

# **UNIVERSIDAD PRIVADA DE TACNA**

**FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES**

**ESCUELA PROFESIONAL DE CIENCIAS CONTABLES Y FINANCIERAS**



**“FACTORES QUE AFECTAN LA RENTABILIDAD DEL FONDO PRIVADOS DE  
PENSIONES – AFP INTEGRAL, PERIODO 2015 – 2018”**

**TESIS**

**Presentada por:**

**Br. Vilma Adela Pilco Arocutipa**

Para optar el Título Profesional de:

**CONTADOR PÚBLICO CON MENCIÓN EN AUDITORÍA**

**TACNA - PERÚ**

**2019**



## Agradecimientos

Le agradezco a Dios por haberme acompañado y guiado a lo largo de mi carrera, y a mi madre por haber sido la base de mi formación, por sus consejos, por su apoyo incondicional y su paciencia, todo lo que hoy soy es gracias a ella.

## Dedicatoria

A la Universidad Privada de Tacna, por brindarme la oportunidad de culminar mi carrera.

A cada uno de mis profesores que aportaron en mi formación profesional.

## Tabla de contenido

Agradecimientos .....	iii
Dedicatoria.....	iv
Índice de Tablas .....	ix
Índice de Figuras.....	x
Resumen .....	xi
Abstract .....	xii
Introducción.....	xiii
CAPITULO I .....	1
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	1
1.1. Descripción del problema.....	1
1.2. Delimitaciones de la investigación .....	2
1.2.1. Delimitación Espacial .....	2
1.2.2. Delimitación temporal.....	2
1.2.3. Delimitación conceptual.....	2
1.3. Formulación del problema.....	3
1.3.1. Problema general .....	3
1.3.2. Problemas específicos .....	3
1.4. Objetivos de investigación .....	4
1.4.1. Objetivo general .....	4

1.4.2. Objetivo específico .....	4
1.5. Justificación e importancia de la investigación .....	5
1.6. Alcances y limitaciones en la investigación .....	6
1.6.1. Alcances .....	6
1.6.2. Limitaciones .....	6
CAPITULO II.....	8
MARCO TEÓRICO.....	8
2.1. Antecedentes relacionados con la investigación .....	8
2.1.1. En el ámbito Internacional .....	8
2.1.2. En el ámbito nacional .....	9
2.2. Bases teóricas .....	10
2.2.1. Rentabilidad de los Fondos de Inversión de AFPs .....	10
2.2.2. Fondos de Pensiones de los Afiliados .....	35
2.3. Definiciones conceptuales .....	50
2.4. HIPÓTESIS, VARIABLES .....	54
2.4.1. Hipótesis general .....	54
2.4.2. Hipótesis específicas .....	55
2.5. Definición y operacionalización de variables.....	57
CAPITULO III.....	58
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN .....	58
3.1. Tipo de investigación .....	58

3.2. Diseño de investigación .....	58
3.3. Métodos de investigación.....	59
3.4. Población de estudio .....	59
3.5. Técnicas e instrumentos de investigación .....	59
3.6. Procesamiento y análisis de información .....	59
CAPITULO IV .....	61
ANÁLISIS DE RESULTADOS .....	61
4.1. Evolución de la cartera administrada del sistema.....	61
4.2. Cartera administrada por tipo de instrumento .....	62
4.3. Rentabilidad de la AFP Integra .....	63
4.4. Expectativas inflacionarias.....	64
4.5. Riesgo País .....	65
4.6. Rendimiento de las Bolsa de valores del mercado americano .....	66
4.7. Participación de mercado de las AFPs.....	67
4.8. Ventas de la AFP Integra .....	68
Como se visualiza en la figura 7, la evolución de las ventas de la AFP Integra han venido creciendo acentuadamente a partir del año 2013 hasta el año 2018. Al respecto, este es concordante con la participación de mercado que ostenta en el mercado, la cual asciende al 38,50%.....	68
4.9. Estructura de afiliados por rango de edad .....	69
4.10. Fondo de pensiones de la AFP Integra.....	70
4.11. Número de afiliados .....	71

4.12. Market Share del Fondo .....	72
CAPITULO V .....	74
COMPROBACIÓN DE HIPÓTESIS .....	74
5.1. Contratación de Hipótesis General.....	74
5.1.1. Hipótesis General .....	74
5.2. Contratación de Hipótesis Especificas .....	77
5.2.1. Hipótesis específicas expectativas inflacionarias y rentabilidad del fondo privado de pensiones AFP Integra. ....	77
5.2.2. Hipótesis específicas riesgo país y rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra. ....	79
5.2.3. Hipótesis específicas rentabilidad de las bolsa de valores del mercado americano y la rentabilidad del fondo privado de pensiones de las AFP Integra. ....	81
CONCLUSIONES .....	86
RECOMENDACIONES .....	88
BIBLIOGRAFIA .....	90
Apéndices .....	93
Apéndice A: Matriz de consistencia .....	94



## Índice de Tablas

Tabla 1 Requisitos y Beneficios Pensión/Invalidez .....	40
Tabla 2 Cobertura por fallecimiento del titular .....	41
Tabla 3 Productos Previsionales Actuales.....	42
Tabla 4 Operacionalización de variables .....	57
Tabla 5 Cartera administrada por instrumentos financieros.....	63
Tabla 6 Resultado del modelo .....	75
Tabla 7 Análisis de varianza.....	76
Tabla 8 Estadística de la regresión.....	76
Tabla 9 Resultados del modelo.....	77
Tabla 10 Análisis de varianza.....	78
Tabla 11 Estadística de la regresión.....	79
Tabla 12 Resultado del modelo .....	80
Tabla 13 Análisis de la varianza .....	81
Tabla 14 Estadística de la regresión.....	81
Tabla 15 Resultados del modelo .....	82
Tabla 16 Resultados del modelo .....	82
Tabla 17 Resultados del modelo .....	83
Tabla 18 Análisis de la varianza .....	84
Tabla 19 Análisis de la varianza .....	84
Tabla 20 Análisis de la varianza .....	84
Tabla 21 Estadística de la regresión.....	85
Tabla 22 Estadística de la regresión.....	85
Tabla 23 Estadística de la regresión.....	85

## Índice de Figuras

Figura 1. Evolución de la cartera Administrada.....	62
Figura 2. Rentabilidad de la AFP Integra.....	64
Figura 3. Expectativas inflacionarias.....	65
Figura 4. Riesgo País.....	66
Figura 5. Rendimiento de las principales Bolsa americanas.....	67
Figura 6. Participación de mercado.....	68
Figura 7. Evolución de las ventas.....	69
Figura 8. Estructura de afiliados por rango de edad.....	70
Figura 9. Fondo de pensiones de AFP en millones de soles.....	71
Figura 10. Fondo de pensiones de AFP en millones.....	72
Figura 11. Market Share del Fondo (en %).....	73

## Resumen

El objetivo principal de este trabajo de investigación consiste en estudiar Analizar cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima, dado que es un tema de relevancia para la gestión del sistema privado de pensiones del Perú.

Respecto a la metodología la investigación es de tipo pura o básica, de otro lado, es de tipo descriptivo y causal, por lo que para comprobación de las hipótesis se han utilizado modelos de regresión, dada la naturaleza de los objetivos y las hipótesis que se desean contrastar, así mismo, es de tipo no experimental y de tipo longitudinal.

Se ha logrado demostrar que existe relación positiva y significativa entre las expectativas inflacionarias y la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, así como la relación indirecta con el riesgo país y el impacto de las rentabilidades de las principales Bolsas americanas.

**Palabras clave:** Rentabilidad del fondo de pensiones, rentabilidad de la Bolsa de valores de Lima, Riesgo País, Expectativas Inflacionarias.

## **Abstract**

The main objective of this research work is to study Analyze how the profitability of the AFP Integra pension fund influences the variation of the profitability levels of the Lima Stock Exchange, given that it is a relevant issue for the management of the private pension system in Peru.

Regarding the methodology, the research is pure or basic, on the other hand, it is descriptive and causal, so regression models have been used to test the hypotheses, given the nature of the objectives and the hypotheses they wish to contrast, and likewise, it is of a non-experimental type and of a longitudinal type.

It has been demonstrated that there is a positive and significant relationship between the inflationary expectations and the profitability of the pension fund of the AFP Integra, as well as the indirect relationship with the country risk and the impact of the yields of the main American Stock Exchanges.

Key words: Profitability of the pension fund, profitability of the Lima Stock Exchange, Country Risk, Inflationary Expectations.

## **Introducción**

El presente trabajo de investigación tiene como título “Factores que afectan la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, periodo 2015- 2018”, el problema principal analizado responde a la siguiente pregunta de investigación ¿Cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima? Así mismo, el objetivo principal es analizar cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima.

La presente investigación está estructurada en cinco capítulos: Planteamiento del Problema, Marco Teórico, Hipótesis y variables, Metodología de la investigación, Discusión de Resultados, terminando con las Conclusiones y Recomendaciones, acompañada de una amplia fuente bibliográfica la misma que sustenta el desarrollo de esta investigación; así como los apéndices respectivos.

Capítulo I: Planteamiento del Problema, en este punto abarca la metodología empleada para el desarrollo de la tesis; incluyendo la descripción de la realidad problemática, delimitaciones, problemas, objetivos, justificación e importancia del trabajo, limitaciones; terminando con la viabilidad del estudio.

Capítulo II: Marco Teórico, abarca desde los antecedentes, marco legal, marco teórico con sus respectivas conceptualizaciones relacionadas con el sistema privado de pensiones, es necesario precisar que el material procedente de investigaciones previas, quienes con sus aportes enriquecieron la investigación; además las variables son de interés, permitiendo clarificar desde el punto de vista teórico conceptual a cada una de ellas, culminando con la formulación de las hipótesis.

Capítulo III: Metodología de la investigación, comprende desde el tipo, nivel, método, diseño; así como la información secundaria obtenida a través de las páginas web de instituciones como las Superintendencia de Banca y Seguros y AFPs, Banco Central de Reserva del Perú, entre otras instituciones, así mismo, es una investigación básica y causal; de diseño no experimental y longitudinal.

Capítulo IV: Discusión de Resultados, se trabajó con la información secundaria; con los cuales se realizaron la parte estadística y gráfica; además se interpretaron los resultados obtenidos, facilitando una mayor comprensión.

Capítulo V: Comprobación de hipótesis, para lo cual se utilizaron modelos de regresión con la finalidad de verificar las hipótesis de la presente investigación, así mismo se analizó la parte teórico conceptual y normatividad existente relacionada con las variables, las conclusiones se realizaron de acuerdo a la formulación de las hipótesis y en cuanto a las recomendaciones se puede apreciar que son viables y prácticas.

## **CAPITULO I**

### **PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

#### **1.1. Descripción del problema**

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

## **1.2. Delimitaciones de la investigación**

### **1.2.1. Delimitación Espacial**

El presente trabajo de investigación toma como referencia para el análisis a todas las empresas de fondos privados de pensiones registradas en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú.

### **1.2.2. Delimitación temporal**

El trabajo de investigación se realizará en el periodo comprendido entre los meses de diciembre 2018 y marzo 2019.

### **1.2.3. Delimitación conceptual**

El estudio busca dar respuesta a cuáles son los factores o variables que influyen en el comportamiento de la rentabilidad de las empresas administradoras privadas de fondos de pensiones de Perú. De otro lado, se tomará en cuenta como estos factores impactan en la rentabilidad de los tres tipos de fondos de pensiones: Fondo 1, Fondo 2 y Fondo 3, los cuales tienen diferentes combinaciones de activo financieros en sus portafolios.



### **1.3. Formulación del problema**

#### **1.3.1. Problema general**

¿Cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima?

#### **1.3.2. Problemas específicos**

a) ¿Cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra la variación de las expectativas inflacionarias de la economía peruana?

b) ¿Cuál es el grado de impacto que tiene el riesgo país en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra?

c) ¿Cómo influye la rentabilidad de las Bolsas americanas en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra?

## **1.4. Objetivos de investigación**

### **1.4.1. Objetivo general**

Analizar cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima.

### **1.4.2. Objetivo específico**

- a) Determinar cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de las expectativas inflacionarias de la economía peruana.
- b) Determinar cuál es el grado de impacto del riesgo país en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.
- c) Analizar cómo influye la rentabilidad de las principales Bolsas americanas en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.

## **1.5. Justificación e importancia de la investigación**

### **2.5.1 Justificación**

Al analizar los efectos de la rentabilidad de los fondos de inversión de la AFP Integra y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados, se ha podido comprobar que las AFPs 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 está vigente.

### **2.5.2. Importancia**

Esta tesis servirá para conocer cómo la rentabilidad de los fondos de inversiones de la AFP Integra, 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 la AFP Integra, 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 AFPs deberán aportar hasta con su capital propio o con el

encaje, la diferencia de la rentabilidad mínima de las inversiones que se esperan.

## **1.6. Alcances y limitaciones en la investigación**

### **1.6.1. Alcances**

Los resultados del presente trabajo de investigación servirán de base para la toma de decisiones tanto de los clientes de las AFPs, como los gestores de las empresas privadas que administran este tipo de servicio en el Perú. Para los primeros tomar adecuadas decisiones respecto a en qué tipo de fondo invertir sus recursos de tal modo que conlleven a obtener una máxima rentabilidad y para los segundos efectuar una adecuada toma de decisiones en la elección de portafolios de inversión.

### **1.6.2. Limitaciones**

Una de las limitaciones relevantes que podríamos enfrentar está centrada en el levantamiento de información secundaria, la cual se encuentra en los portales de las instituciones reguladoras del país.

### **1.6.3. Viabilidad**

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

## **CAPITULO II**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **2.1. Antecedentes relacionados con la investigación**

##### **2.1.1. En el ámbito Internacional**

Rubian, C.; Venegas, C. (2012). Tesis “El desempeño de los fondos de pensiones a través de la rentabilidad, eficiencia y comportamiento de mercado de las administradoras de fondos de pensiones en Chile, para el periodo 2006-2011: Un Enfoque Económico – Financiero”. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso.

Conclusiones: El sistema de pensiones chileno posee una fuerte regulación para defender los intereses del afiliado, pese a ello ha sido objeto de críticas por sus bajas tasas de reemplazo, y por las enormes pérdidas obtenidas en la pasada crisis subprime, siendo ambos eventos perjudiciales para los futuros pensionados. La investigación estudió la eficiencia de las AFP para el afiliado. El desempeño financiero de todas las AFPs en el fondo A es inferior a lo que reportaría el mercado y a

Santander A, el Fondo E parece competitivo cuando se compara a ambos casos. En ambos fondos la rentabilidad de las administradoras es estadísticamente explicada por la obtenida por el sistema. Concluyendo que la eficiencia técnica de las Administradoras tiene un alza continúa en el período estudiado, siendo el PlanVital la de mayor aumento. El mercado de las AFP es altamente concentrado, posee un alto nivel de dominancia y presenta rentabilidades muy por sobre las normales pese a los esfuerzos del regulador para mejorar la competencia, hallazgos que son influenciados por las políticas que regulan dicho sistema, relacionando las diversas temáticas a raíz de sus efectos.

### **2.1.2. En el ámbito nacional**

Byrne, M. (2014). Tesis Titulada “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”. Universidad San Martín de Porras. Perú.

Conclusiones: El autor obtuvo como resultado de la investigación 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, recomienda 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 cuando se jubilen.

## **2.2.Bases teóricas**

### **2.2.1. Rentabilidad de los Fondos de Inversión de AFPs**

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 (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2016).

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.

Una vez acreditado el aporte en las cuentas del afiliado, las Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante AFPs) en contraprestación de una comisión por administración (costo previsional que involucra la comisión variable pagada a la AFPs), 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 está 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 (Rodríguez & Miranda, 2003).

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 (Rodriguez & Miranda, 2003).

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 (CENTRUM, 2009).

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.

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.

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.

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.

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 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.

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.

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.

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.

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.

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.



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.

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.

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 influyó 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).

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.

A pesar que el Fondo 1 de características de inversión conservador y recomendado para personas próximas a jubilarse, se vio en la controversia que a 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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.



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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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 aún 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.

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 ésta. 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. Aún 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 está 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.



### **2.2.2. Fondos 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 promulgo 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 nuestros 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 está 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).

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.

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.

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.

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.

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:

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.

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.

Tabla 1  
*Requisitos y Beneficios Pensión/Invalidez*

Requisitos comunes	
Haber efectuado un mínimo de cuatro aportes en los últimos ocho meses	
Haber transcurrido como máximo dos meses desde que se efectuó el último aporte	
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	
Haber perdido 2/3 o más de su capacidad de trabajo. Tres aportes consecutivos o cuatro aportes no consecutivos en los últimos seis meses.	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. Está 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.

Tabla 2  
*Cobertura por Fallecimiento del Titular*

Requisitos	Beneficios
Cónyuge: Haber tenido vínculo matrimonial	42% de la remuneración por el cónyuge o conviviente sin hijos. 35% para el cónyuge o conviviente con hijos.
Conviviente: Resolución judicial que certifique la unión de hecho.	
Hijos: Menores de 18 años o mayores de 18 años incapacitados de manera total y permanente.	14% por cada hijo o p adre dependiente. La pensión por sobrevivencia no debe exceder la remuneración de referencia.

Si bien es cierto que la decisión más importante que tiene un afiliado comienza no sólo a la hora de decidir cuál 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.

Tabla 3  
*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.

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.

Con ello, se buscaba asegurar un ingreso estable al jubilarse, que guarde relación con lo percibido durante la vida activa del trabajador. En segundo lugar, el nuevo sistema debía contribuir al desarrollo del mercado de capitales e incrementar la eficiencia en la intermediación del ahorro.

Este objetivo permitiría potenciar la inversión del país en proyectos atractivos, tanto por su rentabilidad como por su contribución al desarrollo.

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 otras 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>

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.

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).

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.

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.

### **2.3. Definiciones conceptuales**

#### **Administradora de Fondo 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.

### 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.

### 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.

#### 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.

#### 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 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 de esos mismos instrumentos. 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 de la Administradora.

### Índices Bursátiles

Indicadores que expresa la tendencia promedio de los valores más representativos de un mercado bursátil.

### Rentabilidad

Relación existente entre un capital y los rendimientos netos obtenidos de la inversión, expresada en términos porcentuales.

### 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.

## **2.4.HIPÓTESIS, VARIABLES**

### **2.4.1. Hipótesis general**

**Ho:** Los niveles de rentabilidad de la bolsa de valores de Lima no influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra

**H1:** Los niveles de rentabilidad de la bolsa de valores de Lima influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra

## 2.4.2. Hipótesis específicas

### Primera Hipótesis

**H0:** “Las expectativas inflacionarias no influyen en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

**H1:** “Las expectativas inflacionarias influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

### Segunda Hipótesis

**H0:** “El riesgo país no influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

**H1:** “El riesgo país influye significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

### **Tercera Hipótesis**

**H0:** “La rentabilidad de la Bolsas de valores del mercado americano no influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

**H1:** “La rentabilidad de la Bolsas de valores del mercado americano influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

## 2.5. Definición y operacionalización de variables

Tabla 4  
Operacionalización de variables

VARIABLES	INDICADORES	ESCALA
<b>Variable dependiente:</b>		
Rentabilidad de Fondo privado de pensiones de la AFP Integra.	Variación de la Rentabilidad anualizada por tipo de Fondo.	Ratio
<b>Variable independiente:</b>		
Expectativa Inflacionaria.	Expectativa del índice de precios al consumidor.	
Riesgo País.	Riesgo.	
Índice General de la Bolsa de Valores de Lima – IGBVL.	Variación del índice general de la BVL.	Ratio
Rentabilidad de la principales bolsas americanas.	Variación del índice Dow Jones, Nasdaq y S&P 500.	

## **CAPITULO III**

### **METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN**

#### 3.1. Tipo de investigación

El estudio a desarrollado es de tipo básico o puro, ya que su objetivo es determinar cuáles son los factores económicos que afectan la rentabilidad del fondos de pensiones de la AFP Integra.

#### 3.2. Diseño de investigación

El trabajo de investigación es de tipo no experimental y longitudinal debido a que se utilizó una serie de datos a fin de determinar el grado de relación o causalidad entre los factores económicos y la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.



### 3.3. Métodos de investigación

El método de investigación es descriptivo y causal/explicativo, ya que primero se describen los factores que afectan la rentabilidad del fondo de la AFP Integra y posteriormente la correlación o causalidad que tienen dichos factores económicos en el resultado de la rentabilidad del fondo.

### 3.4. Población de estudio

Se tomó una serie de datos mensual del fondo de pensiones de la AFP Integra del periodo 2015 al 2018.

### 3.5. Técnicas e instrumentos de investigación

Para el presente trabajo de investigación se tomó en consideración una serie de datos tanto de las variables independientes, definidas como los factores económicos y su influencia en la variable dependiente definida como la rentabilidad de los fondos de pensiones de la AFP Integra.

### 3.6. Procesamiento y análisis de información

Para procesamiento y sistematización de la información se empleó técnicas estadísticas descriptivas y de inferencia, las cuales se mostrarán a través de tablas y gráficos, cada uno de ellos con su análisis correspondiente. Asimismo, las pruebas estadísticas a utilizar para la validación de las hipótesis planteadas en el estudio estarán en función de las escalas de los instrumentos a utilizar, para este caso particular, son técnicas paramétricas debido al tipo de

escala de medición a utilizar, es decir, ratio. En ese sentido, se hará uso de modelos de regresión para la comprobación de las hipótesis planteadas en el presente trabajo de investigación, así como la prueba “t” student, el análisis de varianza.

## **CAPITULO IV**

### **ANÁLISIS DE RESULTADOS**

#### **4.1. Evolución de la cartera administrada del sistema**

Como se puede apreciar en la figura 1, la cartera administrada del sistema de AFPs del Perú ha tenido una tendencia creciente entre diciembre del año 2001 a diciembre del 2018, lo cual, implica que este sistema privado de pensiones ha tenido una aceptación en el mercado, debido principalmente a la obligatoriedad existente. De otro lado, se aprecia el ratio de cobertura porcentual (cartera/PBI), al respecto es necesario precisar que todavía es bajo debido a que solamente el 21% del PBI representa la cartera del sistema de privado de fondo de pensiones.

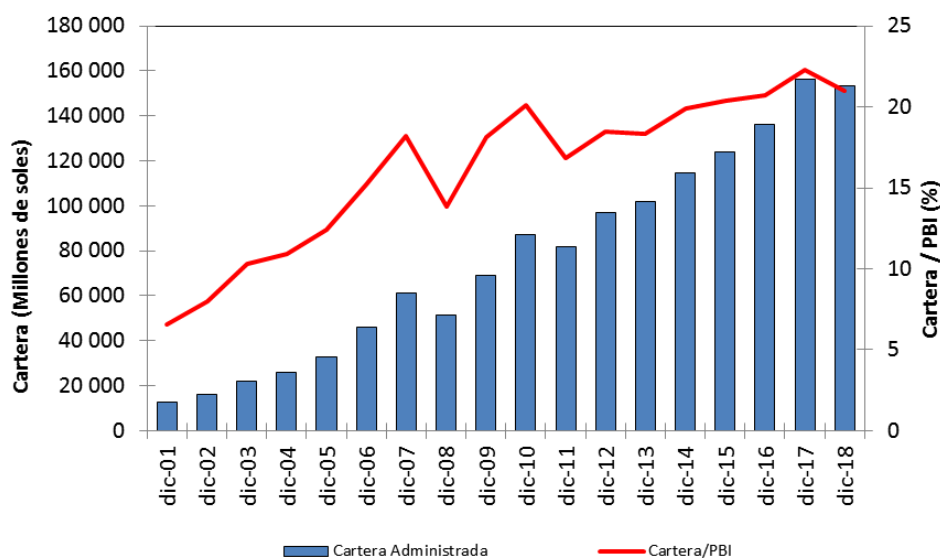


Figura 1. Evolución de la cartera Administrada.  
Nota. Tomado de SBS y AFP

#### 4.2. Cartera administrada por tipo de instrumento

En la tabla 1, se puede apreciar la cartera administrada de las AFPs por tipo de instrumento, al respecto, las instituciones que participan en este sector prefieren invertir los recursos en fondos mutuos del exterior, lo cual representa el 42% del total de cartera al año 2018, superior al periodo anterior, este tipo de estrategias permiten a las instituciones diversificar el riesgo. De otro lado, los bonos del gobierno peruano, también son preferidos por estas instituciones, los cuales representan el 23,2% al año 2018 y en tercer lugar las acciones y ADR de empresas del país.

Tabla 1

*Cartera Administrada por Instrumento Financiero.*

<b>Cartera</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Fondos mutuos del Exterior	40,7	42,0
Bonos del Gobierno Peruana	21,6	23,2
Acciones y ADR de empresas locales	10,5	11,1
Bonos de empresas no Financieras	6,1	6,7
Otros	3,9	4,4
Otros Bonos de Empresas Financieras	3,4	3,3
Cuotas de Fondos de Inversión Locales	3,4	3,1
Certificados y Depósitos a Plazo	5,8	2,7
Bonos de Titulación	2,6	1,9
Bonos Subordinados	1,7	1,4
Acciones el Exterior	0,2	0,1
Bonos para nuevos proyectos	0,2	0,1
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Nota. Tomado de SBS y AFP

### 4.3. Rentabilidad de la AFP Integra

En la figura 2, se puede apreciar que la rentabilidad de la AFP Integra ha tenido variaciones. Es necesario precisar que más del 50% de las inversiones se realizan en el Perú y la diferencia en el extranjero, por ende la rentabilidad esta afecta tanto por factores internos como externos de la economía mundial.

De otro lado, se puede apreciar que a diciembre del 2018 la rentabilidad de la AFP Integra ha sido negativa y dicha tendencia se generó a partir de enero de ese año.

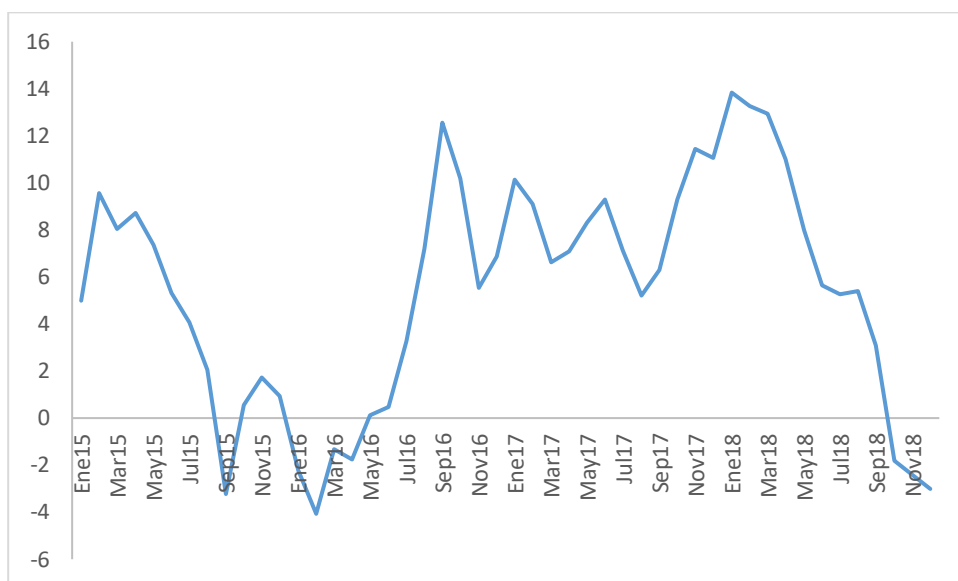


Figura 2. Rentabilidad de la AFP Integra

#### 4.4. Expectativas inflacionarias

En la figura 3, podemos evaluar el desempeño de las expectativas inflacionarias de los agente económicos de la economía peruana corresponden al incremento anual de los precios que prevalecerán en el futuro, al respecto podemos indicar que las estas se han visto incrementadas en el año 2018, es decir, los agentes de la economía consideraron un subida en el nivel de precios de la economía, este se ha debido a la incertidumbre del crecimiento de la economía y principalmente por la falta de materialización de los grandes proyectos mineros.

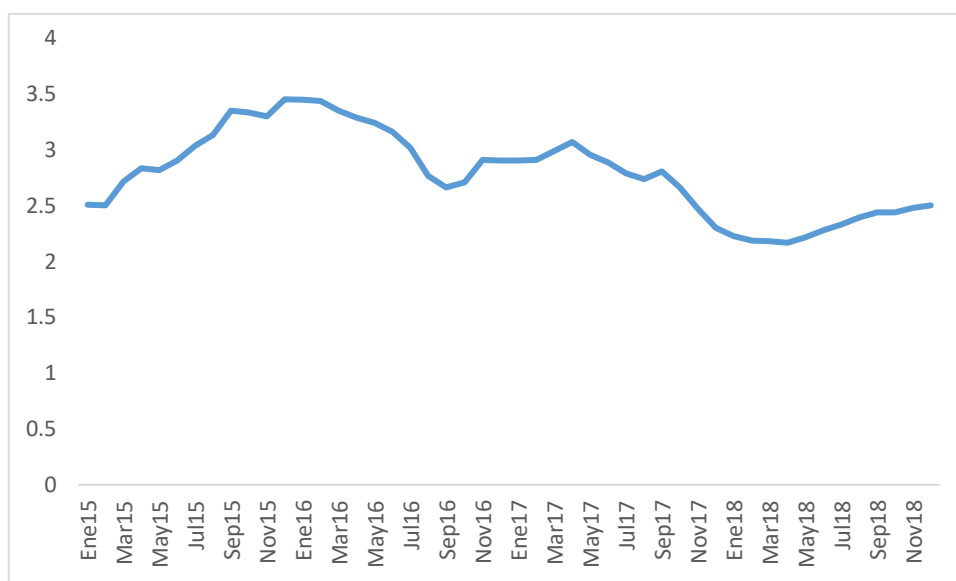


Figura 3. Expectativas inflacionarias

#### 4.5. Riesgo País

En la figura 4, podemos visualizar la evolución del riesgo país de la economía peruana ha venido decreciendo hasta enero 2018 y de allí en adelante ha mostrado un comportamiento creciente, llegando a ser a diciembre del mismo año de 141 puntos básicos. Es necesario precisar que el riesgo país es muy importante para los inversionistas, principalmente los extranjeros, ya que este indicador refleja la performance del país.

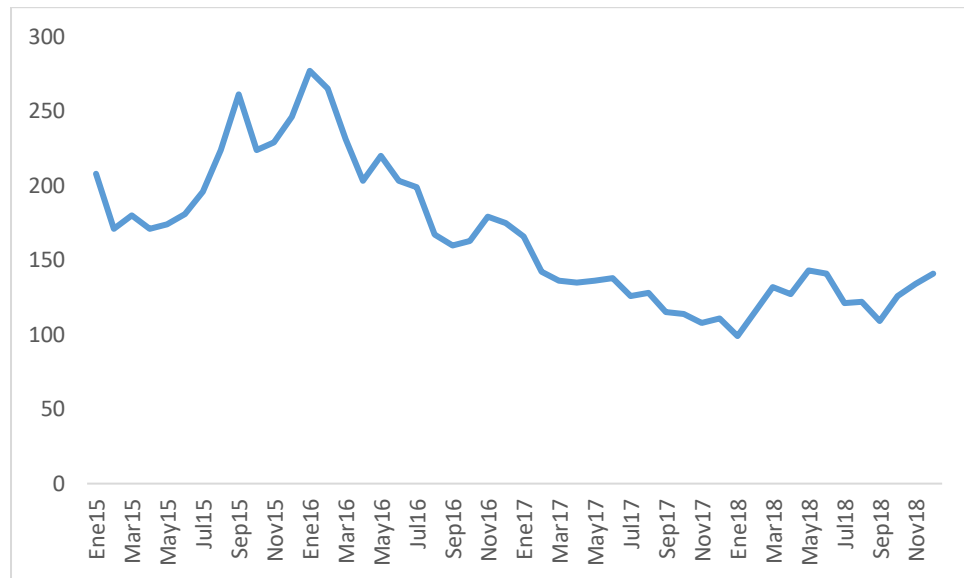


Figura 4. Riesgo País

#### 4.6. Rendimiento de las Bolsa de valores del mercado americano

Como se puede apreciar en la figura 5, los principales índices de las Bolsas americanas, como son Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq, demuestran un comportamiento alcista hasta setiembre del 2018 y allí en adelante una tendencia a la baja, esto debido a la política económica de Estados Unidos y sobre a factores externos mundiales.

Debido a que una parte importante de las inversiones que realizan las AFP son el extranjero, los rendimientos de estas bolsas afectan la rentabilidad de fondo privado de la AFP Integra, como también a otras Bolsas del sistema.



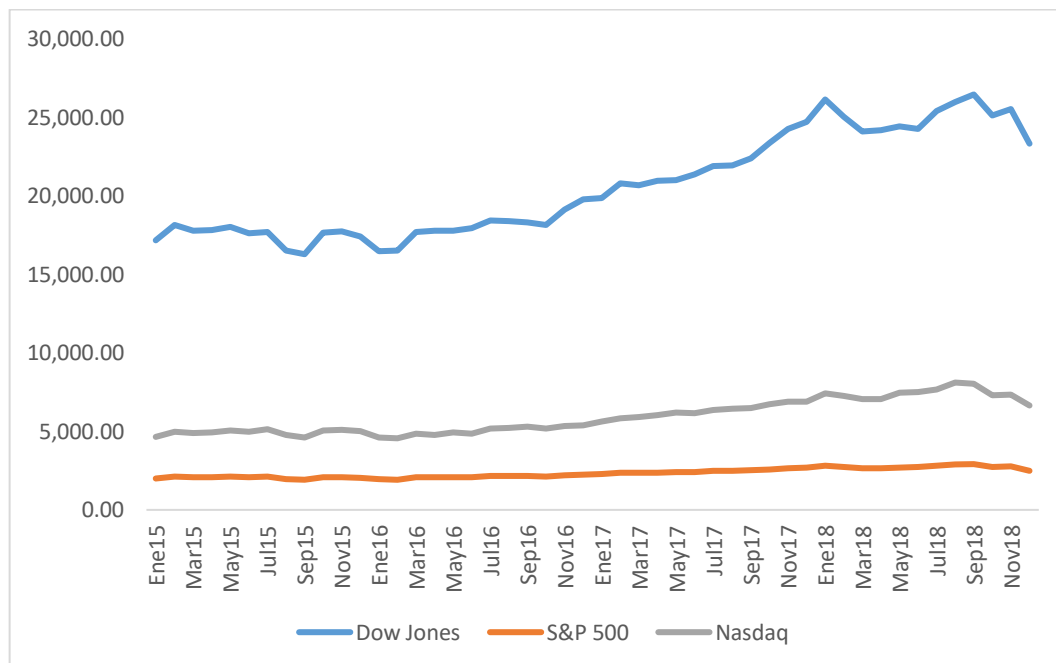


Figura 5. Rendimiento de las principales Bolsa americanas

#### 4.7. Participación de mercado de las AFPs

Como se puede apreciar en la figura 6, la AFP Integra es la que tiene una mayor participación del mercado peruana, lo cual representa el 38,5%, seguida de la AFP Prima, la cual tiene una cuota de mercado del 31.20% y la AFP Profuturo que representa el 25.52%.

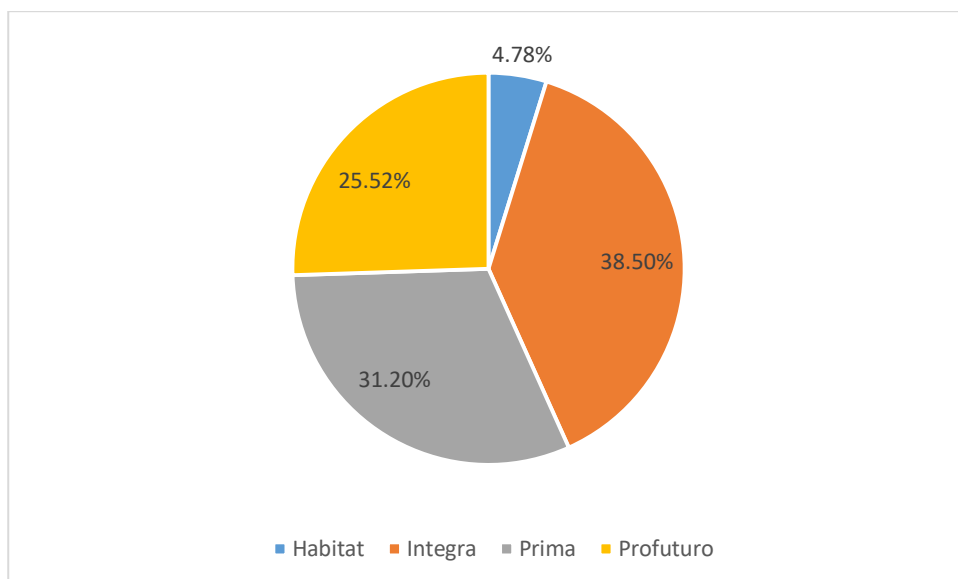


Figura 6. Participación de mercado

#### 4.8. Ventas de la AFP Integra

Como se visualiza en la figura 7, la evolución de las ventas de la AFP Integra han venido creciendo acentuadamente a partir del año 2013 hasta el año 2018. Al respecto, este es concordante con la participación de mercado que ostenta en el mercado, la cual asciende al 38,50%.

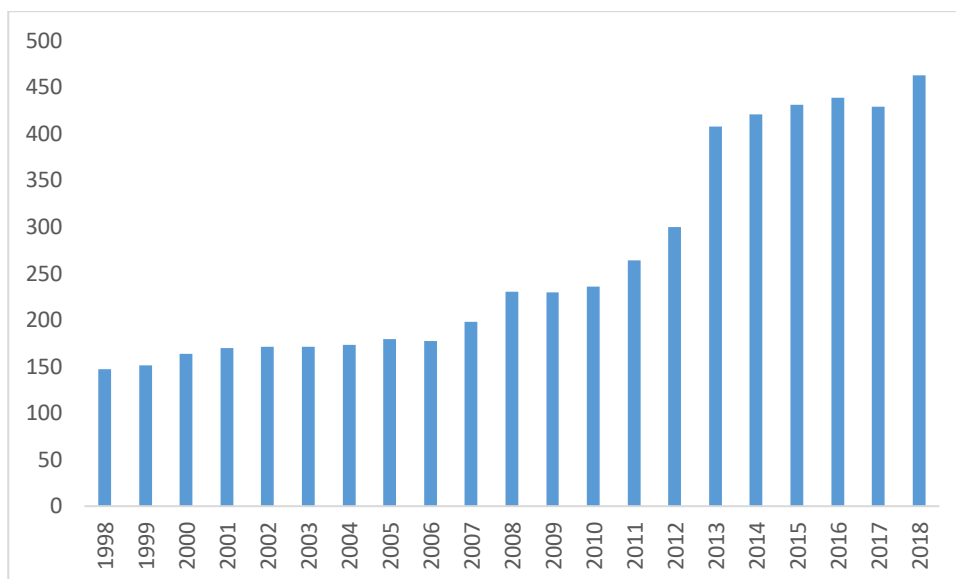


Figura 7. Evolución de las ventas

#### 4.9. Estructura de afiliados por rango de edad

En la figura 8, se puede apreciar la estructura de afiliados por rango de edad, al respecto se puede mencionar que el 17,5% se encuentra en un rango de edad entre 36 y 40 años, así mismo, el 17,4% se encuentra en un rango de 41 -45 años. Es necesario precisar que los afiliados de 56 años a más, lo constituyen el 14,1% del total, lo cual nos permite concluir que los afiliados mayormente son personas relativamente jóvenes.

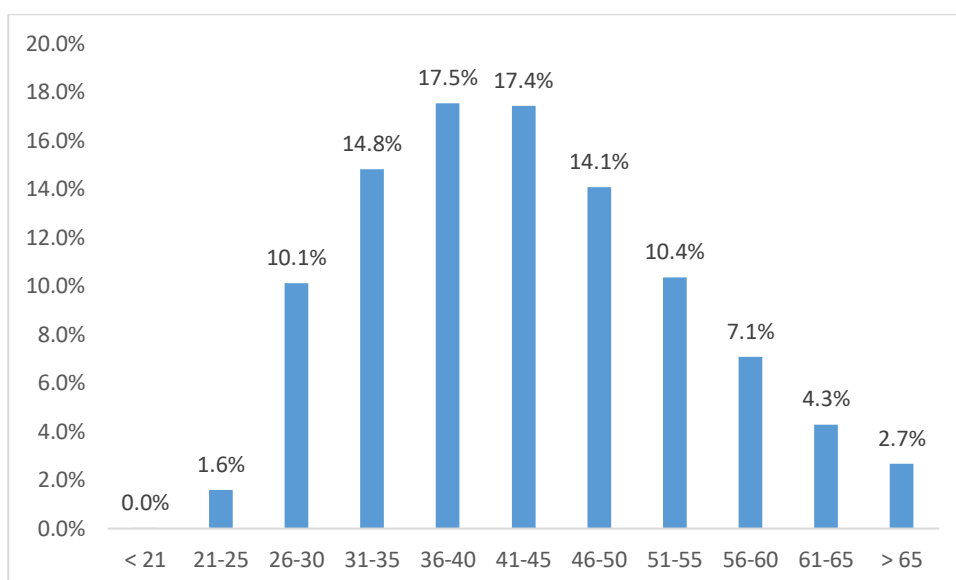


Figura 8. Estructura de afiliados por rango de edad

#### 4.10. Fondo de pensiones de la AFP Integra

La figura 9, nos da a conocer la evolución del fondo de pensiones de la AFP Integra, el cual nos indica que ha tenido un crecimiento sostenido entre los años 1993 al 2018, llegando a ser el fondo a diciembre el 2018 de S/. 59,061 millones de soles.

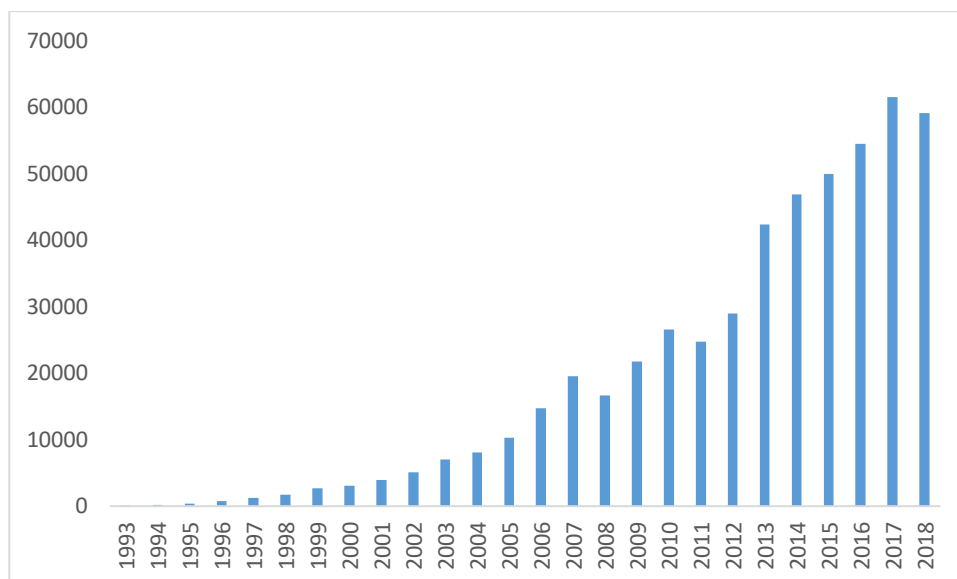


Figura 9. Fondo de pensiones de AFP en millones de soles

#### 4.11. Número de afiliados

La figura 10, nos muestra el número de afiliados de la AFP Integra, al respecto podemos indicar que ha tenido un crecimiento interesante desde el año 2013 al 2018. Esto importante debido a que explica la cuota de mercado que tiene y por ende ser la primera AFP en participación de mercado.

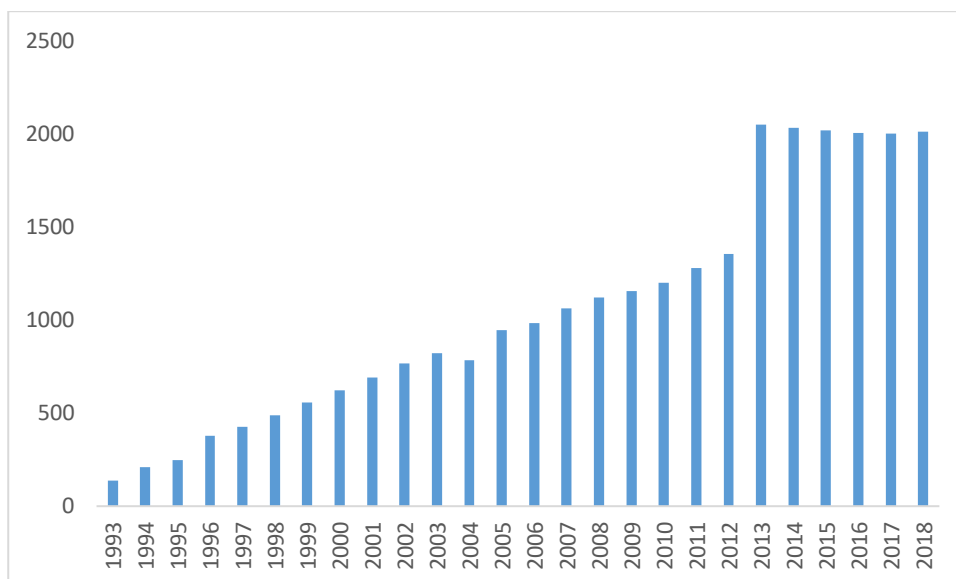


Figura 10. Fondo de pensiones de AFP en millones

#### 4.12. Market Share del Fondo

Esta es una de las más importantes métricas que pueden ayudar a un emprendedor a medir el éxito de su empresa, su volumen de ventas y su capacidad de crecimiento. El market share indica el tamaño de la porción de mercado que una empresa tiene en un determinado segmento o en el volumen de ventas total de un determinado producto.

Esta medida es importante para descubrir cuáles son las fuerzas y debilidades de una empresa, comparar su tamaño con la competencia y medir la aceptación de sus productos.

La figura 11, nos muestra que la AFP Integra tiene una alta participación del mercado, y que esta ha disminuido en los años 2017 y 2018, siendo anteriormente su participación superior al 40% del total del mercado.

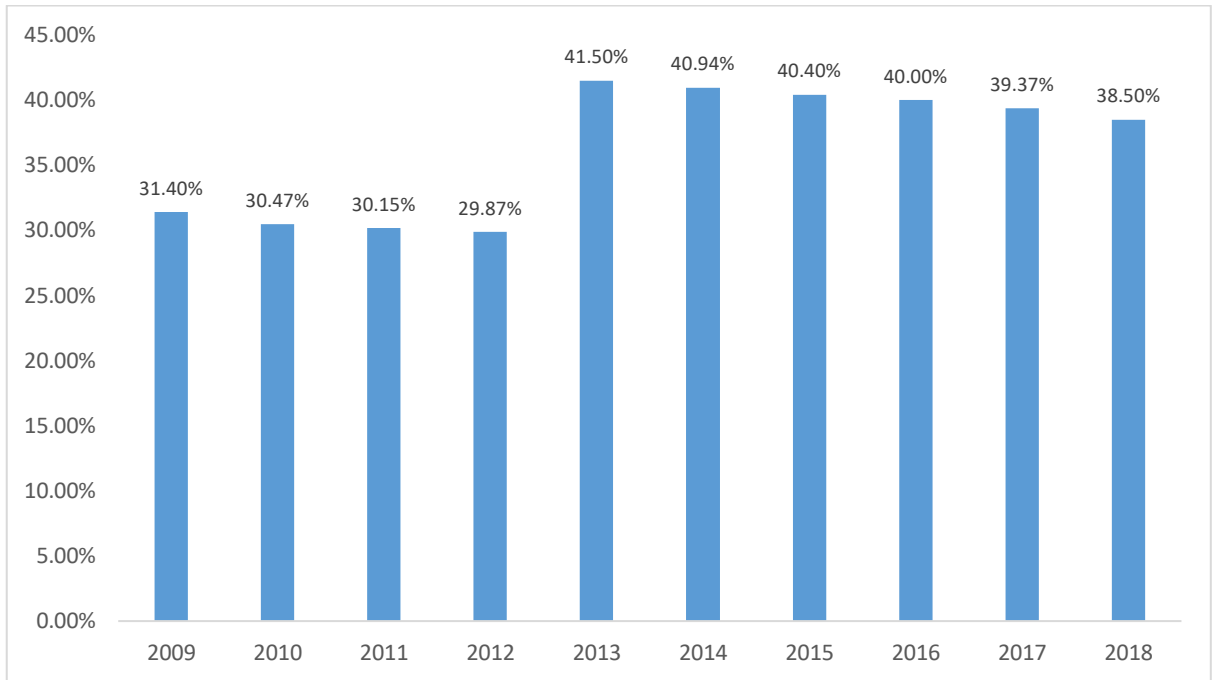


Figura 11. Market Share del Fondo (en %)

## CAPITULO V

### COMPROBACIÓN DE HIPÓTESIS

Con el propósito de comprobar las hipótesis planteadas en el presente trabajo de investigación se utilizó modelos de regresión lineal, dada la escala de razón de las variables de las series de tiempo utilizadas, así mismo, las variables son continuas. De otro lado, se ha calculado la prueba “t” de student, el análisis de variables - ANOVA, a través de la cual se ha evaluado el nivel de significancia de cada una de las variables independientes respecto a la variable dependiente de las variables utilizadas en el presente estudio.

#### 5.1. **Contrastación de Hipótesis General**

##### 5.1.1. **Hipótesis General**

**Ho:** Los niveles de rentabilidad de la bolsa de valores de Lima no influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.



**H1:** Los niveles de rentabilidad de la bolsa de valores de Lima influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.

Tabla 5  
*Resultados del Modelo*

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-5,43241419	2,83210239	-1,918156	0,061310874
Rentabilidad BVL	0,00068766	0,00017547	3,91884504	0,000293475

Se puede concluir que la variable independiente rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima influye en la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, medida a través del índice general de la Bolsa del Perú, por lo que rechazamos la hipótesis nula y aceptamos la hipótesis alterna, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%, según se puede apreciar en la tabla 6.

### **Regla de decisión**

Si nivel de significancia es  $< 0.05$ , entonces: Se rechaza la hipótesis nula-  $H_0$

Si “t” student es  $> 1,96$  entonces: Se rechaza la hipótesis nula -  $H_0$

De otro lado, podemos apreciar en la tabla 7, el análisis de varianza, el cual nos indica que existe un modelo, debido a que la prueba de Fisher – F, es significativa, es decir, el P-valor 0.000 es menor que el nivel de significancia de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.

Tabla 6  
*Análisis de Varianza*

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	283,428517	283,428517	15,35734642	0,00029347
Residuos	46	848,956026	18,4555658		
Total	47	1132,38454			

Finalmente, en la tabla 8, podemos visualizar el coeficiente de regresión R cuadrado, el cual asciende al 23%, lo cual nos indica que la variable independiente rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima – BVL, explica en comportamiento de la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra en un 93%.

Tabla 7  
*Estadísticas de la regresión*

Coefficiente de correlación múltiple	0,50029344
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,25029352
R <sup>2</sup> ajustado	0,23399556
Error típico	4,29599416
Observaciones	48

## 5.2. Contrastación de Hipótesis Específicas

### 5.2.1. Hipótesis específicas expectativas inflacionarias y rentabilidad del fondo privado de pensiones AFP Integra.

**H0:** “Las expectativas inflacionarias no influyen en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

**H1:** “Las expectativas inflacionarias influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

Tabla 8  
*Resultados del Modelo*

	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	26,781434	4,2790896	6,25867568	0,00
Expectativas Infacionarias	-7,65778319	1,51845473	-5,04314225	0,00

Se puede concluir que expectativas inflacionarias influyen directa y significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a

través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%, lo cual se muestra en la tabla 9.

### Regla de decisión

Si nivel de significancia es  $< \alpha$  0.05, entonces: Se rechaza la hipótesis nula-  $H_0$

Si “t” student es  $> 1,96$  entonces: Se rechaza la hipótesis nula -  $H_0$

De otro lado, podemos apreciar en la tabla 10, el análisis de varianza, el cual nos indica que existe un modelo, debido a que la prueba de Fisher – F, es significativa, es decir, el P-valor 0.000 es menor que el nivel de significancia de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.

Tabla 9  
*Análisis de Varianza*

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	403,177005	403,177005	25,43328376	0,00
Residuos	46	729,207538	15,8523378		
Total	47	1132,38454			

Finalmente, en la tabla 11, podemos visualizar el coeficiente de regresión R cuadrado, el cual asciende al 54,8%, lo cual nos indica que la variable independiente

índice minero, explica el comportamiento de la rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima – BVL en un 54,8%.

Tabla 10  
*Estadísticas de la regresión*

Coefficiente de correlación múltiple	0,59669296
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,35604248
R <sup>2</sup> ajustado	0,34204341
Error típico	3,98149944
Observaciones	48

5.2.2. Hipótesis específicas riesgo país y rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra.

**H0:** “El riesgo país no influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

**H1:** “El riesgo país influye significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

Tabla 11  
*Resultados del Modelo*

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	16,49780262	2,05466013	8,02945578	0,00
Riesgo País	-0,0668395	0,01191666	-5,60891439	0,00

Se puede concluir que la variable riesgo país influye indirectamente y significativamente en la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, además es necesario precisar que la relación es negativa, es decir, a mayor riesgo menor rentabilidad, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%. Ver tabla 12.

### **Regla de decisión**

Si nivel de significancia es  $< 0.05$ , entonces: Se rechaza la hipótesis nula-  $H_0$

Si “t” student es  $> 1,96$  entonces: Se rechaza la hipótesis nula -  $H_0$

De otro lado, podemos apreciar en la tabla 13, el análisis de varianza, el cual nos indica que existe un modelo, debido a que la prueba de Fisher – F, es significativa, es decir, el P-valor 0.000 es menor que el nivel de significancia de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.

Tabla 12  
Análisis de Varianza

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	459,911752	459,911752	31,45992059	0,00
Residuos	46	672,472791	14,6189737		
Total	47	1132,38454			

Finalmente, en la tabla 14, podemos visualizar el coeficiente de regresión R cuadrado, el cual asciende al 39,3%, lo cual nos indica que la variable independiente riesgo país, explica el comportamiento de la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra en un 39,3%.

Tabla 13  
Estadísticas de la regresión

Estadísticas de la regresión	
Coeficiente de correlación múltiple	0,637294672
Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,406144498
R <sup>2</sup> ajustado	0,393234596
Error típico	3,823476653
Observaciones	48

5.2.3. Hipótesis específicas rentabilidad de las bolsa de valores del mercado americano y la rentabilidad del fondo privado de pensiones de las AFP Integra.

**H0:** “La rentabilidad de la Bolsas de valores del mercado americano no influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

**H1:** “La rentabilidad de la Bolsas de valores del mercado americano influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra”

Tabla 14  
*Resultados del Modelo*

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-8,83902901	5,31187399	-1,66401331	0,1029085
S&P 500	0,00608284	0,00225183	2,70128742	0,009637906

Tabla 15  
*Resultados del Modelo*

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-5,59379637	4,3436291	-1,2878163	0,204251094
Dow Jones	0,00053321	0,00020821	2,56094345	0,013784508



Tabla 16  
*Resultados del Modelo*

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-3,55495248	3,80434557	-0,9344452	0,354953864
Nasdaq	0,00151423	0,0006333	2,39103522	0,020948867

Se puede concluir que las variables índices de rentabilidad de la principales Bolsas americanas, como son: Nasdaq, Dow Jones y S&P 500, influyen directamente y significativamente sobre la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%. Ver tablas 15 a 17.

### **Regla de decisión**

Si nivel de significancia es  $< 0.05$ , entonces: Se rechaza la hipótesis nula-  $H_0$

Si “t” student es  $> 1,96$  entonces: Se rechaza la hipótesis nula -  $H_0$

De otro lado, podemos apreciar en las tablas 18, al 20 el análisis de varianza, el cual nos indica que existe un modelo, debido a que la prueba de Fisher – F, es significativa, es decir, el P-valor 0.000 es menor que el nivel de significancia de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.

Tabla 17  
*Análisis de Varianza*

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	155,036208	155,036208	7,296953708	0,00963791
Residuos	46	977,348336	21,2467029		
Total	47	1132,38454			

Tabla 18  
*Análisis de Varianza*

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	141,303044	141,303044	6,558431374	0,01378451
Residuos	46	991,0815	21,54525		
Total	47	1132,38454			

Tabla 19  
*Análisis de Varianza*

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	125,179191	125,179191	5,717049431	0,02094887
Residuos	46	1007,20535	21,8957685		
Total	47	1132,38454			

Finalmente, en las tablas 21 al 23, podemos visualizar el coeficiente de regresión R cuadrado, el cual asciende al 11,8%, 10,6% y 9.10% de índice S&P 500, Dow Jones y Nasdaq, lo cual nos indica que la variable independiente rentabilidad de las Bolsas americanas, explican el comportamiento de la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.

Tabla 20  
*Estadísticas de la regresión*

Coefficiente de correlación múltiple	0,370015232
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,136911272
R <sup>2</sup> ajustado	0,118148473
Error típico	4,609414599
Observaciones	48

Tabla 21  
*Estadísticas de la regresión*

Coefficiente de correlación múltiple	0,35324725
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,12478362
R <sup>2</sup> ajustado	0,10575718
Error típico	4,64168612
Observaciones	48

Tabla 22  
*Estadísticas de la regresión*

Coefficiente de correlación múltiple	0,33248274
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,11054477
R <sup>2</sup> ajustado	0,09120879
Error típico	4,67929146
Observaciones	48

## CONCLUSIONES

**PRIMERA:** La AFP Integra tienen una mayor participación/cuota de mercado, lo cual representa el 38.5% del total del mercado peruano, seguida de la AFP Prima, la cual representa el 31.20% del mercado, seguida de la AFP Profuturo que representa el 25.52%.

**SEGUNDA:** La estructura de afiliados por rango de edad, al respecto se puede mencionar que el 17,5% se encuentra en un rango de edad entre 36 y 40 años, así mismo, el 17,4% se encuentra en un rango de 41 -45 años. Es necesario precisar que los afiliados de 56 años a más, lo constituyen el 14,1% del total, lo cual nos permite concluir que los afiliados mayormente son personas relativamente jóvenes.

**TERCERA:** La rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima influye en la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, medida a través del índice general de la Bolsa del Perú, por lo que rechazamos la hipótesis nula y aceptamos la hipótesis alterna, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.

- CUARTA: Las expectativas inflacionarias influyen directa y significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.
- QUINTA: El riesgo país influye indirectamente y significativamente en la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, además es necesario precisar que la relación es negativa, es decir, a mayor riesgo menor rentabilidad, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.
- SEXTA: La rentabilidad de la principales Bolsas americanas, como son: Nasdaq, Dow Jones y S&P 500, influyen directamente y significativamente sobre la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, lo cual se demuestra a través del nivel de significancia de la prueba “t” student, la misma que es calculada a través del p-value y es menor de 0.05, a un nivel de confianza del 95%.

## RECOMENDACIONES

**PRIMERA:** La AFP Integra, dado que ostenta la mayor cuota de mercado del Perú, debería seguir diseñando estrategias que le permitan consolidarse como líder en este mercado. Si bien es cierto, la competencia es incesante en dicho sector de servicios, es necesario ir innovando y desarrollando estrategias que satisfagan las necesidades de sus clientes actuales y potenciales.

**SEGUNDA:** La AFP Integra debe desarrollar estrategias a fin de captar jóvenes aportantes al sistema u desarrollar programas en las universidades tendientes a lograr un posicionamiento en los futuros colaboradores de las empresas, lo que le permitirá tener un margen de fondeo en el futuro que le permita rentabilizar sus recursos, compensando las liquidaciones demandadas por sus clientes al cumplir 65 años de edad en el sistema u otras necesidades de sus clientes actuales.

**TERCERA:** Debido a que la rentabilidad de la Bolsa de valores de Lima, es uno de sus principales fuentes de inversión de sus recursos líquidos, debe evaluar permanentemente la performance de esta institución, ya que de no contar con carteras de inversión debidamente diversificadas y con un riesgo aceptable, perderá recursos y estas pérdidas se

trasladaran a sus cliente, pudiendo generar traspasos a otras empresas que ofrecen el mismo servicio.

**CUARTA:** Las expectativas inflacionarias al ser un factor que afecta a la AFP Integra, esta deberá diseñar estrategias de diversificación internacional a fin de minimizar los riesgos de sus carteras de inversión. Como esta es una variable exógena no le queda más que vigilar su comportamiento, ya que una expectativa negativa tiene efectos en mercado bursátil.

**QUINTA:** El riesgo país es otra variable importante que repercute en la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, ya que inversionistas extranjeros que deseen invertir en activos financiero del Perú tendrán en cuenta el comportamiento de esta variable. Un riesgo país alto afecta negativamente la actividad económica en general del país, sobre todo por el lado de las inversiones.

**SEXTA:** Debido a que la AFP Integra, tiene la facultad por ley de destinar parte importante de sus fondos líquidos a ser invertidos en carteras de activos financieros internacionales, es necesario evaluar el comportamiento de los mercados internacionales, ya que pueden afectar directamente la rentabilidad de la empresa.

## REFERENCIA BIBLIOGRAFIA

Córdova y Cáceres. (2005). *“Las AFP y el Papel de los Directores Independientes”*.

Revista Economía y Derecho. UPC. Vol. 2, N° 8. pp. 37.

Dancourt, Oscar y Jimenez, Félix. (Noviembre 2009) *“Crisis Internacional: Impacto y respuestas de política económica en el Perú”*. Fondo Editorial de la PUCP. Lima – Perú. pp. 291.

De las Casas, Gonzalo. (Abril 2009). *“AFPs acompañando el Desarrollo Económico del Perú”*. FIAP.

Decreto Supremo N° 054-97-EF, (14 de mayo de 1997). *Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP)*.

Decreto Supremo N° 004-98-EF, (21 de enero de 1998). *Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del SPP*.

FIAP. (2009). *“El Futuro de las Pensiones: desarrollo de los programas de Capitalización Individual”*. CIUP. Lima – Perú. pp. 477.

FIAP. (2009) *“Inversiones y Pensiones en los Sistemas de Capitalización”*. FIAP. Santiago, Chile. pp. 317.

FIAP. (Diciembre 2007). *“Multifondos: Los casos de Chile, México y Perú”*. FIAP. Santiago de Chile. pp. 23.



Masías, Lorena. (Julio 2009). “*Nuevo Esquema de Gestión de Inversiones*”. Estrategia. N° 13. pp. 142.

Ministerio de Economía y Finanzas. (Mayo 2004). “*Los Sistemas de Pensiones en el Perú*”. Lima –Perú. pp. 72

Ministerio de Economía y Finanzas. (Octubre 2004) “*Plan de Acción de los Sistemas de Pensiones en el Perú 2004 – 2008*”. Lima –Perú. pp. 35

Ministerio de Economía y Finanzas. (Mayo 2009) “*Marco Macroeconómico Multianual 2010-2012*”. Lima – Perú. pp. 80.

MEF, ONP y SBS. (2008). “*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. pp. 170.

Morón, Eduardo y Carranza, Eliana. (Diciembre 2003). “*Diez Años del Sistema Privado de Pensiones*”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Lima – Perú. pp. 161.

Parodi Trece, Carlos. (Diciembre 2006). “*Globalización y Crisis Financieras Internacionales*”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Lima – Perú. pp. 506.

Resolución N<sup>a</sup> 052-98-EF/SAFP. (10 de febrero de 1998).

Roberto Abusada, Fritz du Bois, Eduardo Morón y José Valderrama. (2000). *“La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa”*. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Lima – Perú. pp. 473.

Rodríguez, Eduardo y Miranda, Eduardo. (2003). *“Examen Crítico de los Sistema de Pensiones: Mitos y Realidades”*. Editorial Universitaria. Chile. pp. 181.

Rojas, Jorge. (2003). *“El Sistema Privado de Pensiones y su Rol en la Economía Peruana”*. CIES. Lima - Perú. pp. 118.

## **Apéndices**

## **Apéndice A: Matriz de consistencia**

**MATRIZ DE CONSISTENCIA**

Título de investigación: "Factores que afectan la rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra, periodo 2015-2018"

Problemas	Objetivos	Hipótesis	Variables	Indicadores
<b>Problema general</b> ¿Cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima?	<b>Objetivo general</b> Analizar cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima.	<b>Hipótesis general</b> Los niveles de rentabilidad de la bolsa de valores de Lima influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra	V. I. Rentabilidad de la BVL Expectativas inflacionarias Riesgo País	Variación del índice general de la BVL Variación de la inflación futura Riesgo
<b>Problemas específicos</b> a) ¿Cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra la variación de las expectativas inflacionarias de la economía peruana? a) ¿Cuál es el grado de impacto que tiene el riesgo país en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra? a) ¿Cómo influye la rentabilidad de las Bolsas americanas en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra?	<b>Objetivos específicos</b> a) Determinar cómo influye en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra, la variación de las expectativas inflacionarias de la economía peruana. a) Determinar cuál es el grado de impacto del riesgo país en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra. a) Analizar cómo influye la rentabilidad de las principales Bolsas americanas en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra.	<b>Hipótesis específicas</b> a) "Las expectativas inflacionarias influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra" b) "El riesgo país influye significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra" c) "La rentabilidad de la Bolsas de valores del mercado americano influyen significativamente en la rentabilidad del fondo de pensiones de la AFP Integra"	V.D. Rentabilidad del fondo privado de pensiones de la AFP Integra	Variación del índice de rentabilidad de la AFP Integra
<b>Método y Diseño</b>		<b>Población y Muestra</b>		<b>Técnicas e Instrumentos</b>
<b>Tipo de Investigación:</b>	Investigación básica o pura	<b>Población:</b>	Está determinada por las empresas de fondo privado de pensiones	
<b>Nivel de investigación:</b>	Descriptiva y causal			<b>Método:</b> Descriptivo y causal
<b>Diseño de investigación:</b>	No experimental, longitudinal			<b>Tratamiento estadístico:</b> Análisis de regresión, prueba t "student" y ANOVA