonando la solidaridad hacia los más pobres fundamento de la paz y la democracia de un país.

Tan importante como asegurar una cobertura amplia del sistema previsional, es considerar aquellos factores que permiten maximizar los niveles de pensiones de aquellos que aportan al sistema. Las implicancias de estos factores, son relativas y dependerán de las características propias de las personas y dependerán de:

- a) La proporción de los ingresos destinados a la acumulación en el sistema que se haya definido, lo que constituye los aportes del afiliado.
- b) La frecuencia con que se realizan los aportes.
- c) El periodo que los afiliados aporten al sistema.
- d) La edad legal de jubilación.
- e) La rentabilidad.<sup>49</sup>

Además consideramos importante el desarrollo de los mercados financieros, y los factores sociales y económicos de cada país. Todos estos determinantes, en gran medida, están relacionados con aquellos que impactan las tasas de cobertura, mencionados anteriormente y que se resumen en la posibilidad de generar suficientes ingresos y en que el sistema previsional genere los suficientes incentivos económicos para que los afiliados realicen los aportes, considerando que el hecho de hacerlo obligatorio, no necesariamente es suficiente para que los agentes participen.

---

49 BBVA. "Una Mirada al Sistema Peruano de Pensiones. 2008. pp. 189.

El siguiente cuadro muestra algunas variables importantes. En primer lugar, el período de funcionamiento de los sistemas se constituye en un elemento determinante para su tamaño como puede observarse para el caso de Chile donde el esquema de pensiones privado alcanza cerca de 30 años de antigüedad. En segundo lugar, el nivel de las tasas de contribución a cada sistema se constituye en un claro diferenciador de la potencialidad de los fondos, así, tenemos el caso de México, donde el aporte es más bajo respecto al resto de países.

En tercer lugar, la tasa de rentabilidad real histórica también influye. Finalmente es significativa la participación del mercado laboral en los fondos de pensiones privados. Así, se puede notar que existe un contraste entre Perú y Colombia, con solamente una participación de 22% y 27%, respecto al caso de Chile, con una participación que bordea el 70%.

ALGUNAS VARIABLES DETERMINANTES PARA EL TAMAÑO DE LOS FONDOS PRIVADOS (A DICIEMBRE DE 2008)

	México	Perú	Colombia	Chile
Esquemas Privados (años de existencia)	11	15	15	27
Tasa de Contribución	6.5%*	10%	11%	10%
Retorno histórico real	8%	10%	7%	10%
Participación de la fuerza laboral en fondos privados	56%	22%	27%	69%

\* No incluye cuota social

FUENTE: SERVICIO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS, BBVA.

Esto marca una diferencia y dimensiona el problema para cada uno de los países, a pesar de que en todos los casos estamos hablando de sistemas de pensiones obligatorios.

Una buena tasa de rentabilidad real y sostenida en un horizonte de tiempo, contribuirá sustancialmente a una mayor acumulación de los aportes al sistema y consecuentemente posibilitara mayores recursos para la pensión de jubilación.

Sin embargo, también podemos definir que la tasa de aporte que la ley defina, se convertirá en un elemento clave en la pensión que la población de afiliados pueda recibir en el futuro. Asimismo, la tasa debe ser lo suficientemente flexible para adaptarse a los cambios que se presentan en el contexto económico, social y demográfico.

La frecuencia del aporte y la cantidad de años que los afiliados participen en el sistema, sobre todo en los primeros años de carrera laboral, también constituyen en un factor importante para que los mismos puedan obtener mejoras en sus pensiones.<sup>50</sup>

El sistema de pensiones peruano es obligatorio para todas aquellas personas que son trabajadores dependientes en el sector formal. Al inicio de nuestra vida laboral todo trabajador debe elegir a cuál sistema desea pertenecer (SNP ó SPP) y contar además con plena información sobre las características, diferencias y demás peculiaridades de los sistemas pensionarios vigentes.

---

50 BBVA. Ob. Cit. pp. 190.

La creación del sistema de privado de pensiones en la década de los 90 se anunció como un paso decisivo en la solución de los problemas de cobertura pensionaria y mejores pensiones de jubilación, sin embargo, su expansión se ha detenido como resultado de la crisis financiera global, la cual ha puesto en evidencia algunas de sus principales limitaciones.

## **2.3 DEFINICIONES CONCEPTUALES**

### **2.3.1 Administradoras de fondos de pensiones**

Las Administradoras son sociedades anónimas constituidas con el objetivo de administrar el Fondo de Pensiones y otorgar una serie de prestaciones a los trabajadores afiliados a las SPP como son las de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio. Además las Administradoras se encargan de la recaudación de los aportes, la cobranza de aportes impagos, la tramitación de los bonos de reconocimiento, la información a los afiliados y el otorgamiento y pago de las prestaciones previstas en la legislación en el momento en el cual los afiliados cumplan con los requisitos establecidos.

En retribución a sus labores, las Administradoras perciben ingresos por las comisiones cobradas a los afiliados sobre los aportes que realizan. Los recursos son utilizados para constituir el Encaje Legal, mecanismo de protección al afiliado ante la obtención de un nivel de rentabilidad por debajo del normal, así como para cubrir los costos de funcionamiento.<sup>51</sup>

---

51 MORÓN Y CARRANZA. "Diez años del Sistema de Pensiones". 2003. pp. 31

### **2.3.2 Bolsa de valores de Lima**

La Bolsa en términos generales es un mercado donde los inversionistas realizan operaciones de compra-venta con valores (acciones, bonos, papeles comerciales, entre otros), siendo estas transacciones realizadas por intermediarios especializados (en nuestro país son las Sociedades Agentes de Bolsa). Los mercados bursátiles son organizados, reglamentados y transparentes, para que las operaciones sean efectuadas con absoluta confianza.

La Bolsa de Valores de Lima es una empresa privada que facilita la negociación de valores inscritos en Bolsa, ofreciendo a los participantes (emisores e inversionistas) los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la inversión de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente.<sup>52</sup>

### **2.3.3 CARTERA (PORTAFOLIO)**

Son las Inversiones de los bancos y las instituciones financieras en general. El término se emplea para indicar valores, acciones, bonos, etc. que son llevados en los libros de dichas instituciones. El término también se suele referir a otros activos específicos de la empresa tales como:

- Cartera de cheques y billetes (caja)
- Cartera de colocaciones
- Cartera pesada, entre otros.<sup>53</sup>

-----  
**52 BOLSA DE VALORES DE LIMA. [www.bvl.com.pe/preg\\_frecuentes.jsp](http://www.bvl.com.pe/preg_frecuentes.jsp)**

**53 BOLSA DE VALORES DE LIMA. [www.bvl.com.pe/glosario.html#i](http://www.bvl.com.pe/glosario.html#i)**

### **2.3.4 Cartera de inversiones de AFP**

La cartera de inversiones es el conjunto de activos financieros en los cuales la AFP invierte el dinero depositado en los Fondos de Pensiones. Los fondos están compuestos por distintos tipos de instrumentos, los que se dividen en Renta Fija y Renta Variable.

Los instrumentos de Renta Fija son aquellos en que las ganancias se establecen en el momento de la inversión, es decir, se "fija" su retorno desde el principio.

La Renta Variable, en cambio, son instrumentos de propiedad de empresas y fondos de inversión cuya rentabilidad corresponde a la suma de los dividendos que entreguen, que pueden ser de montos variables.<sup>54</sup>

### **2.3.5 CRISIS FINANCIERA**

Crisis financiera es la crisis económica que tiene como principal factor la crisis del sistema financiero, es decir, no tanto la economía productiva de bienes tangibles (industria, agricultura), que puede verse afectada o ser la causa estructural, pero no es el centro u origen inmediato de la crisis; sino fundamentalmente el sistema bancario, el sistema monetario o ambos.<sup>55</sup>

---

54 CUPRUM AFP. [www.cuprum.cl/webcuprum/inversiones/index.aspx](http://www.cuprum.cl/webcuprum/inversiones/index.aspx)  
55 WIKIPEDIA. [http://es.wikipedia.org/wiki/Crisis\\_financiera](http://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_financiera)

### 2.3.6 Fondo de pensiones

El Fondo de Pensiones es la suma de todas las cuentas individuales de todos los afiliados, incluyendo los aportes nominales, las rentabilidades obtenidas, los bonos de reconocimiento redimidos (cobrados), los aportes voluntarios con fines previsionales y los aportes voluntarios sin fines provisionales de los afiliados de una AFP.

Este Fondo de Pensiones es invertido en el mercado de capitales de acuerdo a una determinada estructura de inversión, que se define por los límites de inversión por tipo de instrumento y la calificación de riesgo de esos mismos instrumentos.<sup>56</sup>

Fondo constituido con las contribuciones obligatorias y voluntarias de los afiliados y con los rendimientos de las inversiones, una vez deducidas las comisiones y el pago de prestaciones. Este fondo se constituye en un patrimonio independiente del de la Administradora.<sup>57</sup>

### 2.3.7 ÍNDICES BURSÁTILES

Indicadores que expresa la tendencia promedio de los valores más representativos de un mercado bursátil.<sup>58</sup>

---

56 ASOCIACIÓN DE AFP. [www.asociacionafp.com.pe/](http://www.asociacionafp.com.pe/)

57 FIAP. [www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20061212/pags/20061212102557.html#T8](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20061212/pags/20061212102557.html#T8)

58 BOLSA DE VALORES DE LIMA. <http://www.bvl.com.pe/glosario.html#i>

### **2.3.8 Índice general de la bolsa de valores de Lima (IGBVL)**

Es un indicador que mide el comportamiento del mercado bursátil y sirve para establecer comparaciones respecto de los rendimientos alcanzados por los diversos sectores (industrial, bancario, agrario, minero, de servicios públicos, etc.) participantes en la Bolsa, en un determinado período de tiempo. Se determina a partir de una cartera formada por las acciones más significativas de la negociación bursátil, seleccionadas con base en su frecuencia de negociación, monto de negociación y número de operaciones.<sup>59</sup>

### **2.3.9 INVERSIÓN**

Empleo del capital con el objetivo de obtener beneficio en el mediano o el largo plazo.<sup>60</sup>

### **2.3.10 INVERSIONES**

En el estado contable de una sociedad es la cuenta que incluye las inversiones realizadas con el ánimo de obtener una renta u otro beneficio, explícito o implícito, y que no forman parte de los activos dedicados a la actividad principal de la empresa y las colocaciones efectuadas en otros entes. Incluyen, entre otras: títulos valores; depósitos a plazo fijo en entidades financieras; préstamos; inmuebles y propiedades.<sup>61</sup>

---

59 BOLSA DE VALORES DE LIMA. Ob. Cit

60 BOLSA DE VALORES DE LIMA. Ob. Cit.

61 BOLSAR. [www.bolsar.com/NET/Capacitacion/Diccionario/diccionario.aspx](http://www.bolsar.com/NET/Capacitacion/Diccionario/diccionario.aspx)

### **2.3.11 Rentabilidad**

Relación existente entre un capital y los rendimientos netos obtenidos de la inversión, expresada en términos porcentuales.<sup>62</sup>

### **2.3.12 Rentabilidad de las inversiones de las AFP**

La rentabilidad del SPP es aquella producida por las inversiones realizadas por la AFP con el dinero del Fondo de Pensiones. Esta rentabilidad no constituye un ingreso para la AFP sino, por el contrario, un ingreso para los afiliados, pues se abona íntegramente a la CIC de cada trabajador.

Uno de los grandes desafíos es obtener niveles óptimos de rentabilidad con un riesgo controlado y el SPP ha cumplido con ofrecerle a sus afiliados los altos niveles de rentabilidad que se esperaban. Es importante destacar que desde el inicio de sus operaciones, las AFP han obtenido una rentabilidad superior a la de los principales instrumentos financieros del país.<sup>63</sup>

---

62 BOLSA DE VALORES DE LIMA. <http://www.bvl.com.pe/glosario.html#i>

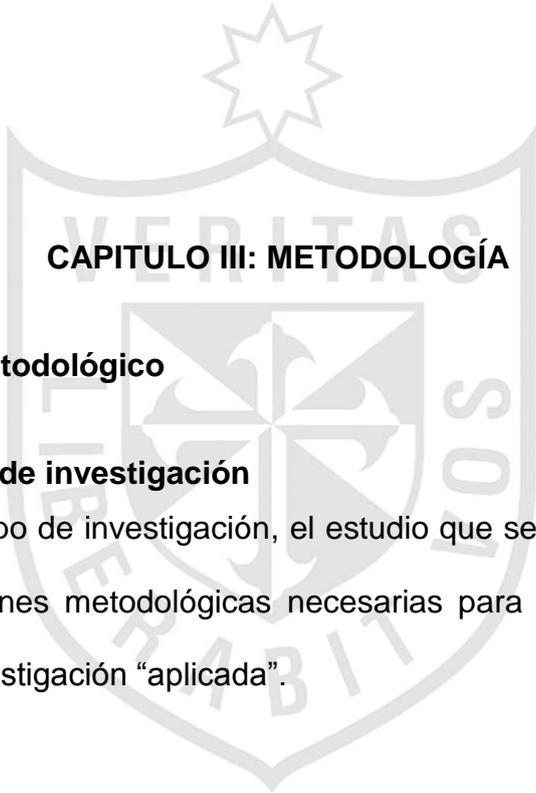
63 ASOCIACIÓN DE AFP. [www.asociacionafp.com.pe/](http://www.asociacionafp.com.pe/)

### **2.4.1 Hipótesis General**

La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.

### **2.4.2 Hipótesis Específicas**

- a) A mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, mayor será el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.
- b) A Mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, mayor será la incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.
- c) A mayor regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, mayor será la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.
- d) A mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL, mayor será la incidencia en las carteras de inversiones de las AFP.
- e) A mayor inversión en instrumentos de renta seguros, mayor será la capitalización de los ahorros en las CIC.
- f) A mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países, mayor será la influencia positiva en la administración de los fondos de pensiones.



## **CAPITULO III: METODOLOGÍA**

### **3.1 Diseño metodológico**

#### **3.1.1 Tipo de investigación**

Por el tipo de investigación, el estudio que se llevo a cabo reúne las condiciones metodológicas necesarias para ser considerada como una investigación “aplicada”.

#### **3.1.2 Nivel de investigación**

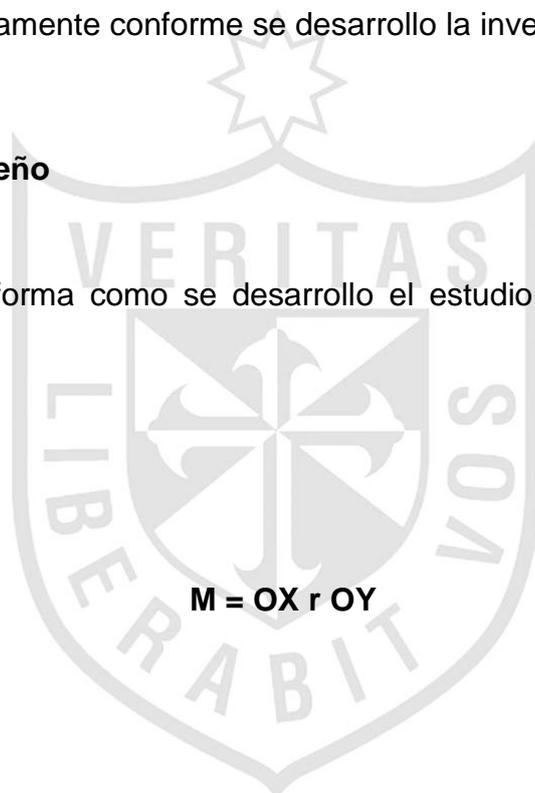
Conforme a los propósitos del estudio que se llevo a cabo sobre el tema, la investigación se centra por su nivel en un trabajo descriptivo-explicativo.

### 3.1.3 Método

En el presente trabajo que se llevo a cabo sobre los efectos de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados, se utilizó los métodos de análisis, síntesis, estadístico, descriptivo, entre otros, que se aplico indistintamente conforme se desarrollo la investigación.

### 3.1.4 Diseño

Por la forma como se desarrollo el estudio, se utilizo el siguiente diseño:



Donde:

M = Muestra de Promotores de AFP

O = Observación de las variables

X = Rentabilidad de los Fondos de Inversión

r = Relación entre variable

Y = Fondo de Pensiones de los Afiliados

### 3.2 Población y muestra:

#### 3.2.1 Población:

La población estuvo conformada por 1,128 promotores de cuatro (4) AFP, los que se encuentran distribuidos de la siguiente manera:

AFP	Promotores
Horizonte	236
Integra	267
Prima	216
Profuturo	409
<b>Total</b>	<b>1,128</b>

Fuente: Variables del Sistema privado de pensiones. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

#### 3.2.2 Muestra

En la determinación óptima de la muestra se utilizó la fórmula del muestreo aleatorio simple para estimar proporciones cuando la población es conocida utilizando la siguiente fórmula:

$$n = \frac{Z^2 PQN}{e^2 (N-1) + Z^2 PQ}$$

Donde:

Z: Valor de la abscisa de la curva normal para una probabilidad del 95% de confianza.

P: Proporción de promotores de AFP que manifestaron existe protección de los fondos de pensiones debido a la regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP (P = 0.5, valor asumido debido al desconocimiento de P)

- Q: Proporción de promotores de AFP que manifestaron no existe protección de los fondos de pensiones debido a la regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP (**Q = 0.5**, valor asumido debido al desconocimiento de P).
- e: Margen de error 5%
- N: Población.
- n: Tamaño óptimo de muestra.

A un nivel de significancia de 95% y 5% como margen de error **n** optimo será:

$$n = \frac{(1.96)^2 (0.5) (0.5)(1,128)}{(0.05)^2 (1,128-1)+ (1.96)^2(0.5) (0.5)}$$

**n = 287 promotores**

Para que la muestra sea representativa se seleccionará proporcionalmente y de manera aleatoria.

<b>AFP</b>	<b>Muestra de promotores</b>
Horizonte	60
Integra	68
Prima	55
Profuturo	104
<b>Total</b>	<b>287</b>

Fuente: Variables del Sistema privado de pensiones. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

### **3.3 Operacionalización de variables:**

#### **3.3.1 Variables Independientes**

##### **X. RENTABILIDAD EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE AFP**

Indicadores:

X1 Rentabilidad de las inversiones

X2 Análisis de riesgo y retorno.

X3 Rentabilidad mínima.

X4 Evolución de los índices bursátiles de la BVL.

X5 Inversiones en Instrumentos de renta seguros.

X6 Regulación de AFP en otros países.

#### **3.3.2 Variables Dependientes**

##### **Y. FONDO DE PENSIONES DE LOS AFILIADOS**

Indicadores:

y1 Incremento de la calidad de vida

y2 Fondos de Pensiones de los afiliados.

y3 Protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis  
financiera.

y4 Cartera de Inversiones de las AFP.

y5 Capitalización de Ahorros en la cuenta CIC.

y6 Administración de fondos de pensiones.

### **3.4 Técnicas de recolección de datos. Descripción de los instrumentos**

#### **3.4.1 Técnicas**

Las principales técnicas que se aplicaron en la investigación son las siguientes:

- Entrevista
- Encuesta

#### **3.4.2 Instrumentos**

Las técnicas de investigación que se utilizaron como instrumentos son los siguientes:

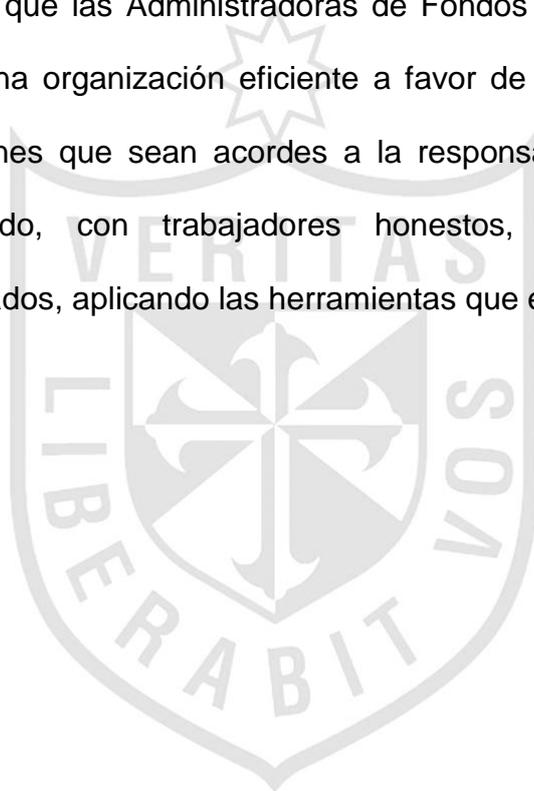
- Guía de entrevista
- El cuestionario

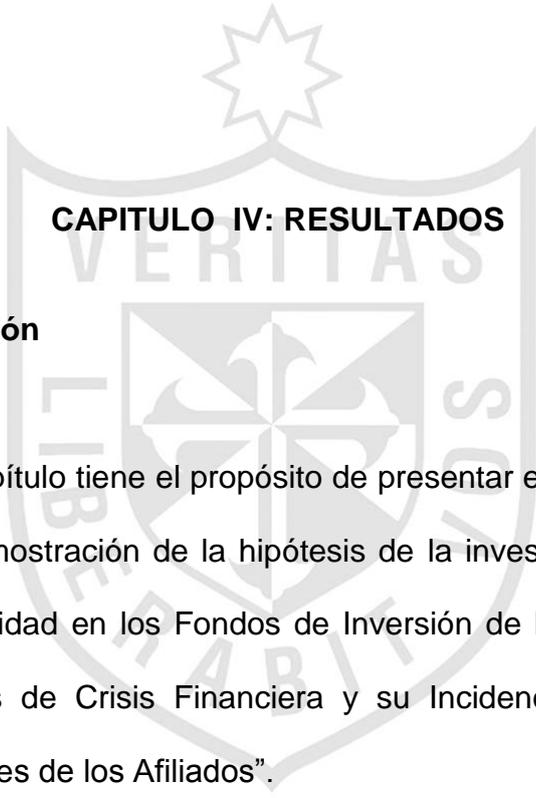
### **3.5 Aspectos éticos**

La presente tesis en cuanto a la parte ética, ha sido desarrollada respetando las fuentes de información en las bases teóricas, bases legales, definiciones conceptuales y otras consultas efectuadas de fuentes electrónicas.

Además, se ha conservado el contenido de las manifestaciones, respetando el criterio propio y opiniones vertidas por los entrevistados y encuestados de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP).

Esta tesis permitió analizar los efectos de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados, el cual nos indicará cómo nuestros fondos de pensiones se proyectan en diversos horizontes de tiempo. Sólo con normas claras podremos definir las verdaderas proyecciones de nuestras pensiones de jubilación y lograr de esta manera que las Administradoras de Fondos de Pensiones trabajen como una organización eficiente a favor de los afiliados, cobrando comisiones que sean acordes a la responsabilidad que se les ha encargado, con trabajadores honestos, leales, motivados y capacitados, aplicando las herramientas que el regulador establece.





## **CAPITULO IV: RESULTADOS**

### **4.1 Presentación**

Este capítulo tiene el propósito de presentar el proceso que conduce a la demostración de la hipótesis de la investigación “Efectos de la Rentabilidad en los Fondos de Inversión de las AFP en el Perú en Tiempos de Crisis Financiera y su Incidencia en los Fondos de Pensiones de los Afiliados”.

Este capítulo comprende el cumplimiento de los siguientes objetivos específicos:

- a) Evaluar como contribuye la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP en el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.

- b) Demostrar como el análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, influyen positivamente en los fondos de pensiones de los afiliados.
- c) Demostrar de qué manera la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de la AFP, ayudaría a la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.
- d) Analizar si la evolución de los índices bursátiles de la BVL inciden positivamente en las carteras de inversiones de las AFP.
- e) Evaluar en que medida las inversiones hechas por las AFP en instrumentos de renta seguros, influyen en la capitalización de los ahorros de las CIC.
- f) Demostrar como las experiencias de regulación de AFP de otros países influyen positivamente en la administración de los fondos de pensiones.

El logro de los objetivos antes indicados, conduce al cumplimiento del objetivo general de la investigación, toda vez que cada una de estos objetivos constituye un sub capítulo de este estudio (trabajo), lo cual nos permitirá contrastar la hipótesis, para aceptarla o rechazarla de acuerdo al grado al que este tenga.

#### **4.2 Análisis de las variables**

#### **4.2.1 Rentabilidad en los Fondos de Inversión de las AFP**

Al tratar sobre la rentabilidad en los fondos de inversión debemos entender que este es un término bastante amplio, sin embargo, la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP es aquella producida por las inversiones realizadas por la AFP con el dinero del Fondo de Pensiones. Esta rentabilidad no constituye un ingreso para la AFP sino, por el contrario, un ingreso para los afiliados, pues se abona íntegramente a la CIC de cada trabajador.

#### **4.2.2 Fondos de Pensiones de los Afiliados**

Al analizar el término fondo de pensiones podemos definir que es un fondo constituido por las contribuciones obligatorias y voluntarias de los afiliados y con los rendimientos de las inversiones, una vez deducido las comisiones y el pago de las prestaciones. Este fondo se constituye como un patrimonio independiente del de la administradora.

### **4.3 Interpretación de resultados Obtenidos en la prueba de campo**

#### **4.3.1 Resultado de la Entrevista**

##### **a) Opinión sobre la Crisis Financiera Internacional.**

A la pregunta: ***¿Cree Usted que la Crisis Financiera Internacional ha tenido impacto en el Mercado de Valores del Perú?***

El universo de los entrevistados respondió que la crisis financiera si ha afectado de manera directa o indirecta al mercado de valores del Perú, principalmente por el precio de los minerales y los factores externos que provienen del mercado de EEUU, como por ejemplo una disminución de nuestras exportaciones.

Como nuestro mercado de valores depende de otros mercados internacionales, el impacto ha afectado con rentabilidades negativas.

**b) Opinión sobre la política económica del gobierno.**

A la pregunta: ***¿Cree Usted que la política económica del gobierno en estos años, ha sido la más acertada para reducir la pobreza en el país?***

La mayoría de los entrevistados coincide que las políticas de gobierno en estos años no han contribuido a reducir la pobreza en el Perú, por no destinar mayores recursos para las políticas sociales de las regiones, existe mucha burocracia por parte de los estamentos del Estado, despilfarro fiscal, no hay ayuda en las zonas de frontera.

Otro grupo respondió que si se ha avanzado en reducir la pobreza, como por ejemplo se ha avanzado en políticas de promover infraestructura e inversión que generan más trabajo y ayudan a reducir la pobreza, así también se ha dado prioridad a promover la educación, elemento importante para salir de la pobreza.

**c) Opinión sobre la estructura de la cartera de inversiones del SPP.**

A la pregunta: ***¿Qué opinión tiene acerca de la estructura de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP con relación a la rentabilidad obtenidos por los fondos 1, 2 y 3?***

La mayoría respondió que esta bien estructurada de acuerdo a la rentabilidad y riesgo de los afiliados al sistema de pensiones, así de pueden utilizar porcentajes mínimos y máximos de rentabilidad de acuerdo a renta fija o variable, además sirve a las AFP para poder diversificar los diversos portafolios de inversión.

Otro grupo respondió que ha que revisar la estructura para no tener pérdidas de los instrumentos más conservadores, además se tiene que crear más cultura e el afiliado para poder escoger mejor s clasificación.

**d) Opinión sobre los límites de la cartera de inversiones del SPP.**

A la pregunta: ***¿Usted considera que inciden los límites de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP en la rentabilidad y riesgo de dichos fondos?***

La mayoría de los entrevistados respondió que si inciden los límites de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP en la rentabilidad y riesgo de dichos fondos por los límites para poder invertir y por las buenas rentabilidades.

Otro grupo respondió que no inciden los límites de la cartera de inversión en la rentabilidad y riesgo de los fondos de pensiones, porque esos límites no permiten una adecuada rentabilidad, a parte que también hay que controlar los excesos para no tener que tener muchos instrumentos volátiles que nos creen problemas en la rentabilidad futura.

**e) Opinión sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones.**

A la pregunta: ***¿En que medida cree usted que la rentabilidad de los fondos de pensiones satisface las expectativas de los afiliados?***

La mayoría de los entrevistados respondió que la rentabilidad de los fondos de pensiones si satisface las expectativas de los afiliados en cuanto a ver crecer su inversión a largo plazo, mejor pensiones de jubilación, tranquilidad al momento de la jubilación.

Otro grupo respondió que la rentabilidad de los fondos de pensiones satisface sólo de una manera moderada puesto que hay que mejorar la casuística y observar las pérdidas del capital como consecuencia de la crisis financiera.

**f) Opinión sobre el marco regulatorio vigente de las inversiones.**

A la pregunta: ***¿En que medida cree usted que el marco regulatorio vigente sobre la rentabilidad de las inversiones del SPP contribuye a los fondos de pensiones?***

La mayoría respondió que el marco regulatorio vigente sobre la rentabilidad de las inversiones del SPP no contribuye puesto que no minimiza el riesgo en tiempos de crisis financiera, además que no existe una cultura de información para el afiliado en cuanto a la rentabilidad pérdida en estos tiempos.

Otro grupo respondió que si contribuye el marco regulatorio brindando seguridad, para no exponer al riesgo las inversiones.

**g) Opinión sobre los factores determinantes de la rentabilidad.**

A la pregunta: ***¿Cuales cree usted que son los factores determinantes de la rentabilidad de los fondos de pensiones?***

El universo de los entrevistados respondió que los factores determinantes de la rentabilidad de los fondos de pensiones son la diversificación en instrumentos garantizados financieramente, la exposición al riesgo, la política económica del país, las leyes regulatorias en materia de inversiones.

**h) Opinión sobre la crisis financiera y el marco de regulación.**

A la pregunta: ***¿Cree Usted que la Crisis Financiera Internacional ha demostrado que debemos revisar nuestro marco regulatorio en cuanto a la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP?***

La gran mayoría respondió que si hay que revisar el marco regulatorio sobre la rentabilidad mínima para prevenir los riesgos en crisis financiera, además para dar mayor seguridad al afiliado en sus aportes.

Otro grupo respondió que no es necesario revisar nuestro marco regulatorio en cuanto a la rentabilidad mínima.

#### 4.3.2 Resultado de las Encuestas

##### (01) Rentabilidad de las inversiones

A la pregunta: ¿En los años 2008 y 2009 se ha presentado una mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP en el Perú?

**Tabla 1**

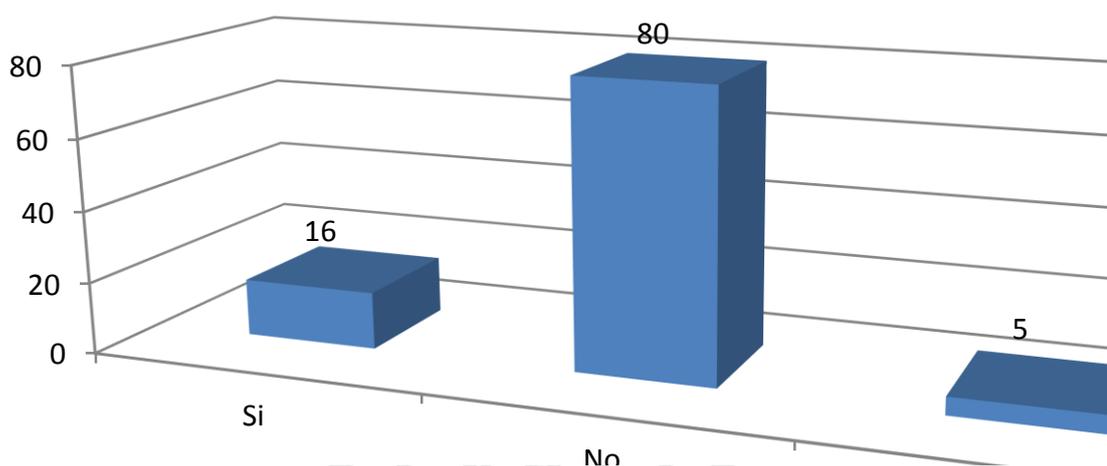
En el 2008-2009 se ha presentado una mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP en el Perú

Se ha presentado una mayor rentabilidad de las inversiones	Promotores	Porcentaje
Si	45	16
No	229	80
Desconoce	13	4
Total	287	100

Fuente: Promotores de AFP.

Al momento de la crisis financiera internacional, el 80% de los fondos de pensiones en la Bolsa de Valores de Lima perdieron rentabilidad, debido a la caída en sus índices, generando pérdidas en los fondos de inversión de las AFP. Sin embargo, un menor porcentaje de promotores aseguraron que algunos fondos de pensiones presentaron una mayor rentabilidad.

**Gráfico 1**  
**Existe una mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP**



## **(02) Análisis y riesgo de las inversiones**

A la pregunta: ¿Generalmente se hace un mayor análisis de riesgo y retorno de las inversiones de las AFP en el Perú?

Tabla 2  
 Generalmente se hace un mayor análisis de riesgo y  
 retorno de la inversiones de las AFP en el Perú

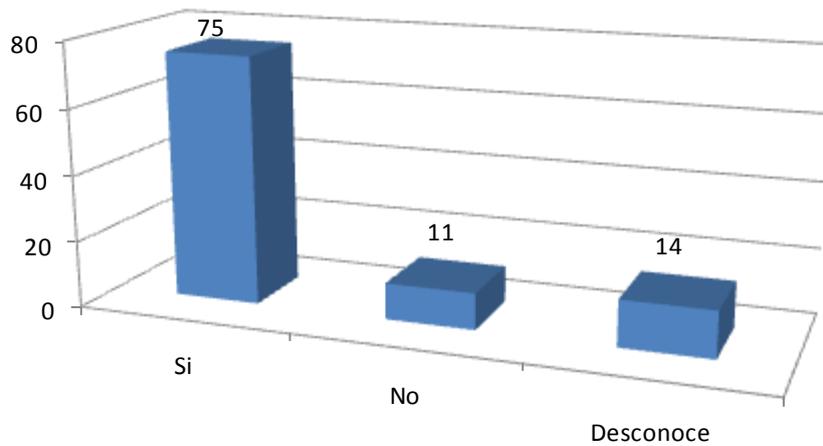
Realizan análisis de riesgo de inversión y retorno de la inversión	Promotores	Porcentaje
Si	215	75
No	33	11
Desconoce	39	14
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

El 75% de promotores de AFP's consideran que antes de invertir con los fondos de pensiones se hace un mayor análisis del riesgo para obtener un adecuado retorno de las inversiones pues estos influyen en la rentabilidad de los fondos de pensiones. Por otro lado, el 11% de promotores señaló no hacer ningún análisis de riesgo y retorno en la rentabilidad de los fondos de pensiones.

La gran mayoría de promotores segura que el análisis del riesgo y retorno de las inversiones influye en la rentabilidad de los fondos de pensiones, esto se sustenta en la diversificación propuesta para cada afiliado en los multifondos de AFP, en ellos se puede escoger los instrumentos de inversión a invertir, los cuales pueden ser en renta fija o renta variable. Sin embargo, tenemos que decir que existe una alta concentración de los fondos de pensiones en la Bolsa de Valores de Lima.

**Gráfico 2**  
**Realizan un mayor análisis de riesgo de inversión y**  
**retorno de la inversión**



**(03) Regulación de la Rentabilidad Mínima**

A la pregunta: ¿Actualmente en el Perú existe una regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú?

Tabla 3

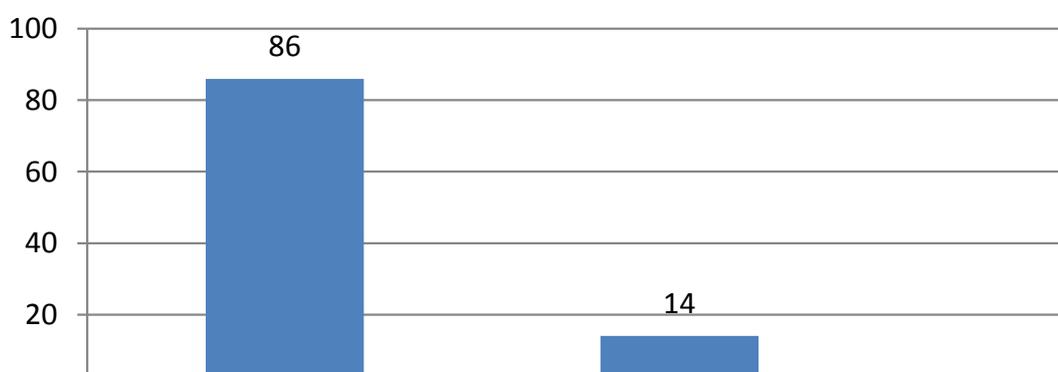
Existe una regulación de la rentabilidad mínima  
de los fondos de inversión de las AFP en el Perú

Existe una regulación de la rentabilidad mínima	Promotores	Porcentaje
Si	247	86
No	39	14
Desconoce	1	0
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

En el cuadro presentado podemos decir que el 86% de promotores de AFP's considera que existe una regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, mientras que 14% señala lo contrario.

**Gráfico 3**  
**Existe una regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP**



**(04) Análisis y Retorno**

A la pregunta: ¿Actualmente existe una evolución de los índices bursátiles de la BVL?

Tabla 4

Existe evolución de los índices bursátiles de la BVL

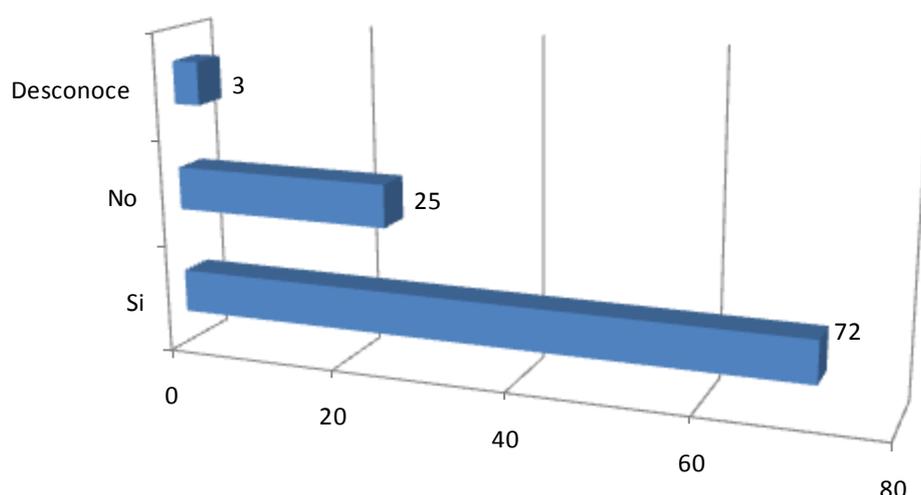
Evolución de los índices bursátiles	Promotores	Porcentaje
Si	208	72
No	71	25
Desconoce	8	3
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

Como podemos apreciar el 72% de promotores consideran que actualmente existe una evolución de los índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Lima. Explicado por la oferta de instrumentos de inversión y las condiciones económicas que influyen en la rentabilidad de los fondos de pensiones. Por otro lado, el 25% de promotores manifestó lo contrario. Finalmente, el 3% opino que desconoce, totalizando el 100%.



**Gráfico 4**  
**Existe evolución de los índices bursátiles de la BVL**



#### **(05) Instrumentos de Inversión.**

A la pregunta: ¿Actualmente existe una mayor oferta de instrumentos de inversión en el Perú para los fondos de pensiones que administran las AFP?

Tabla 5  
Existe mayor oferta de instrumentos de inversión  
para los fondos de pensiones

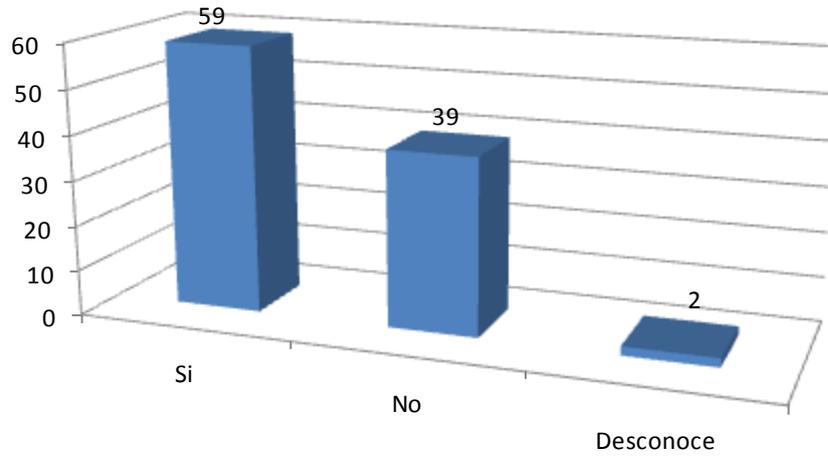
Existe mayor oferta de instrumentos de inversión	Promotores	Porcentaje
Si	169	59
No	112	39
Desconoce	4	2
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

Como podemos apreciar el 59% de promotores de AFP's consideran que existe una mayor oferta de instrumentos de inversión, mientras que 39% cree lo contrario. Finalmente, un 2% de los promotores desconoce del tema, totalizando el 100% de los encuestados.

La mayoría de promotores piensan que la oferta de instrumentos de inversión influye en la rentabilidad de los fondos de pensiones, pues si se analiza el criterio financiero de inversión se deduce que la diversificación de portafolios junto con una buena oferta de instrumentos de inversión, puede garantizar menos riesgo y mayor rentabilidad a futuro. Así, también se puede advertir la importancia de la inversión en proyectos de infraestructura como una forma de rentabilidad de los fondos de pensiones.

**Gráfico 5**  
**Existe mayor oferta de instrumentos de inversión**



**(06) Experiencia de Regulaciones de AFP.**

A la pregunta ¿Se analiza con frecuencia las experiencias de las regulaciones de AFP de otros países?

Tabla 6

Se analiza con frecuencia las experiencias de regulación de AFP de otros países

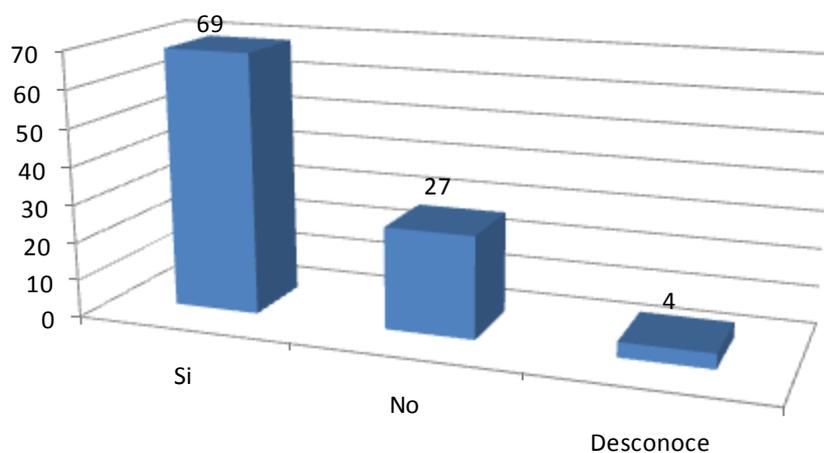
Analiza con frecuencia las experiencias de regulación de AFP de otros países	Promotores	Porcentaje
Si	199	69
No	76	27
Desconoce	12	4
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

De acuerdo a nuestro cuadro podemos apreciar que el 69% de promotores consideran que se analiza con frecuencia las experiencias de regulación de AFP's de otros países. Otro 27% opino que no se analiza las regulaciones de AFP's de otros países. Finalmente, 4% de los promotores desconoce del tema, totalizando el 100%.

Si analizamos la información del párrafo anterior, podemos apreciar que la gran mayoría piensa que las experiencias de regulaciones de otros países pueden influenciar positivamente en la administración del Sistema Pensiones Privado en el Perú. Puesto que, otros países como Chile han desarrollado y son pioneros en la administración de fondos de pensiones, pues a lo largo de los años han podido experimentar cambios necesarios para poder generar adecuadas expectativas de incremento de la calidad de vida del jubilado, junto a un crecimiento de la cultura financiera de los futuros afiliados.

**Gráfico 6**  
**Se analiza con frecuencia las experiencias de regulación de AFP de otros países**



### (07) Rentabilidad Mínima.

A la pregunta: ¿Cree Usted que la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP en el Perú beneficia a los fondos de pensiones?

Tabla 7

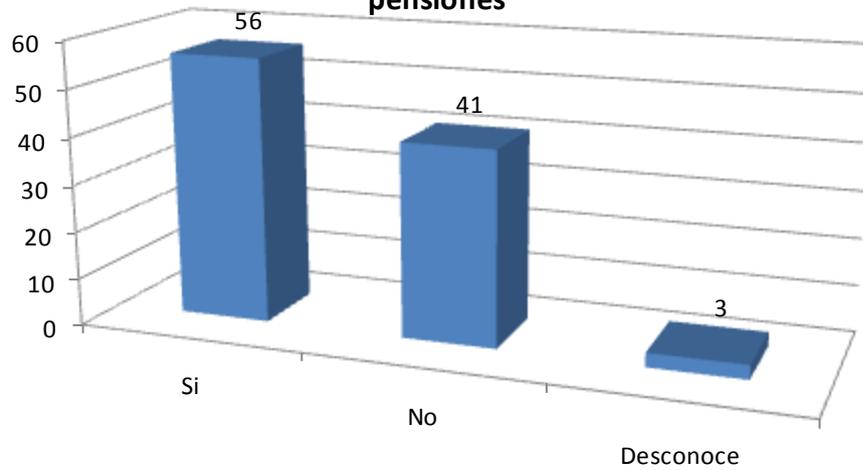
Cree Usted que la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP en el Perú beneficia a los fondos de pensiones

La regulación de la rentabilidad mínima benefician los fondos de pensiones	Promotores	Porcentaje
Si	160	56
No	119	41
Desconoce	8	3
Total	287	100

Fuente: Promotores de AFP.

Como podemos apreciar el 56% de promotores de AFP's consideran que actualmente que regulación de la rentabilidad mínima en las inversiones de las AFP en el Perú benefician los fondos de pensiones, aunque en la práctica ayuda poco a la protección de los fondos de pensiones de los afiliados en tiempos de crisis financiera como lo ocurrido en el 2008-2009, mientras que otro 41% señaló que realmente no benefician a los fondos de pensiones la actual regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP en el Perú. Finalmente, el 3% de los encuestados opino que desconoce, totalizando el 100%.

**Gráfico 7**  
**La regulación de la rentabilidad mínima benefician a los fondos de pensiones**



**(08) Calidad de Vida.**

A la pregunta: ¿Cree usted que desde la creación de las AFP en el Perú ha mejorado la calidad de vida de los afiliados en el momento de la jubilación?

**Tabla 8**  
**La calidad de vida del afiliado ha mejorado sustancialmente desde su jubilación**

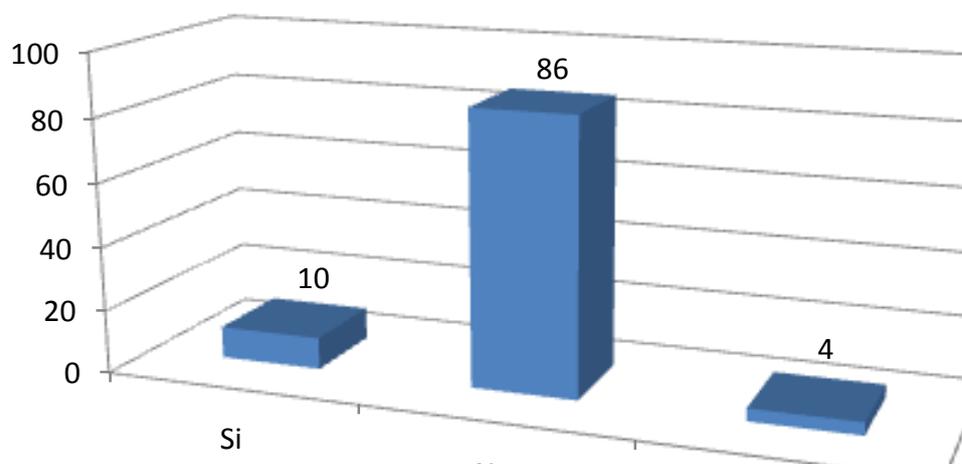
La calidad de vida del afiliado ha mejorado	Promotores	Porcentaje
Si	30	10
No	246	86
Desconoce	11	4
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

De acuerdo al cuadro anterior podemos observar que el 10% de promotores consideran que desde la creación de las AFP en el Perú ha mejorado la calidad de vida de los afiliados en el momento de la jubilación. Sin embargo, el 86% considera que no ha mejorado la calidad de vida de los afiliados en el momento de la jubilación. Finalmente, un 4% de los promotores desconoce del tema, totalizando el 100%.

Como podemos apreciar la mayoría piensa que no ha mejorado la calidad de vida de los afiliados en el momento de la jubilación desde la creación de las AFP, esto se considera porque al momento de la creación de estas no se contemplaron ciertos aspectos como la pensión mínima, la rentabilidad de los fondos y otros efectos como la informalidad en el empleo, la tasa de descuento y los años de aporte que son fundamentales para tener una mayor pensión en el momento de la jubilación.

**Tabla 8**  
**La calidad de vida del afiliado ha mejorado sustancialmente desde su jubilación**



### (09) Inversión de los fondos en el exterior.

A la pregunta: ¿En los últimos años se ha incrementado la inversión de los fondos de pensiones en el exterior?

Tabla 9  
Existe un incremento de inversión de los fondos de pensiones en el exterior

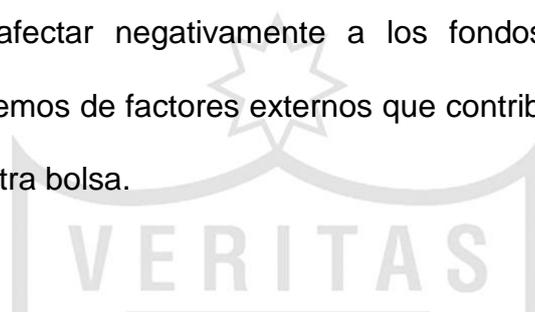
Existe un incremento de inversión de los fondos de pensiones	Promotores	Porcentaje
Si	106	37
No	179	62
Desconoce	2	1
Total	287	100

Fuente: Promotores de AFP.

Como podemos apreciar el 37% de promotores de AFP's señalaron en los últimos años la inversión de los fondos de pensión es en el exterior se ha ido incrementando, sin embargo, el 62% de los promotores señalaron que no se ha incrementado en nada la inversión de los fondos de pensiones en el exterior. Finalmente, el 1% desconoce del tema, totalizando el 100% de los encuestados.

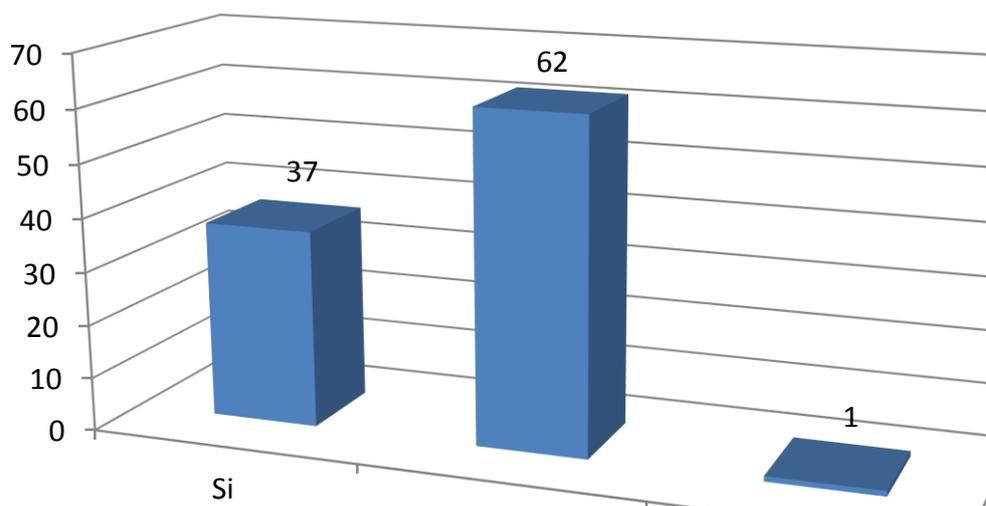
Si analizamos la información del párrafo anterior, podemos apreciar que la gran mayoría piensa que no se ha incrementado en el límite de inversión en el exterior el mismo que podría tener un impacto positivo en la rentabilidad de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP.

Eso lo hemos podido evidenciar, en el momento de la caída de los índices de la Bolsa de Valores de Lima durante la crisis financiera internacional, puesto que la concentración de los fondos de pensiones y la poca inversión en el exterior, trajo una pérdida de los fondos de pensiones de los afiliados en casi 11,000 millones de soles. También podemos apreciar que la excesiva concentración de las inversiones en la Bolsa de Valores de Lima, es un factor que pueda afectar negativamente a los fondos de pensiones, pues dependemos de factores externos que contribuyan a la dinamización de nuestra bolsa.



**Gráfico 9**

**Existe un incremento de inversión de los fondos de pensiones**



#### **(10) Limites de Inversión.**

A la pregunta: ¿En tiempos de crisis financiera se protegen los fondos de pensiones en el Perú?

Tabla 10  
En tiempos de crisis financiera se protegen los fondos  
de pensiones

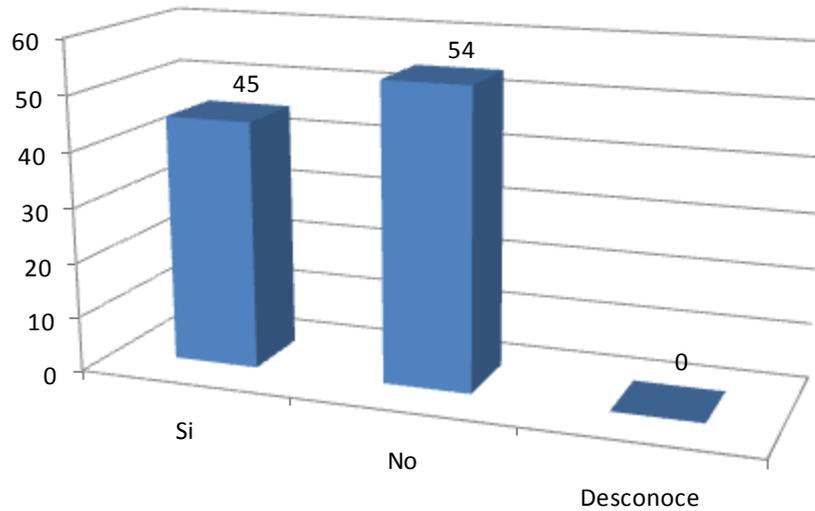
Los fondos de pensiones están protegidos	Promotores	Porcentaje
Si	129	45
No	157	54
Desconoce	1	0
Total	287	100

Fuente: Promotores de AFP.

Como podemos apreciar el 54% de promotores de AFP's señalaron que cuando ocurren crisis financieras los fondos de pensiones no se protegen aumentando el riesgo de perder como paso durante la crisis financiera del 2008, sin embargo un 45% señaló que si se protegen.

Si analizamos la información del párrafo anterior, podemos apreciar que la gran mayoría opina que la regulación actual de los fondos de inversión ayudan en poca medida a la protección de los fondos de pensiones de los afiliados. Esto lo evidenciamos en las pérdidas que se han presentado a los largo de las diversas crisis financieras, especialmente entre los años 2008-2009, que han perjudicado en muchos casos a los afiliados que estaban a pocos meses de jubilarse.

**Gráfico 10**  
**Existe protección de fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera**



**(11) Diversificación de Carteras.**

A la pregunta: ¿Cree usted que la diversificación de las carteras de inversiones de los fondos de pensiones de las AFP contribuye en la rentabilidad de dichos fondos?

Tabla 11

Los fondos de pensiones se distribuyen de acuerdo a las carteras de inversiones

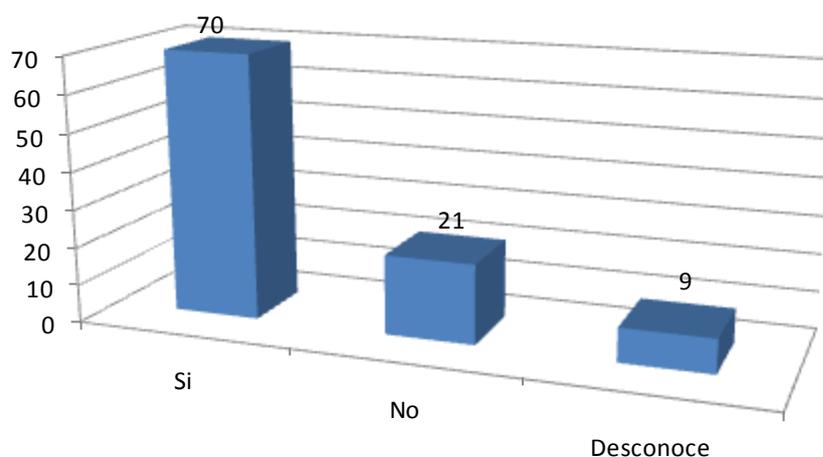
Las inversiones de los fondos de pensiones se diversifican	Promotores	Porcentaje
Si	201	70
No	59	21
Desconoce	27	9
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

Como apreciamos en el cuadro el 70% de los promotores de AFP's consideran que la diversificación de las carteras de inversiones de los fondos de pensiones del SPP ha contribuido positivamente en la rentabilidad de dichos fondos, mientras que el 21% señaló todo lo contrario. Finalmente, el 9% desconoce del tema, totalizando el 100% de los encuestados.

La mayoría de promotores está seguro que la diversificación de las carteras de inversiones de los fondos de pensiones del SPP ha contribuido positivamente en la rentabilidad de los fondos de pensiones, por lo que es importante la ampliación de la oferta de instrumentos de inversión en la bolsa de valores, ampliando el límite de inversión en instrumentos en el exterior e invirtiendo en proyectos de infraestructura a nivel nacional.

**Gráfico 11**  
**Los fondos de pensiones se distribuyen de acuerdo a las carteras de inversiones**



## (12) Creación de los Multifondos.

A la pregunta: ¿La creación de los Multifondos de las AFP en el Perú ha contribuido a una mayor capitalización de los ahorros en las CIC?

Tabla 12

La capitalización de los ahorros en las CIC es favorable

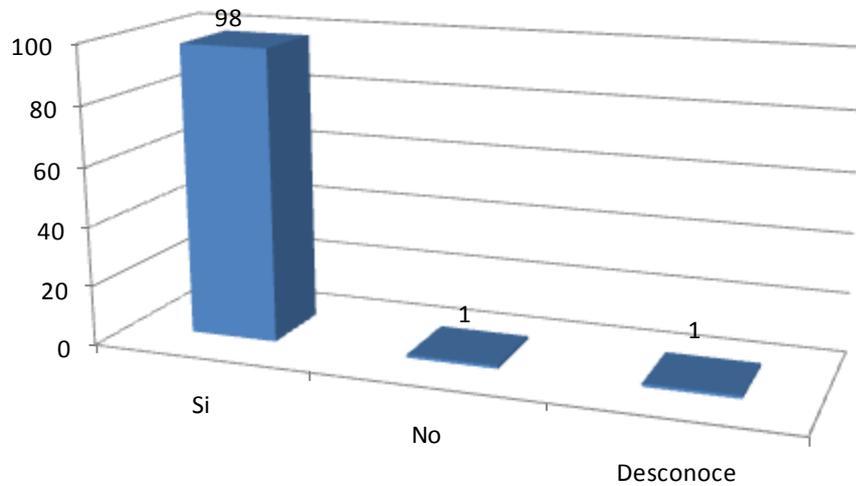
La capitalización de los ahorros en las CIC es favorable	Promotores	Porcentaje
Si	281	98
No	4	1
Desconoce	2	1
Total	287	100

Fuente: Promotores de AFP. Octubre del 2013

El 98% de promotores de las AFP's señalaron que la capitalización de los ahorros en las CIC es favorable, mientras que el 1% manifiesta que este no es favorable.

Podemos apreciar que la creación de los multifondos de AFP es una alternativa que el afiliado tiene para poder invertir de acuerdo a su riesgo y cultura financiera. Lamentablemente, no ha existido una cobertura en la información de las formas de inversión en los multifondos.

**Gráfico 12**  
**La capitalización de los ahorros en las CIC es favorable**



**(13) Regulaciones de AFP.**

A la pregunta: ¿Las experiencias de AFP de otros países es positivo para la administración de los fondos de pensiones en el Perú?

Tabla 13

Las experiencias de AFP de otros países es positivo para la administración de los fondos de pensiones en el Perú

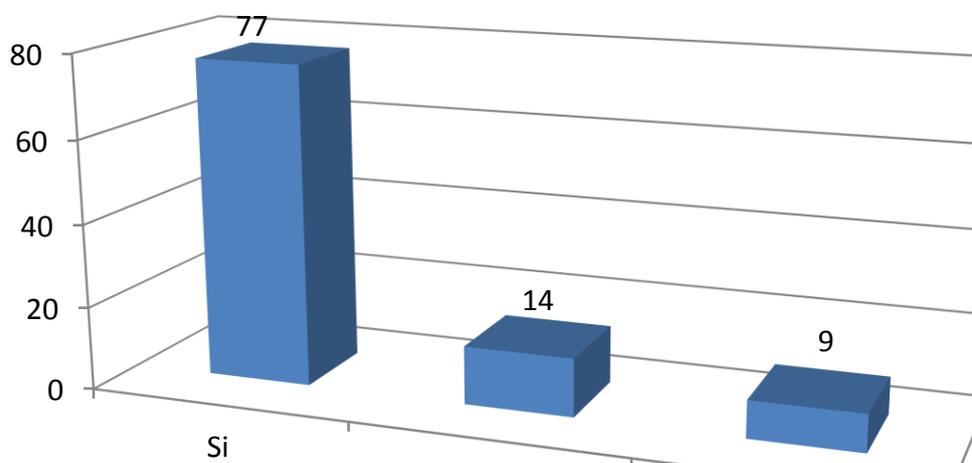
Las experiencias de AFP de otros países es positivo	Promotores	Porcentaje
Si	222	77
No	39	14
Desconoce	26	9
<b>Total</b>	<b>287</b>	<b>100</b>

Fuente: Promotores de AFP.

Las empresas previsoras en América Latina tienen mayor tiempo en el mercado internacional que las empresas nacionales por lo que los convierte de alguna manera en referentes de las AFP's nacionales. En ese sentido, la mayoría de promotores de las AFP, 77%, señalaron que si es positivo las experiencias de AFP de otros países en la administración de los fondos de pensiones, otro 14% menciona que no es positivo las experiencias de AFP de otros países en la administración de los fondos de pensiones, mientras que el 9% de promotores desconoce sobre este aspecto.

Podemos analizar que es importante la experiencia de la administración de AFP en otros países como Chile, que han desarrollado y son pioneros en la administración de fondos de pensiones privados, pues a lo largo de los años han podido experimentar cambios necesarios para poder generar adecuadas expectativas de incremento de la calidad de vida del jubilado.

**Gráfico 13**  
**Las experiencias de AFP de otros países es positivo para la administración de los fondos de pensiones**



#### (14) Marco Regulatorio.

A la pregunta: ¿Cree usted que debería revisarse el marco regulatorio de las AFP que protege las inversiones de los fondos de pensiones en el Perú?

Tabla 14

Cree usted que debería revisarse el marco regulatorio de las AFP que protege las inversiones de los fondos de pensiones

Marco regulatorio que protege los fondos de pensiones de los afiliados	Promotores	Porcentaje
Si	231	81
No	52	18
Desconoce	4	1
Total	287	100

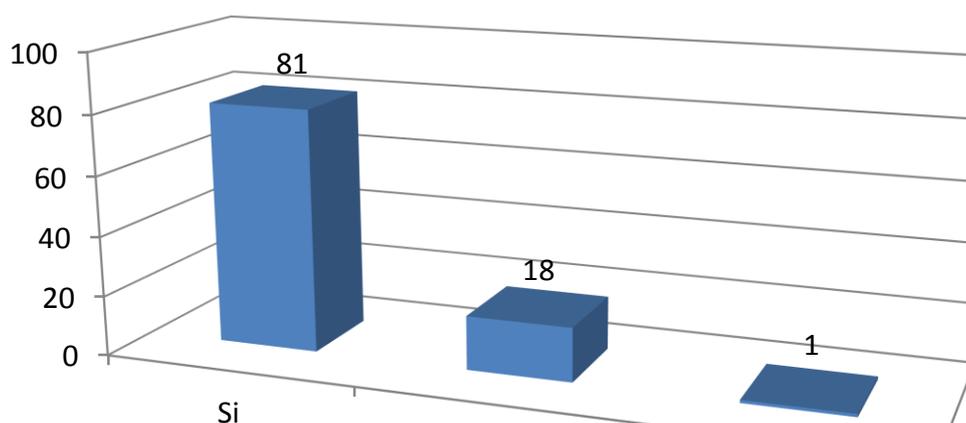
Fuente: Promotores de AFP.

Podemos apreciar en el cuadro que el 81% de promotores consideran que se debe revisarse el marco regulatorio de las AFP que protege las inversiones de los fondos de pensiones en el Perú, mientras que un 18% considera que no debería revisarse. Finalmente, el 1% de promotores desconoce del tema, totalizando el 100% de los encuestados.

Si analizamos la información del párrafo anterior, podemos apreciar que la gran mayoría piensa que debería revisarse el marco regulatorio de las inversiones de los fondos de pensiones para evitar rentabilidades negativas especialmente en tiempos de Crisis

Financiera, pues los efectos de las crisis financieras han creado pérdidas en los fondos de pensiones, sin haber una norma que regule la actuación de las administradoras de fondos de pensiones privadas (AFP) en tener que adoptar las medidas necesarias para evitar las pérdidas y generar una rentabilidad mínima que garantice los fondos de los afiliados.

**Gráfico 14**  
**Revisión del marco regulatorio de las AFP que protege las inversiones de los fondos de pensiones**



#### **OPINIÓN DE LOS PROMOTORES SOBRE LA REGULACIÓN DE LA RENTABILIDAD MÍNIMA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS AFP Y LA PROTECCIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES DE LOS AFILIADOS**

##### **1.- Sobre la crisis financiera internacional y su *impacto en el Mercado de Valores del Perú.***

La crisis financiera ha afectado de manera directa o indirecta al mercado de valores del Perú, principalmente por el precio de los minerales y los factores externos que provienen del mercado de EEUU, como por ejemplo una disminución de nuestras exportaciones.

Como el mercado de valores peruano depende de otros mercados internacionales, el impacto ha afectado con rentabilidades negativas.

**2.- Sobre la política económica del *gobierno en estos años, ha sido la más acertada para reducir la pobreza en el país.***

Las políticas de gobierno en los últimos años no han contribuido en reducir la pobreza en el Perú, por no destinar mayores recursos para las políticas sociales de las regiones, existe mucha burocracia por parte de los estamentos del Estado, despilfarro fiscal. No hay ayuda en las zonas de frontera.

Otro grupo respondió que se ha avanzado en reducir la pobreza, como por ejemplo en políticas de promover infraestructura e inversión que generan más trabajo y ayudan a reducir la pobreza, así también se ha dado prioridad a promover la educación, elemento importante para salir de la pobreza.

**3.- Sobre la estructura de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP con relación a la rentabilidad obtenidos por los fondos 1, 2 y 3.**

De acuerdo a la rentabilidad y riesgo de los afiliados al sistema de pensiones, esta se encuentra bien estructurada, así se pueden utilizar porcentajes mínimos y máximos de rentabilidad de acuerdo a renta fija o variable, además sirve a las AFP para poder diversificar los diversos portafolios de inversión.

Sin embargo, es necesario revisar la estructura para no tener pérdidas de los instrumentos más conservadores, además se tiene que crear más cultura en el afiliado para poder escoger mejor su estructura de acuerdo a la aversión al riesgo.

***4.- Sobre la incidencia de los límites de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP en la rentabilidad y riesgo de dichos fondos***

Los límites de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones del SPP inciden en la rentabilidad y riesgo de dichos fondos por los límites para poder invertir y por las buenas rentabilidades.

Pero, es muy probable que no incida en los límites de la cartera de inversión en la rentabilidad y riesgo de los fondos de pensiones, porque esos límites no permiten una adecuada rentabilidad, a parte que también hay que controlar los excesos para no tener que tener muchos instrumentos volátiles que nos creen problemas en la rentabilidad futura.

***5.- Sobre la satisfacción de la rentabilidad de los fondos de pensiones en los afiliados***

La rentabilidad de los fondos de pensiones satisface las expectativas de los afiliados en cuanto a ver crecer su inversión a largo plazo, mejor pensiones de jubilación, tranquilidad al momento de la jubilación.

Aunque, la rentabilidad de los fondos de pensiones satisface sólo de una manera moderada puesto que hay que mejorar la casuística y observar las pérdidas del capital como consecuencia de la crisis financiera.

**6.- Sobre la contribución del marco regulatorio vigente sobre la rentabilidad de las inversiones del SPP en los fondos de pensiones en el Perú.**

El marco regulatorio vigente sobre la rentabilidad de las inversiones del SPP no contribuye puesto que no minimiza el riesgo en tiempos de crisis financiera, además no existe una cultura de información para el afiliado en cuanto a la rentabilidad ó pérdida en estos tiempos.

Por el contrario, un pequeño grupo de promotores señala que contribuye el marco regulatorio brindando seguridad, para no exponer al riesgo las inversiones.

**7.- Sobre los factores determinantes de la rentabilidad de los fondos de pensiones**

Los factores determinantes de la rentabilidad de los fondos de pensiones son la diversificación en instrumentos garantizados financieramente, la exposición al riesgo, la política económica del país, las leyes regulatorias en materia de inversiones.

**8.- Sobre la Crisis Financiera Internacional demuestra que debemos revisar nuestro marco regulatorio en cuanto a la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP**

La gran mayoría respondió que si hay que revisar el marco regulatorio sobre la rentabilidad mínima para prevenir los riesgos en crisis financiera, además para dar mayor seguridad al afiliado en sus aportes.

Pero, por otro lado, algunos promotores señalaron que no es necesario revisar nuestro marco regulatorio en cuanto a la rentabilidad mínima.

**4.3.3 Contrastación de hipótesis**

Para contrastar la hipótesis planteada se hizo uso de la prueba ji cuadrado, que por la naturaleza de los datos se ajusta a una escala de medición tipo nominal, pudiendo por lo tanto hacer uso de ella, la fórmula a utilizar será la prueba ji cuadrado corregida por Yates, pues más del 20% de las celdas que contienen las frecuencias esperadas de la tabla son menores a cinco (5), lo que obliga a la combinación de celdas adyacentes para finalmente obtener una tabla 2x2.

El estadístico Ji-cuadrado corregido por Yates es como sigue:

Donde:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

A= Celda, primera columna, primera fila  
 B= Celda, segunda columna, primera fila  
 C= Celda, primera columna, segunda fila  
 D= Celda, segunda columna, segunda fila

**Hipótesis a:**

**H<sub>0</sub>:** A mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, no necesariamente mayor será el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.

**H<sub>1</sub>:** A mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, mayor será el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.

Existe mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones	El mayor incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	22	20	3	<b>45</b>
No	4	225	0	<b>229</b>
Desconoce	4	1	8	<b>13</b>
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>246</b>	<b>11</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

1. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.
2. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

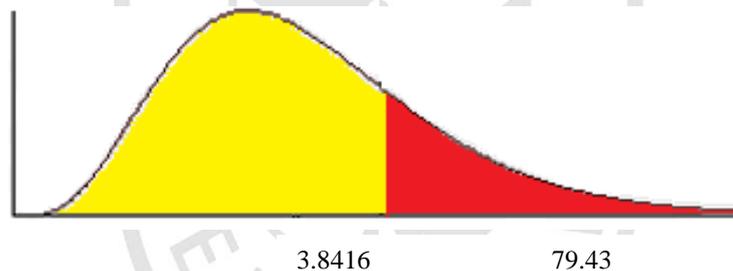
3. Distribución de la estadística de prueba: cuando **H<sub>0</sub>** es verdadera, **X<sup>2</sup>** sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con (2-1) (2-1) = 1 grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

4. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula (H<sub>0</sub>) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416

5. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|22 * 234 - 23 * 8| - 287/2)^2 287}{(45)(242)(30)(257)} = 79.43$$

6. Decisión estadística: Dado que 79.43 > 3.8416, se rechaza **H<sub>0</sub>**.



7. Conclusión: A mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, mayor será el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.

### Hipótesis b:

**H<sub>0</sub>**: A Mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, no necesariamente mayor será la incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.

**H<sub>1</sub>:** A Mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, mayor será la incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.

Existe un mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP	Existe una mayor incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	95	120	0	<b>215</b>
No	3	30	0	<b>33</b>
Desconoce	8	29	2	<b>39</b>
<b>Total</b>	<b>106</b>	<b>179</b>	<b>2</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

8. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.
9. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

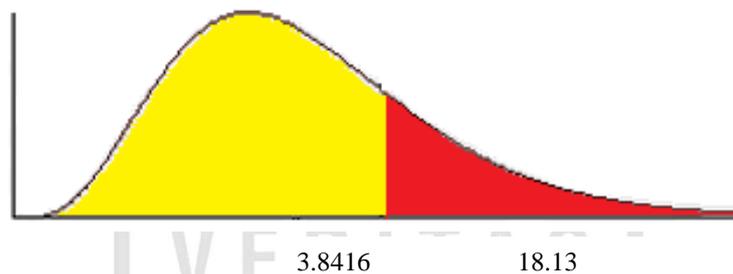
10. Distribución de la estadística de prueba: cuando **H<sub>0</sub>** es verdadera, **X<sup>2</sup>** sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con (2-1) (2-1) = 1 grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

11. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula ( $H_0$ ) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416

12. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|95*61 - 120*11| - 287/2)^2 287}{(215)(72)(106)(181)} = 18.13$$

13. Decisión estadística: Dado que  $18.13 > 3.8416$ , se rechaza  **$H_0$** .



14. Conclusión: A Mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, mayor será la incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.

**Hipótesis c:**

**$H_0$ :** La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, no protege los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.

**$H_1$ :** La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, protege los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.

Existe una regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP	Existe protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	124	123	0	<b>247</b>
No	5	34	0	<b>39</b>
Desconoce	0	0	1	<b>1</b>
<b>Total</b>	<b>129</b>	<b>157</b>	<b>1</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

15. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.

16. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

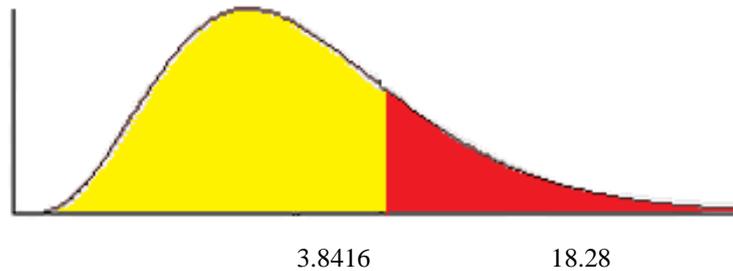
17. Distribución de la estadística de prueba: cuando **H<sub>0</sub>** es verdadera, **X<sup>2</sup>** sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con (2-1) (2-1) = 1 grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

18. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula (H<sub>0</sub>) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416

19. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|124 * 35 - 123 * 5| - 287/2)^2 287}{(247)(40)(129)(158)} = 18.28$$

20. Decisión estadística: Dado que  $18.28 > 3.8416$ , se rechaza **H<sub>0</sub>**.



21. Conclusión: A mayor regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, mayor será la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.

**Hipótesis d:**

**H<sub>0</sub>:** A mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL, no necesariamente mayor será la incidencia en las carteras de inversiones de las AFP.

**H<sub>1</sub>:** A mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL, mayor será la incidencia en las carteras de inversiones de las AFP.

Existe una mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL	Existe una mayor incidencia en las carteras de inversiones de las AFP			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	193	12	3	<b>208</b>
No	7	46	18	<b>71</b>
Desconoce	1	1	6	<b>8</b>
<b>Total</b>	<b>201</b>	<b>59</b>	<b>27</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

22. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.

23. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

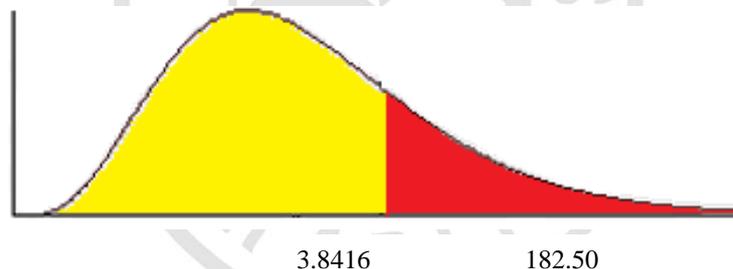
24. Distribución de la estadística de prueba: cuando **H<sub>0</sub>** es verdadera, **X<sup>2</sup>** sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con (2-1) (2-1) = 1 grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

25. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula (H<sub>0</sub>) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416

26. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|193*71 - 15*8| - 287/2)^2 287}{(208)(79)(201)(86)} = 182.50$$

27. Decisión estadística: Dado que  $182.50 > 3.8416$ , se rechaza **H<sub>0</sub>**.



28. Conclusión: A mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL, mayor será la incidencia en las carteras de inversiones de las AFP.

### Hipótesis e:

**H<sub>0</sub>**: A mayor inversión en instrumentos de renta seguros, no necesariamente mayor será la capitalización de los ahorros en las CIC.

**H<sub>1</sub>**: A mayor inversión en instrumentos de renta seguros, mayor será la capitalización de los ahorros en las CIC.

Existe una mayor inversión en instrumentos de renta seguros	Existe una mayor capitalización de los ahorros en las CIC			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	159	0	0	169
No	126	0	0	112
Desconoce	0	2	0	6
<b>Total</b>	<b>281</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

29. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.

30. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

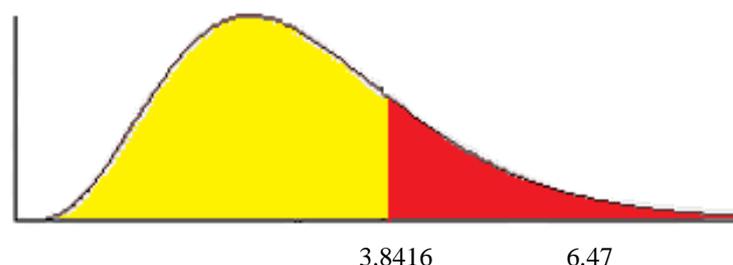
31. Distribución de la estadística de prueba: cuando  $H_0$  es verdadera,  $X^2$  sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con  $(2-1)(2-1) = 1$  grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

32. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula ( $H_0$ ) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416

33. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|258 * 2 - 0 * 27| - 287/2)^2 287}{(258)(29)(285)(2)} = 6.47$$

34. Decisión estadística: Dado que  $6.47 > 3.8416$ , se rechaza  $H_0$ .



35. Conclusión: A mayor inversión en instrumentos de renta seguros, mayor será la capitalización de los ahorros en las CIC.

**Hipótesis f:**

**H<sub>0</sub>:** A mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países, no necesariamente mayor será la influencia positiva en la administración de los fondos de pensiones.

**H<sub>1</sub>:** A mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países, mayor será la influencia positiva en la administración de los fondos de pensiones.

Existe un mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países	Existe influencia positiva de AFP extranjeras, en la administración de los fondos de pensiones			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	193	4	2	<b>199</b>
No	27	32	17	<b>76</b>
Desconoce	2	3	7	<b>12</b>
<b>Total</b>	<b>222</b>	<b>39</b>	<b>26</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

36. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.

37. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

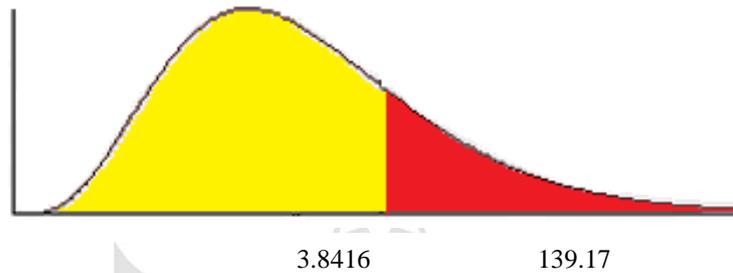
$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A + B)(C + D)(A + C)(B + D)}$$

38. Distribución de la estadística de prueba: cuando **H<sub>0</sub>** es verdadera, **X<sup>2</sup>** sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con (2-1) (2-1) = 1 grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

39. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula ( $H_0$ ) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416
40. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|19 * 59 - 6 * 29| - 287 / 2)^2 287}{(199)(88)(222)(65)} = 139.17$$

41. Decisión estadística: Dado que  $139.17 > 3.8416$ , se rechaza  $H_0$ .



42. Conclusión: A mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países, mayor será la influencia positiva en la administración de los fondos de pensiones.

**Hipótesis General:**

$H_0$ : La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, no generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.

$H_1$ : La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.

Existe adecuada regulación de la rentabilidad mínima	Existe mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados			Total
	Si	No	Desconoce	
Si	157	3	0	<b>160</b>
No	73	45	1	<b>119</b>
Desconoce	1	4	3	<b>8</b>
<b>Total</b>	<b>231</b>	<b>52</b>	<b>4</b>	<b>287</b>

Para probar la hipótesis planteada seguiremos el siguiente procedimiento:

43. Suposiciones: La muestra es una muestra aleatoria simple.

44. Estadística de prueba: La estadística de prueba es:

$$\chi^2 = \frac{(|AD - BC| - N/2)^2 n}{(A+B)(C+D)(A+C)(B+D)}$$

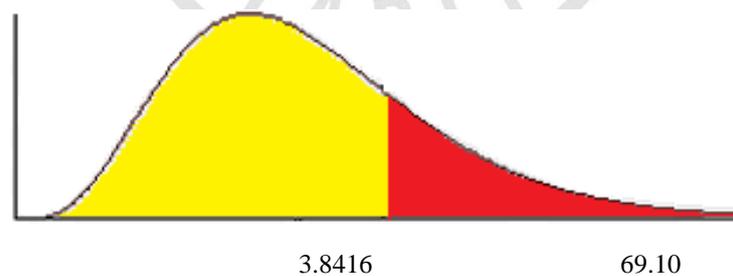
45. Distribución de la estadística de prueba: cuando  $H_0$  es verdadera,  $\chi^2$  sigue una distribución aproximada de ji-cuadrada con  $(2-1)(2-1) = 1$  grados de libertad y un nivel de significancia de 0.05.

46. Regla de decisión: Rechazar hipótesis nula ( $H_0$ ) si el valor calculado de  $\chi^2$  es mayor o igual a 3.8416

47. Cálculo de la estadística de prueba: Al desarrollar la fórmula tenemos:

$$\chi^2 = \frac{(|157 * 53 - 3 * 74| - 287/2)^2 287}{(160)(127)(231)(56)} = 69.10$$

48. Decisión estadística: Dado que  $69.10 > 3.8416$ , se rechaza  $H_0$ .



49. Conclusión: La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.



## **CAPITULO V: DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

### **5.1 Discusión**

La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.

El Estado Peruano a través de sus mecanismos legales tiene que buscar que los fondos de pensiones tengan una protección en tiempos de crisis financiera internacional, pues como hemos apreciado en el estudio de la tesis, estos han sufrido efectos negativos y pérdidas de los fondos de los afiliados.

De los resultados de la contrastación de la hipótesis, hemos podido comprobar que se debe establecer una reforma del sistema privado de pensiones para establecer una rentabilidad mínima de los fondos de pensiones que garantice una calidad de vida futura de los afiliados a una AFP.

## 5.2 Conclusiones

- a. Los datos obtenidos, permitieron establecer que A mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, mayor será el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.
- b. Los datos obtenidos permitieron demostrar que A Mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, mayor será la incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.
- c. La contrastación de la hipótesis ha permitido establecer que A mayor regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, mayor será la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.
- d. Se ha establecido que A mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL, mayor será la incidencia en las carteras de inversiones de las AFP.
- e. Los datos obtenidos permitieron demostrar que A mayor inversión en instrumentos de renta seguros, mayor será la capitalización de los ahorros en las CIC.
- f. La contrastación de la hipótesis ha permitido establecer que A mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países, mayor será la influencia positiva en la administración de los fondos de pensiones.
- g. En conclusión, se ha determinado que la adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.

### 5.3 Recomendaciones

- a. Es importante que el Estado regule las inversiones de los fondos de las AFP, pues estos fondos constituyen una alternativa de tener una mejor calidad de vida al momento de la culminación de nuestra vida laboral.

Si el Sistema Privado de Pensiones ignorase las lecciones aprendidas en los últimos 18 meses sería muy imprudente. Más allá de la diversificación tradicional, es realmente necesario que los fondos de inversión de pensiones consideren estrategias óptimas para manejar la volatilidad e incorporar enfoques innovadores que identifiquen y controlen los riesgos en las carteras en tiempos de crisis financiera. Así, aunque pueda ser un poco doloroso, es probable que valga la pena explorar algunas lecciones que aprendimos en los últimos 18 meses.

Estas lecciones no son únicas para un mercado que está a la baja, son comunes para todos los mercados contraídos a lo largo de la historia, y esperamos ver el mismo tipo de lecciones y problemas cuando enfrentemos mercados a la baja y otros períodos de volatilidad en el futuro.

- b. La crisis financiera internacional es una clara muestra de la ausencia de buenas prácticas corporativas, y esa carencia se debería, en parte, a la falta de principios de responsabilidad social tan necesarios para asegurar la sostenibilidad de los

negocios y la imagen corporativa que se muestra hacia los clientes.

Benedicto XVI en su tercera encíclica *Caritas in Veritate* (El Amor en la Verdad) nos hace reflexionar sobre que la economía tiene necesidad de la ética para su correcto funcionamiento; no una ética cualquiera, sino una ética amiga de la persona. Los agentes financieros han de redescubrir el fundamento ético de su actividad para no abusar de aquellos instrumentos sofisticados con los que se podría traicionar a los ahorradores.

La prevención del riesgo es vital. Las formas tradicionales y no tradicionales de prevención de riesgos son esenciales para controlar los riesgos de las carteras en el futuro. Un régimen de pensiones privado de esquema de capitalización individual ciertamente puede obtener una ventaja al usar enfoques innovadores para identificar dónde efectivamente radican los riesgos en su cartera y puede desarrollar herramientas y técnicas novedosas para manejar dichos riesgos.

- c. Una de los temas fundamentales que hay debatir en la reforma del Sistema Privado de Pensiones, es cuanto a la regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP.

Tenemos que entender que el afiliado al apostar en invertir sus fondos de pensiones en una AFP, piensa en rentabilizar su capital mes a mes, de acuerdo con los años de aporte de su vida

laboral, y para esto, contrata a una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) para que administre estos fondos de acuerdo a criterios legales dentro de un marco jurídico que beneficie y proteja al afiliado a una AFP. El afiliado no puede entender que por consecuencias de una crisis financiera que tiene efectos sobre nuestro país y principalmente sobre nuestro mercado de valores, traiga como consecuencia la pérdida de gran parte de los fondos que con esfuerzo ha aportado a lo largo de los años.

El Estado Peruano a través de sus mecanismos legales tiene que buscar que los fondos de pensiones tengan una protección en tiempos de crisis financiera internacional, pues como hemos apreciado en el estudio de la tesis, estos a lo largo de todas las crisis financieras o económicas presentadas dentro del periodo de creación de las AFP, siempre han sufrido efectos negativos y pérdidas de los fondos de los afiliados.

- d. Tenemos que tomar en cuenta que las crisis financieras afectan a nuestro mercado de valores y por tanto sus indicadores bursátiles.

Nosotros también sentimos los efectos de la crisis de Estados Unidos en nuestro país, los efectos se dan en los portafolios de inversión y en el mercado de valores que refleja valores negativos, y que se trasladaron a las pérdidas de los distintos fondos de pensiones, inclusive de aquellos fondos que aparentemente no tenían riesgo y que ha originado que muchos

afiliados próximos a jubilarse no puedan recuperar sus fondos y posiblemente tenga una reducción en la proyección de su futura pensión.

Es importante evaluar estos efectos internacionales en nuestro mercado de valores local, pues, la alta concentración de los fondos de pensiones dentro del país y la poca inversión en el extranjero, en el momento de la crisis financiera de los años 2008 – 2009, hicieron que los fondos de pensiones sufrieran pérdidas aproximadamente de más de 11'000,000 millones de nuevos soles.

- e. Las inversiones del sistema privado de pensiones tienen un beneficio único con respecto a otros tipos de inversiones, en el sentido de que pueden permitirse tomar una perspectiva mucho mayor para la inversión, lo que indica que ciertamente hay lugar para poder tomar acciones en el plan de pensiones. En el corto plazo, los retornos pueden presentarse de positivos a negativos, pero en un período de 30 años, los retornos son notoriamente estables en números.

Analizar los factores que han ocasionado los riesgos son ciertamente importante porque estos afectan la capacidad de los fondos de pensiones de poder cumplir con sus obligaciones futuras para con los afiliados a una AFP. Es aquí donde debe reflejarse un rol más eficiente de los administradores de

pensiones y garantizar rendimientos adecuados en cada uno de los tipos de fondos de pensiones.

El garantizar rendimientos mínimos en las inversiones de los fondos de pensiones, es importante, siendo este un reto para las Administradoras de fondos de pensiones, puesto que, mejoraría la imagen entre los afiliados cuando tengan que realizar una evaluación de un costo beneficio por la equivalencia de las comisiones que cobran por la administración de los fondos.

La diversificación tradicional ciertamente es importante, pero la administración innovadora del riesgo y las técnicas innovadoras de diversificación realmente pueden dar una ventaja a un fondo de pensiones para ayudarlo a cumplir las promesas hechas a quienes se jubilen de ahora en adelante.

- f. La experiencia de países pioneros en fondos de pensiones privados como Chile y otros como Colombia y México son fundamentales para obtener modelos de reformas de pensiones que influyan en las AFP nacionales y que beneficien con una administración adecuada y eficiente en busca de la rentabilidad de los fondos de pensiones.

La rentabilidad es el tema más promocionado y discutido por los sectores interesados en el funcionamiento de los sistemas privados de pensiones, asimismo, de los afiliados que han visto mermar sus fondos de pensiones como consecuencia de la crisis

financiera. Por eso, podemos definir que en un futuro próximo podría ser el factor determinante para la elección de una AFP.

- g.** El Estado Peruano a través de una reforma del sistema privado de pensiones debe establecer una rentabilidad mínima que tenga como parámetros básicos sobre tres criterios fundamentales: El monto de la inflación, la tasa pasiva de los depósitos a plazo fijo anual o un número que represente una rentabilidad mínima de nuestros fondos de pensiones, como compensación del pago realizado (comisión de administración) por cada afiliado a una AFP por la administración de sus fondos y que esperan un adecuado servicio de parte de ellas.

Para una mayor transparencia del mercado y de los afiliados a las AFP es importante que la SBS ejerza un rol protagónico donde regule y controle los fondos invertidos en la Bolsa de Valores de Lima, a su vez que se ejerza un control de los fondos destinados a través de una compañía de seguros de los afiliados que escojan la modalidad de renta vitalicia para efectos de su jubilación.

El deber de los responsables de los sistemas de pensiones es continuar enfocándose en sus mejoras en el largo plazo, identificando adecuadamente los problemas más relevantes. En los países con esquemas de pensiones con contribuciones definidas obligatorias como el caso del Perú, será necesario enfocarse en los problemas de cobertura, buscando la dotación

de un adecuado esquema de solidaridad de parte del gobierno que permita una sostenibilidad económica y social en los sistemas. Asimismo, se deberá realizar una mayor profundización de los mercados de capitales y mejorar aspectos de fondo como la educación financiera de la población.



## FUENTES DE INFORMACIÓN

### a) Referencias bibliográficas

- 1) **AMAT I SALAS, Oriol. “Euforia y Pánico: Aprendiendo de las burbujas y otras crisis, del crack de los tulipanes a las subprime”.** Profit Editorial. Barcelona – España. 2008. pp. 156
- 2) **BBVA. “Una Mirada al Sistema de Peruano de Pensiones”.** Editorial Norma. Lima – Perú. 2008. pp. 208
- 3) **CENTRUM. “Crisis, Análisis y Perspectivas de la Crisis Económica Mundial desde el Perú”.** Editorial Norma. Lima – Perú. 2009. pp. 386.
- 4) **CONSTITUCIÓN POLÍTICA DEL PERÚ DE 1993.**

- 5) **CORDOVA y CACERES. “Las AFP y el Papel de los Directores Independientes”.** Revista Economía y Derecho. UPC. Vol. 2, Nº 8. 2005. pp. 37.
  
- 6) **DANCOURT, Oscar y JIMENEZ, Félix. “Crisis Internacional: Impacto y respuestas de política económica en el Perú”.** Fondo Editorial de la PUCP. Noviembre 2009. Lima – Perú. pp. 291.
  
- 7) **DE LAS CASAS, Gonzalo. “AFPs acompañando el Desarrollo Económico del Perú”.** FIAP. Abril 2009.
  
- 8) **Decreto Supremo N° 054-97-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP).** 14 de mayo de 1997.
  
- 9) **Decreto Supremo N° 004-98-EF, Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del SPP.** 21 de enero de 1998.
  
- 10) **FIAP. “El Futuro de las Pensiones: desarrollo de los programas de Capitalización Individual”.** CIUP. Lima – Perú. 2009. pp. 477.
  
- 11) **FIAP. “Inversiones y Pensiones en los Sistemas de Capitalización”.** FIAP. Santiago, Chile. 2009. pp. 317.

- 12) **FIAP. “Multifondos: Los casos de Chile, México y Perú”.**  
FIAP. Santiago de Chile. Diciembre 2007. pp. 23.
- 13) **MASIAS, Lorena. “Nuevo Esquema de Gestión de Inversiones”.** Strategia. N° 13. Julio 2009. pp. 142.
- 14) **MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS. “Los Sistemas de Pensiones en el Perú”.** Lima –Perú. Mayo 2004. pp. 72
- 15) **MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS. “Plan de Acción de los Sistemas de Pensiones en el Perú 2004 – 2008”.** Lima – Perú. Octubre 2004. pp. 35
- 16) **MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS. “Marco Macroeconómico Multianual 2010-2012”.** Lima – Perú. Mayo 2009. pp. 80.
- 17) **MEF, ONP y SBS. “Informe final de la comisión técnica de la Ley N° 28991: Plan de Mejoras al Sistema Nacional de Pensiones y al Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones que Permitan Asegurar su Coexistencia en el Mediano y Largo Plazo”.** Lima – Perú. 2008. pp. 170.

- 18) **MORON, Eduardo y CARRANZA, Eliana.** “**Diez Años del Sistema Privado de Pensiones**”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Lima – Perú. Diciembre 2003. pp. 161.
- 19) **PARODI TRECE, Carlos.** “**Globalización y Crisis Financieras Internacionales**”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Lima – Perú. Diciembre 2006. pp. 506.
- 20) **RESOLUCIÓN Nº 052-98-EF/SAFP.** 10 de Febrero de 1998.
- 21) **ROBERTO ABUSADA, FRITZ DU BOIS, EDUARDO MORÓN Y JOSÉ VALDERRAMA.** “La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Lima – Perú. 2000. pp. 473.
- 22) **RODRIGUEZ, Eduardo y MIRANDA, Eduardo.** “**Examen Crítico de los Sistema de Pensiones: Mitos y Realidades**”. Editorial Universitaria. Chile. 2003. pp. 181.
- 23) **ROJAS, Jorge.** “**El Sistema Privado de Pensiones y su Rol en la Economía Peruana**”. CIES. Lima - Perú. 2003. pp. 118.

**b) Referencias electrónicas:**

**AFP CAPITAL.** [www.afpcapital.cl](http://www.afpcapital.cl)

**AIOS - Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones.** [www.aiosfp.org](http://www.aiosfp.org)

**ASOCIACIÓN DE AFP.** [www.asociacionafp.com.pe](http://www.asociacionafp.com.pe)

**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU.** [www.bcrp.gob.pe](http://www.bcrp.gob.pe)

**BOLSA DE VALORES DE LIMA.** [www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)

**CUPRUM AFP.** [www.cuprum.cl](http://www.cuprum.cl)

**DICCIONARIO BURSÁTIL – BOLSAR.** [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

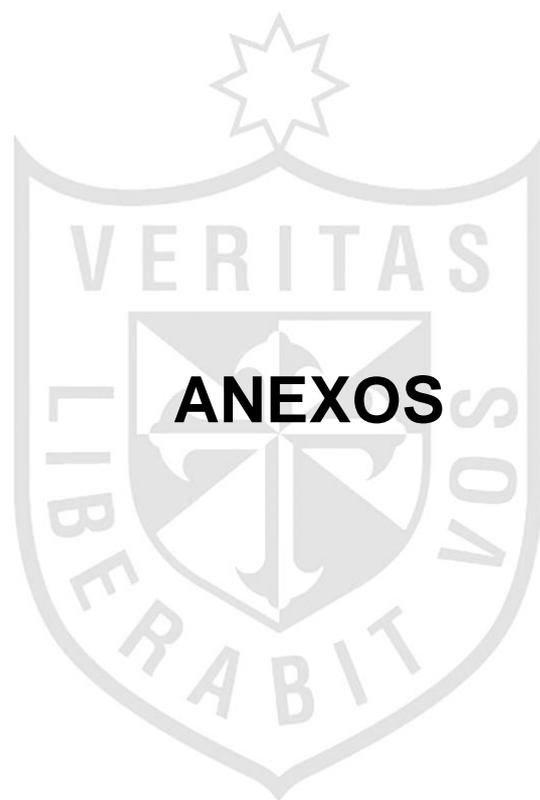
**FIAP.** [www.fiap.cl](http://www.fiap.cl)

**INEI.** [www.inei.gob.pe](http://www.inei.gob.pe)

**OFICINA DE NORMALIZACION PREVISIONAL.** [www.onp.gob.pe](http://www.onp.gob.pe).

**SBS.** [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

**WIKIPEDIA ENCICLOPEDIA.** [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)



**ANEXOS**

**Anexo 1: MATRIZ DE CONSISTENCIA**

**Título: EFECTOS DE LA RENTABILIDAD EN LOS FONDOS DE INVERSION DE LAS AFP EN EL PERU EN TIEMPOS DE CRISIS FINANCIERA Y SU INCIDENCIA EN LOS FONDOS DE PENSIONES DE LOS AFILIADOS**

FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION	HIPOTESIS	DISEÑO
<b>Problema General</b>	<b>Objetivo General</b>	<b>Hipótesis General</b>	<b>Diseño Metodologico</b>
¿Cuál es el efecto de la regulación de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados?	Analizar cuál es el efecto de la rentabilidad de los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados.	La adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú, generará mayor protección de los fondos de pensiones de los afiliados.	Por el tipo de investigación, el estudio que se llevo a cabo reúne las condiciones metodologicas necesarias para ser considerada como una investigación aplicada.
<b>Problemas Específicos</b>	<b>Objetivos Específicos</b>	<b>Hipótesis Específicas</b>	
¿En que medida la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, inciden en el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación?	Evaluar como contribuye la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP en el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.	A mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP, mayor será el incremento de la calidad de vida del afiliado al momento de la jubilación.	<p><b>Nivel de Investigación:</b> Conforme a los ppositos del estudio, la investigación se centra por su nivel en un trabajo descriptivo - explicativo.</p> <p><b>Dimensión:</b></p> <p>a) Social: Las técnicas destinadas al recojo de información se aplicaron a los promotores de las Administradoras de Fondos de Pensiones .</p> <p>b) Espacial: La investigación se llevo a cabo a nivel de las AFPs ubicadas en Lima metropolitana.</p> <p>c) Temporal: El periodo en el cual llevaremos a cabo la investigación abarca los años 2007 al 2010.</p>
¿En que medida un adecuado análisis del riesgo y retorno de las inversiones de AFP, inciden en los fondos de pensiones de los afiliados?	Demostrar como el análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, inciden positivamente en los fondos de pensiones de los afiliados.	A mayor análisis del riesgo y retorno de las inversiones de las AFP, mayor será la incidencia en los fondosa de pensiones de los afiliados.	
¿De qué manera la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, ayudarían a la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera?	Demostrar de que manera la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, ayudaria a la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.	A mayor regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP, mayor será la protección de los fondos de pensiones en tiempos de crisis financiera.	
¿En qué medida la evolución de los índices bursátiles de la BVL, inciden en las carteras de inversiones de las AFP ?	Analizar si la evolución de los índices bursátiles de la BVL inciden postivamente en las carteras de inversiones de las AFP.	A mayor evolución de los índices bursátiles de la BVL, mayor será la incidencia en las carteras de inversiones de las AFP.	
¿ En qué medida las inversiones hechas por las AFP en instrumentos de renta seguros, influyen en la capitalización de los ahorros de las CIC?	Evaluar en que medida las inversiones hechas por las AFP en instrumentos de renta seguros, influyen en la capitalización de los ahorros de las CIC.	A mayor inversión en instrumentos de renta seguros, mayor será la capitalización de los ahorros de las CIC.	
¿De qué manera las experiencias de regulación de AFP de otros países, influyen en la administración de los fondos de pensiones?	Demostrar como las experiencias de regulación de AFP de otros países influyen positivamente en la administración de los fondos de pensiones.	A mayor análisis de las experiencias de la regulación de AFP de otros países, mayor será la influencia positiva en la administración de los fondos de pensiones.	

## CUESTIONARIO DE ENCUESTAS

### INSTRUCCIONES:

La presente técnica tiene por finalidad recoger información importante relacionada con el tema: **“Efectos de la Rentabilidad en los Fondos de Inversión de las AFP en el Perú en Tiempos de Crisis Financiera y su Incidencia en los Fondos de Pensiones de los Afiliados”**. Al respecto se solicita que en las preguntas que a continuación se acompaña tenga a bien responder en forma clara, toda vez que los resultados que se encuentran en esta técnica serán de interés para el estudio que se lleva a cabo. Se le recuerda que esta técnica es anónima, se le agradece su participación.

1.- ¿En los años 2008 y 2009 se ha presentado una mayor rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones de las AFP en el Perú?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

2.- ¿Generalmente se hace un mayor análisis de riesgo y retorno de las inversiones de las AFP en el Perú?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

3.- ¿Actualmente en el Perú existe una adecuada regulación de la rentabilidad mínima de los fondos de inversión de las AFP en el Perú?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

4.- ¿Actualmente existe una evolución de los índices bursátiles de la BVL?

- a) Si ( )
- b) No ( )
- c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

5.- ¿Actualmente existe una mayor oferta de instrumentos de inversión en el Perú para los fondos de pensiones que administran las AFP?

- a) Si ( )
- b) No ( )
- c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

6.- ¿Se analiza con frecuencia las experiencias de la regulación de AFP de otros países?

- a) Si ( )
- b) No ( )
- c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

7.- ¿Cree Usted que la regulación de la rentabilidad mínima de las inversiones de las AFP en el Perú beneficia a los fondos de pensiones?

- a) Si ( )
- b) No ( )
- c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

8.- ¿Cree Usted que desde la creación de las AFP en el Perú ha mejorado la calidad de vida de los afiliados en el momento de la jubilación?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

9.- ¿En los últimos años se ha incrementado la inversión de los fondos de pensiones en el exterior?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

10.- ¿En tiempos de crisis financiera se protegen los fondos de pensiones en el Perú?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

.....

11.- ¿Cree usted que la diversificación de las carteras de inversiones de los fondos de pensiones de las AFP contribuye en la rentabilidad de dichos fondos?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....

12.- ¿La creación de los Multifondos de las AFP en el Perú ha contribuido a una mayor capitalización de los ahorros en las CIC?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....  
.....

13.- ¿Las experiencias de AFP de otros países es positivo para la administración de los fondos de pensiones en el Perú?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....  
.....

14.- ¿Cree usted que debería revisarse el marco regulatorio de las AFP que protege las inversiones de los fondos de pensiones en el Perú?

a) Si ( )

b) No ( )

c) Desconoce ( )

Porque:.....  
.....