



MAY 2013

**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO
VICE RECTORADO DE INVESTIGACIÓN
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**

RE	UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO
VI	VICE RECTORADO DE INVESTIGACIÓN
CI	196
ES	08 MAY 2013
AS	HUM. N°: 00
0	FIRMA: <i>[Signature]</i>

**INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN DE LA FACULTAD
DE CIENCIAS ECONÓMICAS- INIFE**

061

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
INSTITUTO DE INVESTIGACION
Callao, 02 de 05 de 13
Para: _____ Por: <i>[Signature]</i>
RECIBIDO

INFORME FINAL DE PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

**“DETERMINACIÓN DE LA TASA DE RENTABILIDAD
NETA REAL DEL FONDO PRIVADO DE PENSIONES
EN EL PERÚ: 2000-2010”** *OK*

INVESTIGADOR RESPONSABLE

MG. LUIS ENRIQUE MONCADA SALCEDO

RESOLUCIÓN RECTORAL N° 635-2011-R
CRONOGRAMA: 01 de Junio del 2011 al 31 de Mayo 2013 *OK.*

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO
VICE-RECTORADO DE INVESTIGACION
RECIBIDO
296
09 MAYO 2013
<i>[Signature]</i>
CENTRO DE DOCUMENTACION CIENTIFICA Y TRADUCCIONES

Bellavista, Mayo del 2013

[Signature]

I N D I C E

	Página
1.0 RESUMEN	3
2.0 INTRODUCCIÓN.....	5
3.0 MARCO TEORICO.....	9
3.1 Definición de Pensión.....	9
3.2 Los Sistemas de Pensiones en el Mundo	10
3.3 La Experiencia de los Sistemas de Pensiones en América Latina	12
3.3.1 Los Sistemas Públicos de Pensiones.....	14
3.3.2 Los Sistemas Privados de Pensiones	19
3.4 El Sistema de Pensiones en el Perú.....	25
3.4.1 El Sistema Nacional de Pensiones (SNP).....	26
3.4.2 La Situación Económica Financiera del SNP	34
3.5 Sistema Privado de Pensiones	38
3.5.1 Afiliación y Prestaciones	39
3.5.2 Contribuciones	40
3.5.3 Regulación.....	41
3.6 Determinación de la Tasa de Rentabilidad del Sistema Privado de Pensiones....	44
3.6.1 Metodologías de Medición de la Rentabilidad del SPP.....	45
4.0 MATERIALES Y MÉTODO	55
4.1 Materiales.....	55
4.2 Método	55
5.0 RESULTADOS	58
5.1 Evolución del Sistema Privado de Pensiones	58
5.2 Alcance del Régimen Privado de Pensiones.....	62
5.3 Inversiones de los Fondos Privados de Pensiones.....	64
5.4 Cobro de Comisiones y Aporte de Capitalización, del SPP.....	69
5.4.1 Cobro de Comisiones y Aporte de Capitalización según AFP.....	70
5.5 Rentabilidad del Sistema Privado de Pensiones.....	71
5.5.1 Valor Cuota, Rentabilidad Nominal y Real.....	72
5.5.2 Rentabilidad Neta de Comisiones	77
6.0 DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS.....	90
7.0 REFERENCIALES.....	101
8.0 APENDICE	103



1.0 RESUMEN

El presente Informe Final de Investigación "Determinación de la Tasa de Rentabilidad Neta Real del Fondo Privado de Pensiones en el Perú: 2000-2010", es una investigación descriptiva-aplicativa, que resume la diferentes metodologías en torno a la determinación de la rentabilidad neta real o neta de comisiones de los fondos privados de pensiones, y además establece la importancia que tiene dicha rentabilidad, en la determinación futura de la pensión de los afiliados, cuando pasen la fase de la jubilación.

La Superintendencia de Banca y Seguros, así como las diferentes instituciones administradoras de fondos privados de pensiones, generalmente publican periódicamente tasas de rentabilidad nominal y real, en base las variaciones de los valores cuotas, y sobre la base de las aportaciones al fondo de capitalización de los afiliados, es decir sin tener en consideración los pagos por comisión de administración y prima de seguro. En este sentido la rentabilidad determinada, no resulta ser neta de comisiones, más aun si se tiene en consideración que las AFP en el Perú, cobran porcentajes de comisión por encima del promedio latinoamericano.

Existen alternativas metodológicas, para determinar la rentabilidad neta de comisiones de los fondos privados de pensiones, que la misma SBS recomienda, pero que en la práctica no las difunde con la importancia debida, inclusive hay cálculos de dichas rentabilidades, pero que no son periódicas, y no se encuentran en las estadísticas oficiales. Así también el investigador de la PUCP, Jorge Rojas utiliza un método alternativo, pero su estudio se dio para el período: 1993-2002.

En esta oportunidad vamos a presentar las alternativas de determinación de la tasa de rentabilidad neta real o neta de comisiones, según la SBS, tales como: a) Rentabilidad Neta



de Comisiones, Considerando los Pagos Efectuados-Histórica, b) Rentabilidad Neta de Comisiones Proyectada, c) Rentabilidad Neta de Comisiones Equivalentes, y d) El Método de Cálculo de Rentabilidad Neta de los Fondos de Jorge Rojas.

Cabe precisar que en cualquiera de las alternativas presentadas, en la medida que se va determinar una rentabilidad de largo plazo, requiere como mínimo que la administradora a ser evaluada presente información continua como mínimo de 10 años.

A handwritten signature in black ink, appearing to be the initials 'J.R.' or similar, written in a cursive style.

2.0 INTRODUCCIÓN

Los sistemas o planes de jubilación de los trabajadores en los diferentes países del mundo ha sido una tarea exclusiva de sus respectivos gobiernos, quienes desarrollaron los sistemas de reparto, mediante los cuales los aportes de los trabajadores (afiliados activos), sumados con las contribuciones estatales, financiaban las pensiones de los jubilados (afiliados pasivos). Estos sistemas se basan en una estructura de pirámide de edades de la población trabajadora que se mantiene constante a lo largo del tiempo: En tal sentido la lógica del modelo es que las contribuciones de un mayor número de trabajadores jóvenes deberán financiar las pensiones de un menor número de jubilados en el futuro.

La evidencia empírica ha mostrado la fragilidad de estos modelos en los últimos años de ahí que haya perdido vigencia en varios países del mundo, factores como: i) programas de control de la natalidad y ii) avances de la ciencia médica, han contribuido a que la esperanza de vida se incremente en la mayoría de países del mundo. En tal sentido el período de jubilación de los afiliados se ha incrementado, lo que ha originado la existencia de desbalance financiero en los sistemas públicos de pensiones tanto en Europa y América Latina.

En tal sentido, en la medida que los sistemas previsionales públicos fueron afectados por el envejecimiento de la población trabajadora y sumándose los grandes déficits del sector público impidieron seguir financiando estos sistemas, por lo que se decidió parcialmente dejar en manos del sector privado las tareas de jubilación. De esta forma nacen los Sistemas Privados de Pensiones (SPP) en América Latina, siendo Chile en 1981 el primer país que acogió el nuevo sistema, luego siguió Perú, Argentina, Colombia, Uruguay, México etc.



Resulta interesante evaluar la evolución de los SPP, específicamente el peruano, por varios motivos. El primero se relaciona con la peculiaridad del origen de los sistemas privados. Los SPP en América Latina son una de las pocas medidas exitosas de política económica desarrolladas, que si bien fueron promovidas por organismos internacionales multilaterales, no fueron implementadas inicialmente en economías desarrolladas, en las cuales aún predominan los sistemas públicos.

La segunda motivación, se relaciona con el volumen de los recursos previsionales que manejan los SPP con respecto al tamaño de las economías en América Latina. Al 31 de Diciembre del 2003, los recursos previsionales administrados por el SPP en Chile, Bolivia y Perú alcanzan el 61%, 17% y 16.8% de sus respectivos Producto Bruto Interno (PBI), dichos porcentajes casi son duplicados en el 2010.

Sin embargo, uno de los grandes desafíos de los SPP aplicados en Latinoamérica es la obtención de niveles de rentabilidad adecuada de los fondos que administran, minimizando los riesgos inherentes a las inversiones. La rentabilidad generada producto de las inversiones realizada pertenece exclusivamente a los afiliados, en tal sentido una rentabilidad satisfactoria es la única senda que conduce al régimen privado hacia un mayor bienestar futuro de sus afiliados.

Según cifras de SBS, la rentabilidad real del SPP en los últimos años ha sido elevada a pesar de las crisis financieras internacionales coyunturales (México 1996, Asia 1997, Rusia 1998, Brasil 1999, Argentina 2001, y la última Crisis Financiera Internacional Sub-Prime (2008-2009).



La rentabilidad coyuntural de corto plazo del SPP, está influenciada por el crecimiento de la economía, que como es natural conlleva a mayores requerimientos de financiamiento de las inversiones empresariales privadas y pública, y otro factor gravitante es la influencia de las crisis financieras y la inestabilidad que estas generan en los principales mercados financieros y plazas bursátiles del mundo, que repercute en la Bolsa de Valores de Lima, y afecta así los montos de inversión y rentabilidad de las carteras administradas por las AFP.

De otro lado, las AFP, y la SBS informan periódicamente sobre rentabilidad obtenida por sus portafolios de inversiones para todo el sistema y para cada una de las administradoras existentes, sobre la base de las variaciones del valor cuota, dicha rentabilidad se presenta en términos nominales y reales, sin embargo no se señalan aspectos relacionados como: i) La determinación de cartera de inversiones eficientes, ii) La relación existente entre riesgo y rentabilidad, iii) Una adecuada diversificación del riesgo, que permitan proteger a los fondos de fluctuaciones en un sector o actividad económica, o efectos de crisis financieras y económicas de origen externo.

Sin embargo a pesar que el SPP muestra , durante el periodo 2000-20010, una aparentemente tasa de rentabilidad real de largo plazo atractiva o razonable para el sistema privado de pensiones, es pertinente hacer la precisión que la rentabilidad que muestran las AFP y SBS, es sobre el fondo de pensiones, y no sobre los aportes totales que efectúa el afiliado, decir se muestra una rentabilidad bruta, y no así sobre los aportes netos de los afiliados , en donde no se tiene en consideración los costos de comisiones , de manera que inevitablemente surge la interrogante, ¿Sí los retornos ofrecidos garantizan un crecimiento saludable del sistema, y si son capaz de asegurar pensiones dignas de sus afiliados en el futuro?. En tal sentido la rentabilidad del SPP en el Perú se debe medir distinguiendo y enfatizando la importancia de la diferencia existente entre la rentabilidad neta real (rentabilidad neta de comisiones) y rentabilidad bruta



Por las razones expuestas, el objetivo central de la presente investigación, es estudiar sobre un problema, poco estudiado, como es la determinación de la tasa de rentabilidad neta real del SPP, sobre la base de una metodología distinta, que considere la tasa de aporte sobre sus remuneraciones y los costos de comisiones de administración, en tal sentido nos formulamos en la siguiente investigación la siguiente interrogante. ¿Cuál es la rentabilidad neta real de comisiones del sistema privado de pensiones en el Perú, en el período 2000-2010?

A handwritten signature in black ink, located in the bottom right corner of the page. The signature is stylized and appears to be a personal name.

3.0 MARCO TEORICO

3.1 DEFINICIÓN DE PENSIÓN

Según Juan F. Jimeno.- Una pensión (o seguro o subsidio), en relación con el seguro social o a la seguridad social, es un pago, temporal o de por vida, que recibe una persona cuando se encuentra en una situación, establecida por ley en cada país, que la hace acreedora de hecho de una cantidad económica, ya sea de los sistemas públicos de previsión nacionales o de entidades privadas. Por lo regular la base de trabajadores en activo es la que da sustento al pago de dichas pensiones¹

Así mismo, en el artículo 25.1 de la Declaración Universal de los Derechos Humanos de 1948 dice:

“Toda persona tiene derecho a un nivel de vida adecuado que le asegure, así como a su familia, la salud y el bienestar, y en especial la alimentación, el vestido, la vivienda, la asistencia médica y los servicios sociales necesarios; tiene asimismo derecho a los seguros en caso de desempleo, enfermedad, invalidez, viudez, vejez u otros casos de pérdida de sus medios de subsistencia por circunstancias independientes de su voluntad”²

En tal sentido, es un propósito inherente en él ser humano, desear asegurar un nivel decente de vida dentro de un contexto de seguridad y de libertad para expresar sus opiniones y para asociarse libremente. Estos pueden alcanzarse a tal seguridad no solo mediante el empleo productivo, los ahorros y la riqueza acumulada, sino también mediante mecanismos de protección social. La función de estos mecanismos no es solo protectora sino también productiva, ya que los trabajadores necesitan la seguridad futura de sus ingresos para realizar planes de largo plazo para sus familias; asimismo la estabilidad de los ingresos de los trabajadores es un bien para la economía en su conjunto, puesto que hace que la



demanda efectiva sea más predecible y provee a las empresas una fuerza laboral más productiva y flexible.

De otro lado, el Estado reconoce el comportamiento "miope" de los ciudadanos que no tienen los incentivos adecuados para preocuparse del nivel de vida que llevarán en su periodo de jubilación. En términos agregados, el comportamiento paternalista del Estado se refuerza en economías donde el nivel de ahorro es reducido, por lo que los trabajadores consumen hoy todo su ingreso y no reservan recursos para afrontar su vejez en el futuro; es decir, tienen un alto grado de impaciencia en el consumo ó una tasa alta de descuento intertemporal³.

3.2 LOS SISTEMAS DE PENSIONES EN EL MUNDO

Se puede considerar a Prusia, como el primer país en crear un sistema público de pensiones, a partir de 1881⁴ llamado de reparto, el creador de este sistema fue el canciller OTT Von Bismark (1815-1895), quién diseñó el sistema en un esfuerzo político por debilitar al partido socialista alemán. Lo que llama la atención de este sistema de pensiones, fue el establecimiento de la edad de jubilación a los 65 años, cuando en realidad el promedio de esperanza de vida de un prusiano era solamente de 45 años, sin embargo su idea con el tiempo fue dispersada en todo el mundo.

Cincuenta años después, en 1917, en los Estados Unidos Andrew Carnegie creó el TIAA, Fondo de los profesores y funcionarios de las escuelas superiores de New York.

La previsión oficial, en el diseño europeo, llegó recién en 1934, creándose de lado, el estado del bienestar europeo público, y el otro el norteamericano privado, con el tiempo ambos sistemas quebraron.

Recién en los años 50s, se comienzan a incorporar en el debate de foros internacionales, el temas de la seguridad previsional, dentro de un esquema más amplio e integral denominado la seguridad social, en tal sentido diversos autores e instituciones, en particular aquellos con



experiencia en países con economías en desarrollo, han abogado por una definición más general de la seguridad social. Algunos sostienen que en un contexto de una estrategia de lucha frontal a la pobreza, la seguridad social también puede incluir medidas que busquen el acceso de los trabajadores a activos productivos como: la estabilidad laboral, salario mínimo y la seguridad alimenticia. Otros distinguen dos aspectos de la seguridad social, la que definen como el uso de medios sociales para prevenir la pobreza y la vulnerabilidad a la pobreza.

En este sentido, en 1944, la Conferencia de la Organización Internacional para el Trabajo (OIT) reconoció "la solemne obligación de la OIT de promover entre los países miembros el mejoramiento de sus sistemas de seguridad social que provean un ingreso básico a todos los necesitados y cuidados médicos adecuados". De acuerdo con la OIT, el objetivo de los sistemas de pensiones o de seguridad social es proveer acceso al cuidado de salud y a la seguridad de ingresos, entendida como un ingreso mínimo para aquellos necesitados y un ingreso de reemplazo razonable para aquellos que han contribuido en proporción a su nivel de ingresos.

Muchas organizaciones internacionales, como la OIT, comienzan a utilizar el concepto más amplio de la seguridad social conocido como "protección social". En 1952, la OIT desarrolló este término, el cual hasta ese momento comprendía solo el cuidado médico y los beneficios familiares derivados de eventos como la enfermedad, el desempleo, la vejez, la maternidad, la invalidez y la muerte del trabajador. Así, la seguridad social también empezó a incluir conceptos como la vivienda, la alimentación y la educación de los hijos.

Después de la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), muchos países introdujeron sistemas de pensiones que buscaban proveer ingresos a sus ciudadanos de edad avanzada, sin importar las contribuciones realizadas por ellos mismos. Estos esquemas se expandieron rápidamente por el mundo, ya que el crecimiento poblacional de la post-guerra, permitió el



establecimiento de un significativo número de contribuyentes al sistema y el pago de pensiones generosas a los primeros trabajadores retirados.

Actualmente, en muchos de dichos países desarrollados, las finanzas públicas se han visto afectadas por el crecimiento insostenible de la deuda que mantiene el Estado con los actuales y los futuros pensionistas, derivado del envejecimiento de la población que ha provocado la reducción de los aportes. Los recientes intentos que se han realizado para reducir los gastos fiscales en pensiones han recibido el rechazo de la población trabajadora, ya que reclaman el mismo trato previsional que el recibido por las generaciones anteriores.

Uno de los primeros sistemas de previsión social se desarrolló en los EEUU. En 1935, el presidente norteamericano Franklin Roosevelt estableció el Seguro Social (*Social Security*): "Nosotros no podemos proteger al 100% de la población del 100% de los riesgos y vicisitudes de la vida. Pero nosotros tenemos que tratar de establecer una ley que otorgue algún tipo de protección al ciudadano promedio y a su familia contra la pérdida de su empleo y la pobreza en edad avanzada. Esta ley, además, representa la base de una estructura que se está construyendo, pero que aún no está completa. Es una ley que cuidará de las necesidades humanas y al mismo tiempo proveerá a los EEUU de una estructura económica estable"⁵.

El sistema de Previsión Oficial, en 1972 entró en crisis, esta situación es conocida como la falencia de Studebacker, pero sin embargo esta situación fue superada, con la intervención del Tesoro, y a partir de ahí se creó un sistema de previsión mixta, pública y privada. En Europa, 70s, los gobiernos ya no soportaron más su peso, por los permanentes y crecientes déficits fiscales y desde los años setenta, también se crearon fondos privados de previsión complementaria a los sistemas públicos.



3.3 LA EXPERIENCIA DE LOS SISTEMAS PREVISIONALES EN AMÉRICA LATINA

Los sistemas de previsión social, seguro social y en particular los regímenes de jubilaciones y pensiones han sido considerados como uno de los hechos capitales del desarrollo social en el siglo XX. En la Región Latinoamericana los regímenes de jubilaciones y pensiones fueron surgiendo a lo largo de un amplio período de gestación. Cronológicamente, el inicio de los regímenes de jubilaciones y pensiones en la Región Latinoamericana puede ser dividido en tres períodos.

El primer período en el que a principios de siglo se desarrollaron regímenes de jubilaciones en Argentina, Brasil, Cuba, Chile y Uruguay.

Al respecto, Maza Rodríguez J.A⁶, señala, que los primeros sistemas de pensiones en América latina, surge de un grupo de países "pioneros", entre los que cuenta, Argentina, Brasil, Cuba, Chile y Uruguay), se basaron en la organización de distintos fondos de pensiones ocupacionales, donde sus miembros pertenecían a un mismo sindicato o industria. Estos fondos, diseñados en la primera década del siglo XX, surgen como un esquema de capitalización colectiva, habitualmente muy eran generosos en la políticas de definición de contribuciones y beneficios.

El segundo período fue impulsado por la adopción de la Ley de Seguridad Social en Los Estados Unidos de América y se prolongó hasta el final de la Segunda Guerra Mundial. En este período se crearon los regímenes de jubilaciones y pensiones de Ecuador (1935), Perú (1936), Venezuela (1940), Panamá y Costa Rica (1941), México y Paraguay (1943), Colombia y Guatemala (1846) y República Dominicana (1947).



El tercer período se caracterizó por el establecimiento de regímenes basados en leyes "marco" que establecieron principios generales y dejaron los detalles a reglamentación posterior. En esta tercera etapa se crearon los regímenes de jubilaciones y pensiones en El Salvador y Bolivia (1949), Honduras (1952) y Nicaragua (1955).

Un rasgo característico de la creación y evolución de los regímenes de jubilaciones y pensiones en la región fue el hecho de que a pesar de que entre la creación de los primeros y la creación de los últimos, transcurrieron casi 50 años, los objetivos, estrategias, estructuras y papeles de los copartícipes sociales, tuvieron características similares en todos los países, independientemente de su desarrollo demográfico, económico e inclusive tecnológico. Prácticamente todos los diseños de los regímenes de jubilaciones y pensiones obedecieron a modelos europeos basados en supuestos de pleno empleo y crecimiento económico e inclusive de promoción de la natalidad.

De otro lado, la región latinoamericana es reconocida por los organismos internacionales como la zona líder en el mundo en el diseño y la implementación de medidas de política que buscan solucionar el problema del financiamiento de la jubilación de los trabajadores. Muchos de los países de la región han introducido sistemas regulados por el Estado, administrados por agentes privados y con cuentas individuales de ahorro de los trabajadores. Así con garantías de pensiones mínimas y convenios voluntarios entre empleadores y trabajadores, los riesgos demográficos, de longevidad y financieros que inicialmente debían ser administrados por el Estado, se han diversificado entre la sociedad, los empleadores y los propios trabajadores utilizando la estructura de tres pilares que se describió anteriormente.

Si bien es cierto que las reformas realizadas en la mayoría de países de América Latina han variado considerablemente, muchos de ellos han mantenido un sistema obligatorio administrado por el Estado en el primer pilar, el cual es operado a través de un esquema de



reparto y de beneficios definidos. A este esquema se ha incluido un segundo pilar obligatorio pero administrado privadamente por empresas especializadas y formado por cuentas individuales de capitalización y de contribuciones definidas. Finalmente, se ha tratado de aumentar el ahorro voluntario con fines previsionales otorgando incentivos al tercer pilar del sistema y promoviendo planes de pensiones entre trabajadores y empleadores.

3.3.1 Los Sistemas Públicos de Pensiones

Un sistema público de pensiones es aquel, en que el Estado administra con el fin de garantizar protección social frente a los riesgos laborales (desempleo, accidente de trabajo, enfermedad), la vejez(jubilación) u otras circunstancias sobrevenidas por dependencia.

Los criterios básicos en los sistemas públicos de pensiones son: El reparto, la equidad intergeneracional e intergeneracional y la universalidad. Los sistema públicos contienen los siguientes tipos de pensiones: i) Pensiones contributivas, cuando se ha pagado a largo de un tiempo, normalmente en la vida laboral, por el pensionista y/o la empresa, del derecho a recibir una pensión de jubilación o una pensión por desempleo(Seguro de desempleo ó subsidio al desempleo), ii) Pensiones indirectas derivadas de aportaciones de terceros (viudez, orfandad), iii) Pensiones no contributivas (que responden a necesidades sociales sobrevenidas y que no requieren cotización previa, pensiones por vejez o cesantia son aquellas en donde el trabajador decide si se pensiona a los 60 o 65 años y dependerá de las semanas de cotización que tenga el trabajador

A.) Principales Problemas de los Sistemas Públicos de Pensiones

Los sistemas tradicionales de pensiones en América Latina, experimentaron serias deficiencias siendo su insostenibilidad financiera, como la más urgente, originada por la



estructura de incentivos, el bajo crecimiento en los segmentos formales del mercado de trabajo y los efectos de la transición demográfica.

a) La Estructura de Incentivos de los Regímenes de Reparto.- se caracterizaba por una débil correspondencia entre aportes y beneficios. Esto llevo a que los aportes habian sido visualizados como impuestos antes que ahorro para la vejez, lo que deterioro el incentivo de los contribuyentes a cotizar, especialmente en etapas iniciales de la vida activa.

Del mismo modo, las condiciones para optar a beneficios mínimos también habrían causado conductas estratégicas que permitieron obtenerlos a costa de la estabilidad financiera del sistema.

Por otra parte, dado que con frecuencia los programas de pensiones no estaban separados de otros programas previsionales públicos (salud, maternidad, entre ellos), parte de los recursos pensionables fueron desviados para cubrir déficits en dichas áreas.

A su vez, las urgencias de financiamiento de déficits fiscales, también presionaron sobre los recursos del sistema de pensiones.

b) Los Inminentes Efectos de la Transición Demográfica.-América Latina, continúa experimentando una fuerte transición demográfica: La tasa de fecundidad se reduce junto con un aumento en la esperanza de vida, lo que genera una mayor proporción de la población anciana, y una disminución relativa de nuevos integrantes de la fuerza laboral.

Ello expresa un mayor número de pasivos en relación al de los activos, sobre quienes, bajo un régimen de reparto, recae el peso de solventar las pensiones.

El problema de transición demográfica, ha afectado de manera gravitante en los sistemas públicos de pensiones. Al respecto, Jorge Bravo (2000)⁷, Sostiene que América Latina y el Caribe, ha experimentado cambios demográficos sustanciales durante las últimas décadas, que han modificado la base de la población y el financiamiento de las



instituciones que transfieren recursos entre grupos generacionales. Una particular expresión de estos cambios demográficos el envejecimiento de la población, está relacionada directamente con la evolución de los sistemas de seguridad social, y en la medida que la tendencia al envejecimiento se intensifique, sus efectos se expandirán y amplificarán como demuestra muy claramente la experiencia histórica de los países desarrollados.

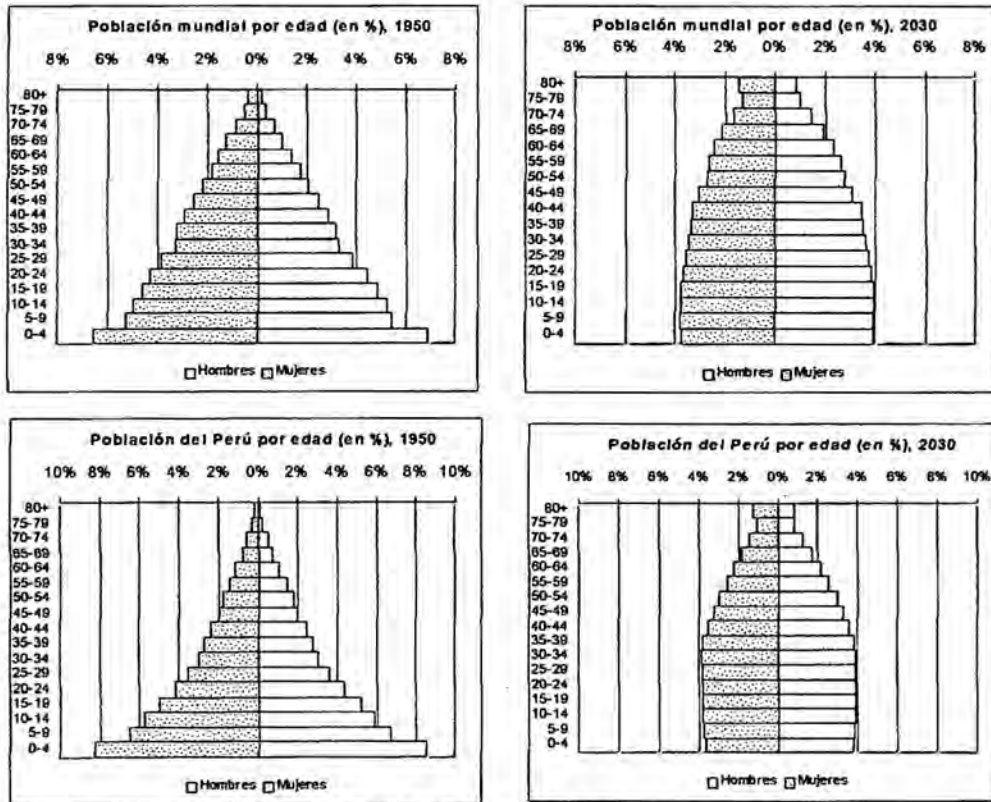
c) La Insostenibilidad del Sistema.- La característica más general del mundo actual, es que la población se está envejeciendo. Información de organismos internacionales e investigaciones al respecto, nos muestran que la población del mundo y particularmente del Perú, no tiene más una forma de pirámide: una amplia base de jóvenes y pocos trabajadores jubilados en la cima. Adicionalmente, los sistemas mal diseñados promueven que la población económicamente activa tenga más incentivos para retirarse a edad temprana, de ahí que los sistemas de pensiones de muchos países enfrentan considerables problemas de insostenibilidad financiera en el mediano plazo.

Como se puede apreciar en la siguiente figura N°01, se espera que la estructura de la población en el Perú se modifique notablemente en los próximos años (1950 – 2030).

Los sistemas públicos de pensiones, ofrecen una solución colectiva y paternalista al problema de la pobreza en la vejez: Tales sistemas imponen tributos a los ingresos de los actuales trabajadores y los transfieren a los pensionistas. Estos sistemas se basan en un contrato implícito intergeneracional: las pensiones futuras de los trabajadores actuales dependen de las siguientes generaciones de trabajadores. Así, las pensiones son pagadas como beneficios definidos lo cual significa que las pensiones no están ligadas a las contribuciones de los trabajadores; sino a niveles de ingresos fijados por el Gobierno o una agencia estatal, usualmente relacionados con el ingreso promedio de la economía.



Figura N° 1



Estructura de la Población del Perú por Edades

Fuente: *United Nation Population*, 2003

Muchos gobiernos de todo el mundo han reconocido el problema inherente en los sistemas públicos de pensiones y se han embarcado en varios procesos de reformas. Primero, muchos sistemas públicos están pasando de ser sistemas de reparto a sistemas de capitalización individual, los cuales pueden estar manejados por administradores públicos o privados, asegurándose así que un importante porcentaje de las pensiones futuras sea pagado con los propios ahorros de los trabajadores.

En segundo lugar, los regímenes de pensiones basados en beneficios definidos están volcándose hacia otros con contribuciones definidas. Con estos sistemas, el vínculo entre la contribución del trabajador y la pensión futura que obtendrá es totalmente explícito. Así, el Estado no asegura ningún nivel de beneficio particular para el futuro. En cambio, los propios trabajadores tienen que asegurarse un nivel de ahorro suficiente que les permita alcanzar pensiones justas de jubilación. Sin embargo, estos sistemas acarrear nuevos riesgos, como el riesgo de inversión el cual se refiere a que las inversiones realizadas por los trabajadores pueden perder valor en el tiempo debido a un mal desempeño de los mercados financieros, como las bolsas de valores y fondos mutuos.

Carlos Boloña Beher^B (1995), señala, que los sistemas públicos de pensiones en el mundo tienen un ciclo de vida típico, y que se divide en tres etapas: i) juventud, ii) expansión y iii) madurez. La diferencia principal entre cada etapa radica en la relación del número de contribuyentes por pensionista (coeficiente de apoyo). Al ser un sistema de transferencia entre generaciones, de los jóvenes a los ancianos, la estructura de edades de la población se convierte en un factor importante. Al disminuir el coeficiente de apoyo, se dificulta el pago de pensiones y esto obliga a incrementar la tasa de contribución a los trabajadores activos, a aumentar el número de contribuyentes y/o a disminuir el monto individual de las pensiones.

3.3.2 Los Sistemas Privados de Pensiones

La reforma estructural de los sistemas de pensiones públicos, hacia sistemas privados, ha sido tal vez el proceso de cambio más importante entre políticas sociales implementadas en América Latina en los 90s.

La respuesta de los sistemas privados de pensiones en el mundo y particularmente en América Latina, responden exclusivamente a la necesidad de la capitalización de los ahorros y obtención del rendimiento respectivo, que se haya obtenido en la fecha de



percepción de la correspondiente prestación. Los sistemas privados de pensiones no responden a hechos no contemplados en el contrato de capitalización ni a circunstancias sobrevenidas no establecidas. Se busca con ellos aprovechar la eficiencia del funcionamiento del sector privado, el cual tiene 'dolientes' -dueños- individuales, lejos de la administración burocrática del sector público. Se dinamiza así la inversión de los recursos acumulados con el ahorro, retroalimentados con su capitalización, en diversas clases de instrumentos financieros del mercado de capitales y por tanto el desarrollo económico de gran parte de los aparatos productivos de la sociedad.

El primer país del mundo que decidió atacar frontalmente el problema de la falta de sostenibilidad del sistema de reparto fue Chile que en 1981 sustituyó un sistema de pensiones operado por el Estado por un sistema de capitalización individual administrado por empresas privadas. Mediante esta reforma las pensiones de jubilación de los trabajadores dejaron de ser un problema para el gobierno de turno, despolitizándose así a un importante sector de la economía y permitiendo a los trabajadores tener un mayor control sobre su futuro. El defecto estructural ha sido eliminado y el futuro de las pensiones depende del comportamiento individual del trabajador y del desarrollo de los mercados financieros y de capitales.

El éxito del sistema privado de pensiones chileno llevó a que otros países del mundo, a que lo imiten, siendo el Perú uno de los primeros países en hacerlo en 1993 (funcionamiento del sistema). A continuación, en la figura N°02, se muestra los años de creación de los principales sistemas privados de pensiones en el mundo.



Figura N° 02 Creación de Sistemas Privados de Pensiones

Año	Países
1981	Chile
1992	Perú
1994	Argentina, Colombia
1995	Uruguay
1997	Bolivia, México, Panamá
1998	El Salvador, Kazajstán
1999	Polonia
2000	Costa Rica
2002	Bulgaria
2003	República Dominicana

Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones.

En Perú, en 1992, mediante Decreto Ley N° 25897(06 de diciembre), se crea el Sistema Privado de Pensiones como alternativa al sistema público de reparto y concentrado en el Sistema Nacional de Pensiones, y tiene como objetivo mejorar el sistema previsional en el país, introduciendo el sistema de cuenta individual de capitalización (CIC) en la que cada aportante o afiliado se constituye en propietario de su propia jubilación.

Como consecuencia de los traspasos al nuevo sistema, el coeficiente de apoyo de aportantes/beneficiados disminuye hasta llegar a 4. En tal sentido el sistema de pensiones público comienza a mostrar un déficit desde 1992, de ahí que el Estado, a partir de 1995 empieza a transferir recursos del Tesoro Público para cubrir la brecha entre las contribuciones y el pago de pensiones. La tasa de contribución aumentó en 1995 (ahora a cargo totalmente del empleador) y en 1997 aumentó nuevamente hasta 13%.



Por otro lado, el Estado peruano reconoce la deuda con los que aportaron al sistema público de reparto y se trasladaron al sistema privado mediante la emisión de Bonos de Reconocimiento (BR), los cuales se redimen con la declaración de la jubilación o la invalidez total del trabajador.

La deuda implícita del sistema público (Decreto Ley N° 19990) consiste en el valor actual de las transferencias del Tesoro Público para cubrir el pago de pensiones de los afiliados a este régimen y el valor actual del pago del BR, la cual equivale al 61% del PBI. Esta cifra es mucho menor a la de Chile, 106% del PBI, debido principalmente a dos factores: la cobertura del sistema en el momento de la reforma era mucho menor en el Perú (20%) que en Chile (65%) y a la juventud del sistema peruano (1961) en comparación del chileno (1924). Si bien el primer factor es una de las causas de la crisis del SNP (principalmente por la informalidad de la economía), es también uno de los atenuantes del costo de la reforma.

A.) Principales Problemas de los Sistemas Privado de Pensiones

Por lo general, el desempeño de los sistemas de pensiones privados puede evaluarse considerando tres aspectos: Cobertura, suficiencia y sostenibilidad.

El primero, se refiere a la proporción de la población de adultos mayores protegidos por los sistemas (Si se trata de un sistema contributivo, a la proporción de adultos/ jóvenes aportantes.

El segundo, la suficiencia, hace referencia al nivel de beneficios y a la capacidad de quienes los reciben de mantener un nivel "suficiente" de consumo

El tercero, la sostenibilidad, que se remite a la capacidad de la sociedad y el estado a mantener los sistemas funcionando sin ocasionar mayor inconveniente en las cuentas fiscales.



a) **Problema de Cobertura.-** como señalamos anteriormente que muchos países latinoamericanos han transformado sus sistemas públicos de pensiones en sistemas privados de capitalización individual, con el objeto de tener una mayor estabilidad y contribuir al desarrollo de los mercados financieros., pero la realidad indica o expresa una debilidad, como es el bajo nivel de cobertura de los trabajadores.

Al respecto, Carmen Li y Javier Olivera⁹, señalan, que en el año 2005 el 58 % de la población económicamente activa (PEA) está afiliado a un sistema privado de pensiones, pero solo el 23% realiza el pago de las contribuciones (cotizantes), y esta cifras son aún son menores, si se compara con la población total, en donde los afiliados son 25,5% y los cotizantes tan solo 10.2% de la población total. El bajo nivel de cobertura y la significativa diferencia entre porcentaje de trabajadores afiliados y los que cotizan ponen en riesgo la adecuada provisión de recursos futuros para personas con avanzada edad.

Para el caso peruano la situación es más interesante y alarmante, debido que los bajos niveles de cobertura previsional, se adiciona el problema de la existencia de un considerable sector informal. Según OIT, en el 2005, el 50.3% de la PEA es informal, por lo el nivel de cobertura es solo el 27.2% de la PEA, que está afiliada al Sistema Privado de Pensiones, mientras que el 10.2% cotizó.

b) **Problema de la Suficiencia.-** Dentro de los objetivos de la reforma previsional, está que los planes privados de pensiones, contribuyan a través de una adecuada rentabilidad real de largo plazo, otorgar pensiones de jubilación que permitan el logro del bienestar de los afiliados en el futuro. Se asume que dichas pensiones deben ser mayores a las otorgadas por los sistemas públicos de reparto. Así mismo los sistemas privados de pensiones deben contribuir a al canalizar recursos previsionales



deben contribuir a dinamizar el mercado de capitales, y por ende acelerar el proceso de ahorro e inversión de la economía.

Bajo el sistema de capitalización individual, lo que determina el nivel de la pensión de un trabajador es el capital que éste acumula durante su vida laboral. Ni el trabajador ni el empleador contribuyen al Estado, Tampoco cobra al trabajador una pensión gubernamental al jubilarse. En cambio, a lo largo de su vida laboral, el trabajador ahorra mensualmente y obligatoriamente un porcentaje de su sueldo (10% en la mayoría de países). Para ello, el trabajador debe elegir una Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP), para administrar su cuenta de capitalización individual. Las AFP, invierten los recursos recaudados en instrumentos financieros (Depósitos a plazos, bonos, acciones, letras etc.) de instituciones públicas y privadas, tanto en el mercado doméstico como el externo, producto de lo cual obtienen un rendimiento, que va formar parte del fondo del afiliado. Entonces el problema inherente que se plantea es ¿Serán las AFP eficientes o capaz de obtener rendimientos superiores o iguales al mercado? Indudablemente, que las pensiones dignas de los afiliados en el futuro están sujetas al monto de sus remuneraciones, y también por la rentabilidad de los fondos. Pero esta rentabilidad está influida por las fluctuaciones crisis del mercado financiero nacional e internacional.

Generalmente, los sistemas privados también incluyen una comisión por administración de los fondos que en promedio es de (1.8%), y un cobro por prima de seguro (1%), dicho seguro es contra la muerte prematura y la invalidez parcial o permanente de los trabajadores. Cada AFP ofrece esta cobertura a sus clientes, adquiriendo un seguro de vida y de invalidez colectivo de una compañía privada de seguros. Esta cobertura se paga con una contribución adicional del trabajador conocida como prima de seguro de invalidez y sobrevivencia.



En tal sentido la rentabilidad de los fondos privado de pensiones no mide o se determina libre de cobro de comisiones, y estas comisiones son relativamente altas en el Perú, comparadas con el promedio de los países latinoamericanos. Esta situación, indudablemente repercute negativamente sobre la rentabilidad neta de los fondos, y de ahí el cuestionamiento que se les hace al sistema privado, de no ser lo suficientemente capaz para asegurar pensiones dignas en el largo plazo.

Los trabajadores tienen la libertad de trasladarse de una AFP a otra, por ello existe una competencia entre las AFP por lograr mejores tasa de rentabilidad de los fondos de los trabajadores, elevar la calidad del servicio que prestan y cobrar comisiones de administración más bajas. En algunos países, como Chile, tanto los aportes que realiza el trabajador como las ganancias de las inversiones de su cuenta de capitalización individual están libres de impuestos. Al jubilarse el trabajador, paga impuestos a la renta sobre la cantidad que retira como pensión de jubilación.

Asimismo, existe una pensión mínima garantizada por el Estado y financiada con recursos tributarios ordinarios de los presupuestos gubernamentales, la cual es otorgada a cualquier trabajador que haya aportado un número determinado de años al sistema privado de pensiones, en muchos casos tal límite se fija en 20 años.

3.4 EL SISTEMA DE PENSIONES EN EL PERÚ

En el Perú, El sistema previsional, está constituido por tres regímenes principales: El Decreto Ley N° 19990 (denominado Sistema Nacional de Pensiones SNP), creado en 1973, el Decreto Ley N° 20530 (denominado Cédula Viva), creado en 1974 y el Sistema Privado de Pensiones (SPP), Decreto Ley N° 25897, creado en 1992, y es administrado por entidades privadas denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)



3.4.1 El Sistema Nacional de Pensiones (SNP)

A.) El Régimen del Decreto Ley N° 19990¹⁰

Este sistema beneficia a los trabajadores sujetos al régimen de la actividad privada (Ley N° 4916 – Decreto Legislativo N° 728), a los obreros (Ley N° 8433); y a los funcionarios y servidores públicos bajo el régimen de la actividad pública (Ley N° 11377/ y Decreto Legislativo N° 276) no incorporados al Régimen del Decreto Ley N° 20530. Es un sistema de reparto, el cual tiene como característica principal el otorgamiento de prestaciones fijas sobre contribuciones no definidas en valor suficiente para que la aportación colectiva de los trabajadores financie las pensiones.

En la actualidad, este sistema es administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP).

Las prestaciones que otorga el SNP son cinco: (A) jubilación; (B) invalidez; (C) viudez; (D) orfandad; y (E) ascendencia. A continuación, se detallan algunos aspectos de éstas.

a) Pensión de Jubilación

i) Régimen General:

La edad de jubilación en este régimen alcanza los 65 años de edad, siendo necesarios 20 años de aportación como mínimo para acceder a la pensión. La tasa de aporte o contribución al sistema alcanza el 13% de la remuneración asegurable del trabajador.

La pensión mínima a otorga en el sistema es S/. 415 (equivalente a una Remuneración Mínima Vital) y la pensión máxima es S/. 857,36.

Cabe señalar que existen pensiones que se dieron dentro del Régimen General con menos años de aportación, las mismas que respondieron a la necesidad de incluir algunos grupos de jubilados en un régimen transitorio, hasta 1992, se otorgaron este tipo de pensiones, las mismas que fueron denominadas Pensiones Reducidas, las cuales se muestran en la siguiente Figura N° 03.



Figura N° 03	
Pensiones reducidas: montos máximos	
Tipo de pensión	Monto (en nuevos soles)
a. Para pensionistas de derecho propio:	
Con 20 años o más de aportación	415
Entre 10 y 20 años de aportación	346
Entre 6 y 10 años de aportación	308
Con 5 años o menos de aportación	270
b. Para pensionistas de derecho privado (monto mínimo de suma de pensiones que el causante genere):	270
c. Para pensionistas de invalidez	415
Fuente: Decreto Supremo N° 028-2002-EF.	

ii) Régimen de Jubilación Adelantada:

La edad de jubilación es de 55 años (en el caso de los hombres) ó 50 años (en el de las mujeres). El requisito de aportación asciende a 30 años para los hombres y 25 años para las mujeres. Por otro lado, los trabajadores despedidos por reducción de personal o cese colectivo podrán optar a la jubilación adelantada con 20 años de aportes.

La tasa de aporte para este régimen es de 13% del salario del trabajador y la pensión a otorgar está en base a la pensión que hubiera recibido el trabajador bajo el Régimen General antes descrito. Esta pensión se reduce en 4% por cada año de adelanto respecto de la edad de jubilación establecida en dicho régimen.

iii) Régimen Especial de Jubilación:

Este régimen Incluye a los asegurados nacidos antes del 1º de julio de 1931, en el caso de los hombres, o del 1º de julio de 1936, en el de las mujeres. Para acceder a este régimen, los trabajadores deben haber estado "inscritos en las Cajas de Pensiones de la Caja Nacional del Seguro Social o del Seguro Social del empleado" antes de la promulgación del Decreto Ley No. 19990 (abril de 1973).

El monto de la prestación equivale al 50% de la remuneración de referencia por los primeros 5 años completos de aportación. Por cada año adicional de aportación, dicha tasa se incrementa en 1,2%, en el caso de los hombres, y 1,5%, en el de las mujeres.

b) Pensión de Invalidez

La pensión de invalidez es otorgada cuando el trabajador presenta una incapacidad física o mental que le impide ganar más de la tercera parte de la remuneración que percibiría otro trabajador de la misma categoría, en un trabajo igual. Alternativamente, califica aquél que haya gozado de subsidio de enfermedad durante el tiempo máximo permitido y continuara en estado de invalidez.

Si la incapacidad se produce por un accidente de trabajo o por enfermedad profesional, no se requiere un período mínimo de aportaciones. Sólo se exige que el trabajador se encuentre aportando al sistema en el momento en el que se produce la invalidez. De acuerdo con el número de años de aportación, el trabajador puede tener derecho a recibir pensión sin encontrarse aportando en el momento en el que se produce la incapacidad, cualquiera que fuere la causa de ésta.



La pensión a otorgar equivale al 50% de la remuneración de referencia. Cuando el trabajador cuente con más de tres años de aportaciones, se considera un incremento de 1% por cada año completo que exceda de tres años.

c) Pensión de Viudez

En el caso de los afiliados hombres beneficiarios de una pensión, la cónyuge, viuda tiene derecho a percibir dicha prestación. En el caso de las afiliadas mujeres, el cónyuge tiene tal derecho sólo cuando presenta condición de invalidez o tiene más de 60 años. Adicionalmente, el cónyuge debe haber dependido económicamente del pensionista.

El monto máximo es igual al 50% de la pensión que le hubiera correspondido al trabajador.

d) Pensión de Orfandad

Tienen derecho a esta pensión los hijos de un pensionista fallecido, menores de 18 años; los menores de 21 años siempre y cuando continúen estudiando; y los hijos inválidos mayores de 18 años.

El monto máximo de pensión que se aplica es igual al 20% del monto de la pensión de invalidez o jubilación que percibía o hubiera podido percibir el trabajador.

e) Pensión de Ascendientes

Tienen derecho a esta pensión el padre y la madre del asegurado o pensionista fallecido, que tengan 60 ó 55 años de edad, respectivamente, o que se encuentren en estado de invalidez; que dependan económicamente del trabajador; y que no perciben rentas superiores al monto de la pensión que le correspondería. Para ello, adicionalmente, no deben existir beneficiarios de pensión de viudez y orfandad. En



el caso que existan, podrán acceder a la prestación sólo cuando, luego de descontar las pensiones de viudez y orfandad, aún existe un saldo disponible de la pensión del afiliado fallecido.

El monto máximo de pensión, para cada uno de los padres, es igual al 20% del monto de la pensión de invalidez o jubilación que percibía o hubiera podido percibir el trabajador.

B.) El Régimen del Decreto Ley N°20530¹¹

Este régimen, tiene su origen en leyes muy antiguas que concedían pensiones vitalicias a cargo del Tesoro Público a un grupo muy reducido de funcionarios del Estado, como recompensa por los servicios prestados. Con el paso de los años, el ámbito de aplicación de este régimen se fue ampliando, incluyendo más beneficiarios y con mayores beneficios. Así, fue convirtiéndose en una preocupación fiscal, no sólo porque en este sistema las aportaciones a lo largo de la vida no financian el beneficio de la pensión, sino porque la brecha entre aportaciones acumuladas y pagos de pensiones se incrementa*.

Cabe señalar que desde el 12 de julio de 1967 se intentó cerrar este régimen, de manera que se extinguiera cuando falleciera el último beneficiario. En tal sentido, el Decreto Ley N° 20530, promulgado el 26 de febrero de 1974, fue expedido para ordenar y restringir este sistema, en el que quedaron comprendidos únicamente los servidores públicos que se encontraban trabajando dentro de la carrera administrativa hasta el 11 de julio de 1962. Se estima que, a esa fecha, los pensionistas y afiliados activos comprendidos en este régimen no eran más de 30,000. Sin embargo, éste no se extinguió y, por el contrario, fue creciendo debido tanto a las leyes posteriores que ampliaron el número de personas comprendidas y beneficios otorgados, como las que se señalan a continuación:



- Se permitió el reingreso de trabajadores al servicio activo y acumulación de tiempo de servicio.
- Se acogieron pensionistas que ingresaron bajo el régimen de actividad privada.
- Se acogieron, nuevos trabajadores que ingresaron al sector público antes de 1967.
- Se amplió el número de posibles beneficiarios del personal nombrado y contratado.
- Se incorporó personal nombrado en la ley del profesorado, ingresado hasta 1980.
- Se incorporó a trabajadores de Petroperú sujetos al régimen de la actividad privada.
- Se permitió el ingreso de magistrados, que cumplieron 10 años laborando.
- Se acumuló a los años de servicio, los años de estudios de formación profesional.
- Finalmente, la Primera Disposición Final y Transitoria de la Carta Magna de 1993 consagró la Teoría de Derechos Adquiridos en materia pensionaria.

El régimen del Decreto Ley N°. 20530 otorga las siguientes pensiones: (A) cesantía; (B) invalidez; (C) viudez; (D) orfandad; y (E) ascendencia.

a) Pensión de Cesantía

La edad de jubilación en este régimen no está determinada, ya que depende fundamentalmente de los años de aportación de los trabajadores: 15 años en el caso de hombres y 12,5 en el de mujeres.

La tasa de aporte equivale al 13% de la remuneración asegurable desde agosto de 2003 (antes de esta fecha, la contribución era de 6%).



La pensión a otorga se calcula sobre la base de un ciclo laboral máximo de 30 años (hombre) y 25 años (mujeres), a razón - según sea el caso - de 1/30 ó 1/25 del promedio de las remuneraciones pensionables percibidas durante los últimos doce meses, por cada año de servicios. A partir de los 20 años se tiene derecho a una pensión nivelable.

b) Pensión de Invalidez

El trabajador debe ser declarado inválido por resolución del Instituto Nacional de Administración Pública. Previamente, deberá ser revisado por una junta médica nombrada por el Ministerio de Salud. Para continuar recibiendo esta pensión, deberá someterse a un examen de esta junta cada dos años.

No existe un mínimo período de aportaciones. La pensión a otorgarse en caso de invalidez causada como consecuencia del desempeño laboral, la pensión asciende al 100% de la remuneración del trabajador, independientemente del tiempo de servicios. De otro lado, aquél que se invalide accidentalmente en circunstancias ajenas a sus labores tiene derecho a recibir el 50% de su remuneración (excepto cuando la pensión por cesantía que le corresponde sea mayor).

c) Pensión de Viudez

Tienen derecho a pensión la cónyuge mujer de un pensionista fallecido. El cónyuge hombre de una pensionista fallecida tiene derecho a esta pensión sólo si éste se encuentra discapacitado, carece de rentas superiores al monto de la pensión y no está amparado por ningún sistema de seguridad social.

Cuando no existen hijos del afiliado, el cónyuge recibe el 100% de la pensión del titular. En el caso de que existan hijos, el cónyuge recibirá sólo el 50% de dicho



monto, mientras que el 50% restante deberá ser repartido entre éstos. Estas pensiones son susceptibles de nivelación, puesto que no sólo se transfiere el importe de la pensión, sino las características de la misma.

c) Pensión de Orfandad

Tienen derecho a recibir pensión por orfandad, los hijos del pensionista fallecido que sean menores de edad; los hijos mayores de edad con incapacidad física o mental; y las hijas solteras del trabajador que no estén cubiertas por la seguridad social y que carezcan de actividad lucrativa.

La pensión de orfandad es igual al íntegro de la pensión del titular, si no existe cónyuge. En caso opuesto, el cónyuge recibirá sólo el 50% de dicho monto, mientras que el 50% restante deberá ser repartido entre los hijos con derecho a la pensión de orfandad. Estas pensiones son susceptibles de nivelación, puesto que no sólo se transfiere el importe de la pensión, sino las características de la misma

d) Pensión de Ascendiente

Corresponde a la madre, al padre o a ambos padres (por partes iguales) del hijo pensionista fallecido, en caso de que no existan beneficiarios de pensión de viudez u orfandad. Los padres deben demostrar haber dependido económicamente del trabajador al momento de su fallecimiento y no percibir rentas mayores al monto de la pensión. Estas pensiones son susceptibles de nivelación, puesto que no sólo se transfiere el importe de la pensión, sino las características de la misma, la pensión a otorgarse equivale a 100% de la pensión de cesantía del trabajador.



3.4.2 La Situación Económica-Financiera del SNP

El principal problema que enfrenta actualmente el SNP, es el desequilibrio financiero de sus regímenes (DL N° 19990 y DL N°20530) y las transferencias del Estado necesarias para su funcionamiento.

A) Situación Económica -Financiera del Régimen del Decreto Ley N°19990

Al año 2003, el SNP contaba con 1,32 millones de afiliados. Dentro de este número, el 70% corresponde a trabajadores activos que han aportado al menos una vez al sistema a lo largo de su vida laboral y generan una recaudación anual promedio (1997-2003) de S/. 669,7 millones. De otro lado, la planilla anual del SNP (Pago de Pensiones) ascendió en el 2003 a S/. 2,785 millones, de los cuales el 72,5% fue financiado por las transferencias del Tesoro Público, poniendo en evidencia la situación de desequilibrio financiero del sistema. Adicionalmente, este desequilibrio financiero presenta una tendencia creciente en el corto plazo. En este sentido, mientras que la planilla se ha incrementado, la recaudación por aportes ha caído a una tasa promedio de 6,3% en los últimos 7 años y el número de aportantes promedio anual ha disminuido en 5%.

Este desbalance refleja la no adecuación de variables como la tasa y años de aportación, la edad de jubilación y el cálculo de pensión a los cambios demográficos y esperanza de vida de la población. Por ejemplo, un pensionista promedio del SNP ingresa al sistema con una remuneración asegurable de US\$ 182, trabaja por 37 años y realiza aportes durante 27,6 años. Finalmente, se retira con una remuneración promedio de US\$ 240. Suponiendo que sus aportes tienen una rentabilidad real promedio de 4% anual, al final de su período como afiliado activo, ha logrado acumular US\$ 13,029 en valor presente. Según la normatividad del SNP, adquiere derecho a una pensión de US\$ 154. El flujo de dichas pensiones genera un costo, a valor presente, de US\$ 31, 337 que evidencia una pérdida o desbalance para el sistema de US\$ de 18,388 por afiliado.



Así, el monto acumulado por el trabajador resulta insuficiente para financiar la pensión que el sistema le otorga al momento de jubilarse. De esta manera, el Estado debe aportar los fondos restantes y subsidia el 58% de las prestaciones de este pensionista promedio.

A 2003, el costo previsional asciende a US \$ 15,151 millones, lo que representa el 25% del Producto Bruto Interno. Asimismo, las proyecciones señalan que el flujo anual neto – es decir, la planilla descontada de las recaudaciones - del régimen del Decreto Ley 19990 seguirá aumentando durante los próximos años como consecuencia del envejecimiento de la población. En este sentido, se estima un flujo anual neto que llegará a US \$ 1 056,4 millones en el año 2030.

B) Situación Económica- Financiera del Régimen del Decreto Ley N° 20530

El único registro de los beneficiarios del régimen del Decreto Ley No. 20530 data de 1997, año en que los pensionistas y activos debieron presentar una “Declaración Jurada de Reinscripción – Registro 20530 para el Sector Público”. Dicho registro arrojó un total de 261, 525 pensionistas y 60, 247 trabajadores activos. Sobre esta base, se emplearon proyecciones de tasas de mortalidad, para poder determinar los sobrevivientes con derecho a pensiones, y se asumió que no han existido incorporaciones posteriores. De esta manera, se construyó el registro actualizado de pensionistas y aportantes activos y se calcula que, a 2004, existen aproximadamente 295, 331 pensionistas y 22 ,775 activos.

Durante el período 1997-2004, el gasto anual en obligaciones previsionales del Tesoro Público ascendió, en promedio, a S/. 4, 325,85 millones. En este caso, existe un mayor desbalance financiero que en el caso del SNP, representando el principal problema de los sistemas de pensiones en Perú. Un pensionista promedio se afilia a los 24 años con



una remuneración pensionable de US\$ 214 y se retira a los 55 años con una remuneración de US\$ 391. Luego de permanecer como afiliado activo del sistema durante 31 años – considerando una tasa de rentabilidad de 4% - el trabajador habría aportado un total de US \$ 15, 514, a valor presente. Al retirarse, accede a una pensión equivalente al 100% de la remuneración pensionable que tuvo durante su último año de trabajo y que dado sus años de aporte es nivelable. Aun cuando no se considerara esta nivelación, los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones previsionales de este pensionista ascenderían a US\$ 101, 814 a valor presente. En tal sentido, el Estado subsidiaría, en promedio, US\$ 86, 300 ó un equivalente de 85% del monto requerido para sus prestaciones. Debe tomarse en cuenta que, si se asumieran posteriores nivelaciones, este subsidio sería aún mayor.

Dadas las continuas leyes de ampliación de beneficios y de incorporación, los requerimientos de transferencias del Tesoro Público para cubrir las planillas de este régimen se han incrementado considerablemente y, en la actualidad, constituyen una gran carga para las finanzas públicas. Así, el costo previsional estimado del Régimen del Decreto Ley No. 20530 asciende a US \$ 24, 415, lo que representa el 36% del PBI y el casi el doble de todo el presupuesto público a 2004.

Asimismo, se espera que en el 2011 el flujo neto ascienda a US \$ 1 572 millones y luego empiece a decrecer, considerando que, en teoría, es un régimen abierto solo a un número reducido de trabajadores del Estado.

a.) Reforma del Decreto Ley N°20530¹²

Existe gran distorsión de la información sobre el planteamiento de la Reforma Constitucional (RC) en materia previsional. Por tanto, se pretende aclarar los puntos claves de dicho proyecto, ya aprobado en primera votación por el Congreso de la República.



En principio el citado proyecto establece:

- a. Cerrar definitivamente el Régimen del DL N° 20530. Esto permitirá que no haya nuevas incorporaciones, eliminando la posibilidad de que con una norma con rango de ley se reabra el régimen.
- b. Eliminar la Teoría de los Derechos Adquiridos por la de los Hechos Cumplidos. Con esta modificación las normas que rigen sobre una determinada pensión, en este caso, se modifican cuando entra en vigencia otra ley.
- c. Los nuevos regímenes de pensiones que se creen no contemplarán la nivelación y deberán ser financieramente viables. Este régimen le cuesta al Estado US\$ 1,300 millones anuales, producto del desbalance entre aportes y beneficios (el monto acumulado por aportes de los trabajadores no alcanza para financiar las pensiones que se obtienen debido al nivel de beneficios). Desde julio de 1979 hasta julio de 2003, la tasa de aportes fue 6% ¹³; sin embargo para tener derecho a una pensión equivalente al último sueldo, sin considerar la nivelación, un hombre casado debería haber aportado una tasa de 39,1%. Así, se calcula que el subsidio del Estado asciende a 85% del capital requerido para financiar el pago de una pensión promedio. Frente a esta realidad se hace necesario establecer que los nuevos regímenes sean financieramente viables y no contemplen nivelación alguna.
- d. Que las nuevas reglas se aplicarán a todos los afiliados que ya hayan obtenido el derecho a su incorporación al citado régimen y que el ahorro



producto de estas nuevas reglas servirá para incrementar las pensiones más bajas.

Las nuevas reglas que se establecerían en el Proyecto de Desarrollo Constitucional aún no han sido remitidas al Congreso por el Ejecutivo, pero del proyecto de RC se conoce que apuntan a lo siguiente:

- Reducir las pensiones superiores al tope de una UIT (S/. 3 100). Esta medida afectaría a 3,5% de los actuales pensionistas.

Se conoce que este régimen presenta una gran distorsión en la distribución de pensionistas, por ello se espera que el menor gasto se oriente a incrementar las pensiones más deprimidas

3.5 SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Las principales características del Sistema Privado de Pensiones (SPP) peruano son:

- **Cuenta de Capitalización Individual (CIC):** El afiliado, a lo largo de su vida laboral aporta los recursos que servirán directamente para el pago de su pensión de jubilación, los cuales siempre permanecerán en una cuenta personal.
- **Libertad de Elección:** el afiliado es libre de escoger si desee afiliarse al SPP, escoger la AFP que administre su fondo, traspasar su fondo de una AFP a otra, así como elegir la forma de percibir su pensión (retiros periódicos o rentas vitalicias en la moneda de su elección).
- **Participación Activa:** el afiliado puede verificar en cualquier momento que sus aportes se realicen e inviertan adecuadamente, contribuyendo de esta forma al funcionamiento eficiente del sistema.



- **Transparencia:** el afiliado recibe información periódica (cada cuatro trimestres) y oportuna del destino de sus aportes y el rendimiento que éstos obtienen.
- **Competencia:** la búsqueda de la eficiencia por parte de las AFP como empresas privadas les permite mejorar la calidad del servicio ofrecido a sus afiliados y el nivel de rentabilidad ofrecido por sus inversiones.
- **Fiscalización:** el SPP cuenta con el control y supervisión del Estado, ejercidos a través de la Superintendencia de Banca y Seguros.

3.5.1 Afiliación y Prestaciones

Actualmente, todos los nuevos trabajadores que empiezan su vida laboral pueden escoger afiliarse al SNP, básicamente el régimen del Decreto Legislativo 19990 o al SPP. Al inicio del sistema privado, la Ley previó la posibilidad de traslado del SPP al SNP (conocida como reversibilidad) para aquellos trabajadores que se hubieran incorporado al SPP con 55 años, en el caso de hombres y 50 años en el caso de mujeres; así como en caso que un afiliado no tuviera derecho al bono de reconocimiento¹⁴ Dichas disposiciones estuvieron vigentes hasta el 1° de junio de 1996.

Las prestaciones que otorga el SPP se orientan a la cobertura de los riesgos de vejez (a través de pensiones de jubilación) e invalidez y muerte (pensiones de invalidez y sobrevivencia). Con respecto a las pensiones de jubilación, cabe mencionar que la edad de jubilación alcanza los 65 años tanto para hombres como para mujeres para lo cual los trabajadores deben aportar mensualmente el 8% de su salario. La normatividad señala que la pensión mínima de jubilación es S/. 415 y no existe una pensión máxima de jubilación Cabe mencionar que la jubilación legal es voluntaria y se calcula sobre la base del saldo acumulado de la cuenta de capitalización individual del trabajador.



En el SPP existen 3 modalidades básicas bajo las cuales se otorgan las pensiones de jubilación: el Retiro Programado, la Renta Vitalicia Familiar y la Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida. Cada una de ellas está en función de las preferencias del trabajador (si valora más asegurarse pensiones vitalicias para él y su grupo familiar o prefiere recibir pensiones ligeramente más elevadas que no necesariamente serán pagadas de forma vitalicia).

El Retiro Programado es aquella modalidad de pensión mediante la cual el afiliado, manteniendo la propiedad de sus fondos acumulados, efectúa retiros mensuales de su cuenta individual de capitalización hasta que los fondos se agoten. Por su parte la Renta Vitalicia Familiar es aquella en la que el afiliado o sus beneficiados contratan directamente con una compañía de seguros de vida el pago de una renta mensual hasta el fallecimiento del afiliado, y luego de ello, el pago de pensiones de sobrevivencia a favor de sus beneficiarios. Finalmente, la modalidad de Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida es una combinación de las dos anteriores. El afiliado que la elige retiene en su cuenta individual los fondos suficientes para obtener de su AFP una renta temporal y adicionalmente contrata una renta vitalicia con la finalidad de recibir pagos fijos a partir de una determinada fecha en el futuro. Cabe mencionar que las rentas vitalicias son las más elegidas por los jubilados del SPP peruano.

3.5.2 Contribuciones

Con relación a los aportes que realiza cada afiliado, debe destacarse su acumulación en el tiempo y que éstos aumentan gracias a la rentabilidad obtenida por las AFP. Una acumulación continua, alta y estable rentabilidad permitirán que los afiliados tengan mejores pensiones al momento de su jubilación, Según Morón y Carranza (2003)¹⁵ realizaron un cálculo simple en que un trabajador aporta cada año a su fondo previsional S/. 1 000. Si se supone que la rentabilidad real es 6% y la comisión de administración es 2%. Luego de 40



años de aporte ese trabajador tendrá un fondo para su jubilación de S/. 160 767. Si el trabajador tiene dos opciones: (i) se le ofrece reducir a la mitad la comisión de 2% a 1% y (ii) accede a un punto adicional de rentabilidad (no 6% sino 7%). Pasados los 40 años, en la primera opción el trabajador podría haber aumentado su fondo en S/. 1 640 (alrededor de 1%). Por el contrario, en la segunda opción, el trabajador podría haber añadido a su fondo de jubilación S/. 48 571 (es decir 30% más).

La contribución o el aporte obligatorio que debe efectuar todo afiliado al SPP, y tiene 3 componentes:

- **Aporte al Fondo de Pensiones:** Ascende a 10% de la remuneración del trabajador y es el componente que se acumula en la cuenta individual de capitalización del trabajador(CIC)
- **Prima de seguros:** En promedio asciende a 0,91% de la remuneración y es pagado a la compañía de seguros que cubre los riesgos de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio.
- **Comisión por administración:** Llamado también Comisión Base, a diciembre de 2006, el promedio de las comisiones por administración que cargan las AFP, en promedio era de 1.81%.

Así, a diciembre de 2010, el descuento total que enfrentaba un trabajador ascendía, en promedio, a 13.07% y dependiendo de la AFP podría fluctuar entre 12.81% y 13,56% de su remuneración.

3.5.3 Regulación

Ante la creación del SPP, se constituyó un organismo público de control: la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFP). En noviembre de 2000, la SAFP fue absorbida por la SBS convirtiéndose en Superintendencia Adjunta de AFP, a



través de la cual la SBS efectúa las funciones de regulación y supervisión del SPP en representación del Estado.

La SBS es un organismo autónomo y especializado, encargado –a través de la Superintendencia Adjunta de AFP– del control del área financiera, actuarial, jurídica y administrativa de las AFP. A través de esta institución, el Estado se encarga de garantizar el financiamiento de los beneficios previsionales, dictando normas para el buen funcionamiento del SPP y vigilando el cumplimiento de estas disposiciones. Las regulaciones establecidas por la SBS van desde normas sobre el funcionamiento, liquidación y absorción de las Administradoras y el manejo de la publicidad e información que se brinda al público, hasta regulaciones en materia de inversión y cobro de comisiones.

Con respecto a la regulación de las inversiones, se estableció regulaciones sobre los instrumentos elegibles para la inversión, la valorización de los instrumentos, la clasificación de riesgo a la que deben estar sujetos, los mercados autorizados para que las AFP realicen transacciones y el tratamiento de los conflictos de intereses entre la AFP y el Fondo. Sin embargo, las regulaciones que han tenido un mayor impacto en el manejo de los fondos son la regulación de los límites de inversión –portafolios legalmente factibles y la exigencia de asegurar a los afiliados un nivel mínimo de rentabilidad para el Fondo de Pensiones administrado.

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 doce meses del fondo que administran no sea menor a un límite que se establece en función al comportamiento promedio del mercado. Este límite viene dado por el que resulte menor entre la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos menos tres puntos porcentuales y el 25% de la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos. Cuando la rentabilidad del fondo administrado por una AFP no alcanza el límite inferior exigido por la ley, la AFP debe



reintegrar la diferencia para compensar la deficiencia de rentabilidad. Para ello, la AFP debe hacer uso del fondo de fluctuación construido mediante aportes de capital propios: el Encaje Legal, constituido con recursos propios de la AFP por Resolución N° 020-95-EF/SAFP. El Encaje Legal se compone con una tasa de encaje base de 0,7%, más una tasa de encaje adicional equivalente calculada en función a la categoría de riesgo de los instrumentos. Así, los afiliados cuentan con la seguridad de un rendimiento adecuado para los Fondos de Pensiones. Luego de utilizar de esta fuente, la AFP está obligada a restituir los recursos utilizados de los encajes dentro del plazo fijado por ley. En última circunstancia, de haberse agotado estos recursos y aún subsistir un déficit de rentabilidad, la SBS procede a la liquidación de dicha AFP.

Por su parte, en relación con el establecimiento de las comisiones con las cuales las AFP financian sus operaciones, la ley de creación del SPP otorga a las AFP la facultad de fijar libremente el nivel de las comisiones de forma que estas sean consistentes con los mecanismos de oferta y demanda. Tan solo exige que las comisiones sean uniformes para todos los afiliados de una misma AFP y que el cobro respete las estructuras contempladas en ella. La Ley del SPP (Decreto Ley 25897) consideraba las siguientes modalidades permitidas para el cobro de comisiones: (1) comisión fija, (2) comisión porcentual sobre la remuneración asegurable y/o (3) comisión porcentual sobre el saldo acumulado en la CIC. Además, las AFP estaban permitidas a cobrar una comisión al momento de realizar la transferencia de una cuenta individual de capitalización a otra administradora. Tanto la comisión fija como la porcentual se cobran al momento de efectuarse el depósito de aportes. En cambio, la comisión sobre el saldo se devenga diariamente, liquidándose cada vez que se realiza los aportes. Mientras la primera modalidad se puso en práctica en un inicio, la última no fue utilizada.



3.6 DETERMINACIÓN DE LA TASA DE RENTABILIDAD NETA REAL DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Una de las fuentes más importantes de financiamiento de las pensiones de jubilación en el SPP es la rentabilidad alcanzada por las AFP. Los aportes mensuales efectuados por los trabajadores forman parte del fondo que administra cada AFP y el cual es invertido en valores e instrumentos financieros del mercado doméstico y extranjero de capitales. Por ello, el principal objetivo de la política de inversiones de las AFP es maximizar el rendimiento de los fondos previsionales.

Así mismo de los grandes desafíos de los SPP aplicados en Latinoamérica, es la obtención de niveles adecuados de rentabilidad de los fondos de pensiones que administran las AFP. La rentabilidad generada, producto de las inversiones realizadas pertenece exclusivamente a los afiliados, en tal sentido una rentabilidad satisfactoria es la única senda que conduce al régimen privado de pensiones hacia una pensión futura digna de los afiliados y garanticen su bienestar.

La rentabilidad del SPP peruano, se puede medir de diferentes maneras, en donde se puede distinguir entre: i) Rentabilidad bruta ó nominal, ii) rentabilidad real y iii) rentabilidad neta de comisiones. Estas rentabilidades se pueden medir desde el inicio de operaciones del sistema, y para períodos diferentes.

Un aspecto fundamental de la medición de la rentabilidad de los fondos de pensiones, radica en la distinción e importancia que tiene la diferencia entre rentabilidad bruta, rentabilidad real y rentabilidad neta real o denominada también rentabilidad neta de comisiones. La Medición de la rentabilidad bruta y real se efectúa básicamente sobre las variaciones de valor cuota del afiliado, y sobre la base de la tasa de aporte al fondo de pensiones del afiliado. Por el contrario una tasa de rentabilidad neta de comisiones, que consiste en el cálculo actuarial a los pagos realizados por el afiliado, algo así como la tasa interna de retomos de pagos realizados.



Por su parte la SBS¹⁶ desde 2004 y como parte de la Política de Transparencia, pone de conocimiento de los afiliados y público en general, una herramienta adicional que le permitirá evaluar de manera objetiva el desempeño financiero de cada AFP y el sistema en conjunto, para ello se ha considerado el cálculo de la rentabilidad del fondo de pensiones ajustada por la comisión de administración que cobran las AFP, la que denominado rentabilidad neta de comisiones. Señala además que es muy importante la difusión de este indicador de rentabilidad, dada la entrada en vigencia del nuevo mecanismo que simplifica y flexibiliza los trámites de traspasos, de la posibilidad que tienen las AFP de implementar los descuentos por permanencia futura, y de la puesta en marcha de los multifondo a partir de 2005.

Existen diversas metodologías para la medición de la rentabilidad neta de comisiones en diversos niveles y diferentes períodos, y se aplica para afiliados activos que no se han jubilado, en la presente investigación presentaremos las propuestas por la SBS y la del investigador Jorge Rojas de Pontificia Universidad Católica del Perú.

3.6.1 Metodologías de Mediciones de la Rentabilidad del SPP.- Antes de establecer las metodologías de medición de rentabilidad neta de comisiones, es importante precisar algunas definiciones y que están relacionadas con el concepto de rentabilidad.

- **Valor Cuota.-** Es la unidad de cuenta del SPP, de valor variable calculado diariamente, es decir es el valor del día i , y se calcula de la siguiente manera:

$$VC_i = \frac{\text{Activo}_i - \text{Pasivo Exigible}_i}{\text{Número total de Cuotas}_i}$$



- **Activo.** Está conformado por los instrumentos de inversión autorizados por ley y que son adquiridos con los recursos del Fondo de Pensiones.
- **Pasivo Exigible.** Compuesto por las prestaciones de los afiliados, retiro de aportes voluntarios, traspasos por pagos en otras cuentas.
- **Número de Cuotas.** Corresponde a las cuotas que han sido adquiridas por todos los afiliados con sus aportes.

A.) **Rentabilidad Nominal (R_t):** La rentabilidad nominal, según la normativa vigente, se obtiene de comparar el valor cuota promedio del mes actual, con el valor cuota promedio del mismo mes correspondiente a los años anteriores. Solo se consideran los valores cuota de los días hábiles para el cálculo del valor cuota promedio, sobre la cual se calcula la rentabilidad

$$R_t = \left(\frac{VC_t}{VC_{t-n}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1$$

B.) **Rentabilidad Real (r_t):** La rentabilidad real, su cálculo es similar a rentabilidad nominal, solo se incorpora la variación del índice de precios al consumidor de lima Metropolitana del periodo actual/ periodo anterior.

$$r_t = \frac{1 + R_t}{\left(\frac{IPC_t}{IPC_{t-n}} \right)^{\frac{12}{n}}} - 1$$

Donde:

- R_t = Rentabilidad nominal actualizada de los últimos "n" meses, calculados al mes "t"
- VC = valor de la cuota promedio en el mes "t".



- VC_{t-n} = valor cuota promedio en el mes "t-n".
- N = número de meses (12, 24, 36, 48,)
- r_t = rentabilidad real actualizada de los últimos "n" meses calculados al mes "t".
- IPC_t = Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana en el mes "t".
- IPC_{t-n} = Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana en el mes "t-n".

**C.) Rentabilidad Neta de Comisiones de los Fondos Privados de Pensiones-
Propuesta de la Superintendencia de Banca y Seguro**

Un afiliado debe tener en cuenta antes de analizar la rentabilidad neta de comisiones, lo siguiente:

- 1° Debe conocer el destino de los descuentos que mensualmente le aplica el empleadora su remuneración. En el año 2010, en promedio a un afiliado le descuentan 13.07% de su ingreso mensual, y se descompone de la siguiente manera: i) una tasa de aporte del 10%, que paulatinamente acumula el afiliado en su cuenta individual de capitalización. ii) una comisión 1.95%, destinada a cubrir servicios que brinda una AFP al afiliado, iii) 1.12% prima de seguro, que tiene finalidad proteger al afiliado ante riesgo de una invalidez ó fallecimiento, a través duna pensión.
- 2° Durante el proceso de ahorro que un afiliado realiza a su cuenta individual de capitalización, parte importante de este monto se debe a la rentabilidad obtenida de las inversiones que realiza la AFP. Sin embargo, para que el afiliado pueda comparar este rendimiento con lo desembolsado a largo del tiempo por la administración de sus fondos, es necesario descontar de dicha rentabilidad, los pagos de comisiones pagadas a las AFP, de ahí que a este indicador se le denomina rentabilidad neta de comisiones.



a) **Alternativa N° 01**

Rentabilidad Neta de Comisiones, considerando los pagos efectuados-Histórica

El cálculo de este indicador implica el tratamiento de la afiliación al SPP, como un proyecto financiero convencional, en el cuál los trabajadores realizan pagos periódicos durante toda su trayectoria laboral (no solamente los aportes obligatorios al fondo de pensiones, sino también las comisiones a la AFP), y obtienen finalmente un determinado saldo en su cuenta individual de capitalización que les permitirá alcanzar un nivel de pensión específico. La tasa interna de retorno (TIR) del flujo construido será la rentabilidad neta de comisiones que obtienen los afiliados al SPP.

El cálculo de la rentabilidad neta de comisiones de cada afiliado se calcularía según la siguiente ecuación:

$$\sum_{i=Agosto93}^T \left[(a_i + CV_i) * R_i + CF \right] * \frac{IPC_T}{IPC_i} * (1+r)^{T-Agosto\ 93}$$
$$= VC_T * \sum_{i=Agosto93}^T \left[R_i * \frac{a_i}{VC_i} \right] \dots\dots\dots Ecuación N°01$$

Donde:

a_i = tasa de aporte a la CIC en el mes i .

R_i = Remuneración en el mes i a precios corrientes.

CV_i = Comisión variable del mes.

CF = Cuota Fija del mes.

IPC_i = Índice de precios al consumidor en el mes i .



VC_i = Valor cuota promedio en el mes i .

r = Rentabilidad Neta mensual.

T = Fin de periodo

Rentabilidad Neta de Comisiones = Tasa Interna de Retorno

El primer término de la ecuación expresa los desembolsos periódicos de los trabajadores, cada uno de los desembolsos es actualizado por el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana y multiplicado por la tasa de rentabilidad.

El segundo término es el valor final de la cuenta individual de capitalización, la cual se halla multiplicando al N° de cuotas que el afiliado ha logrado tener a lo largo de su trayectoria laboral por el valor de la cuota final.

El número de cuotas en cada período se calcula dividiendo el aporte obligatorio entre el valor cuota corriente.

Es pertinente resaltar, que la rentabilidad neta de comisiones histórica, solo puede ser determinada estrictamente se calcula sobre la base de características individuales de cada afiliado, tales como fecha de afiliación y de jubilación. Se esta manera al aplicarse la fórmula dependerá de los supuestos que se realicen acerca de las variables antes referidas.

Entonces, el indicador de rentabilidad neta de comisiones es un indicador objetivo y transparente, si se calcula para la situación individual de cada afiliado.

En tal sentido conviene precisar, que la elaboración de indicadores conjunto de AFP solamente debería ser tomado de manera referencial, pues podría introducir distorsiones que afecten la correcta toma de decisiones en el mercado.



b) Alternativa N° 02

Rentabilidad Neta de Comisiones Proyectada

La rentabilidad proyectada permite evitar la sensibilidad de la rentabilidad neta de comisiones ante sus supuestos y corregir la distorsión causada por el corto período de existencia del SPP.

En este sentido la metodología del cálculo no dependerá de la remuneración y se basa en rentabilidad real de los últimos meses y del nivel de comisiones vigente, las mismas se asumirán que permanecerá inalterable en el período de la proyección. Estas consideraciones implican proyectar la rentabilidad neta de comisiones para un nuevo afiliado, suponiendo que las condiciones al momento de la proyección se mantendrán hasta la jubilación.

El objetivo de este indicador es contribuir a una mejor evaluación del afiliado respecto a sus aportes en el SPP, porque considera conjuntamente, aunque en forma simplificada, el rendimiento del fondo y los costos de administración, promoverá una actitud más racional en las decisiones del afiliado, y de otro lado presionara para que se generen mejores condiciones de competitividad entre las AFP.

Es importante resaltar, que se debe tener en consideración que la rentabilidad proyecta en sí, no es un pronóstico de la rentabilidad futura, sino simplemente una metodología para estimar una rentabilidad neta de comisiones que obtendrá un afiliado de permanecer por lo menos 30 años en el SPP, y de mantenerse las condiciones actuales en cuanto a rentabilidad y comisión.

La rentabilidad neta de comisiones proyectada, se calcular según la siguiente ecuación.



$$(a + CV) \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right] = a \left[\frac{(1+R_r)^n - 1}{R_r} \right] \dots\dots \text{Ecuación N°02}$$

Donde:

a = tasa de aporte a la CIC en el mes i .

CV_i = Comisión variable del mes.

r = Rentabilidad Neta proyectada

R_r = Rentabilidad real de los últimos

c) Alternativa N° 03

Rentabilidad Neta de Comisiones Equivalentes

Esta alternativa implica un cálculo de descuento geométrico de la comisión equivalente respecto de la rentabilidad real. El cálculo implica comparar rentabilidad del fondo con la comisión sobre remuneración; y para ello se calcula una comisión que pueda convertir la comisión sobre remuneración en una comisión que sobre la cuenta individual, es decir una comisión equivalente.

La metodología de cálculo de la comisión equivalente consiste en obtener los saldos acumulados en las cuentas individuales para ciertos horizontes de tiempo y nivel de ingreso promedio, en función a las comisiones que cobran las administradoras y a una determinada tasa de rentabilidad anual real promedio igual para todos los fondos de pensiones.

Para efectos de obtener la comisión equivalente, deben efectuarse una serie de aproximaciones sucesivas, de tal forma que utilizando una comisión por

administración única, sobre el flujo o saldo según corresponda, y a la misma tasa de rentabilidad anual real promedio, se obtenga el saldo calculado.

La comisión equivalente se calcula según la siguiente ecuación:

$$\sum_{i=1}^t \left[C_i * (1+r)^{(n-i)} \right] = \sum_{i=1}^t \left[(CIC * C_{eq}) * (1+r)^{(n-i)} \right] \quad \text{..Ecuación N°04}$$

Donde:

C_i = Comisiones sobre la remuneración asegurable en nuevos soles.

r = Costo de oportunidad que es igual a la rentabilidad actualizada.

n = Número total de períodos.

CIC_i = Saldo de la cuenta individual de capitalización "i".

C_{eq} = Comisión sobre saldo equivalente

Una vez hallada la Comisión equivalente, se aplica la siguiente fórmula:

$$R_n C_{eq} = \frac{(1+r)}{(1+C_{eq})} - 1$$

Donde:

$R_n C_{eq}$ = Rentabilidad neta de comisiones equivalentes.

D.) Método de cálculo de la rentabilidad neta de los Fondos Privados de Pensiones: Según Jorge Rojas (PUCP)¹⁷

Para Jorge Rojas, la eficiencia de un sistema de pensiones podría verse desde el ángulo de lo que James Tobin denomina Valoración Fundamental o Seguridad Plena, pero ello tendría más sentido si es que la afiliación a los fondos de pensiones fuese totalmente voluntaria, no siendo el caso del SPP, se analiza el asunto

entonces, desde el punto de vista de la eficiencia funcional, y en este caso lo que interesa es la rentabilidad real del SPP para sus afiliados.

El cálculo de tasa de rentabilidad neta de los fondos privados de pensiones, se resume de la siguiente manera: Se requiere información además del valor del fondo, se requieren las series con la información sobre sus aportaciones realizadas por los afiliados, comisiones cobradas por las AFP, y las pensiones pagadas por estas últimas.

Una vez que se cuenta para cada AFP con las series: Monto mensual por concepto de aportación (A), Comisión variable y comisión fija (C), y las Pensiones de jubilados pagadas (P), podemos calcular las tasas correspondientes, comparando de manera apropiada estas tres series con el valor al final del n-ésimo mes de funcionamiento del sistema (VF_n). Esta comparación se hace usando la ecuación N° 05

$$\sum_{i=1}^n (A_i + C_i - P_i)(1+r)^{n-i} = VF_n \quad \dots \text{Ecuación N° 05}$$

Cálculo de rentabilidad acumulada durante el funcionamiento del SPP,

Es pertinente aclarar, que el término A incluye la redención de los bonos de reconocimiento y las transferencias entre AFP por concepto de traspasos de sus afiliados.

El subíndice "i" denota el mes correspondiente, siendo igual a uno para Agosto de 1993 (funcionamiento del SPP), y "n" para el mes específico del cálculo.

Finalmente "r" representa la tasa interna de retomo ó tasa de rendimiento mensual, y es la incógnita de la ecuación N°05 a resolver, la cual es resuelta por tanteo.

Para determinados sub-períodos, en la ecuación pertinente, si queremos medir la rentabilidad alcanzada entre n-ésimo y m-ésimo mes de funcionamiento de una AFP



o del SPP, sería apropiado utilizar para el calcula de la rentabilidad neta, la ecuación

N° II

$$\sum_{i=1}^{n-m} (A_{m+i} + C_{m+i} - P_{m+i})(1+r)^{n-m-i} + VF_m (1+r)^{n-m} = VF_n \quad \dots \text{Ecuación N°06}$$

Cálculo de rentabilidad para determinados períodos.

El uso de la ecuación N° II, es importante porque nos permite hacer un seguimiento a través del tiempo de las tasas de rendimiento de los fondos de pensiones.

Mientras las comisiones sigan siendo un porcentaje fijo de las aportaciones y no del valor del fondo, es de esperar que dichas tasas mejoren a través del tiempo, pero lo más probable es que al crecer el valor del fondo las AFP empiecen a cobrar también una comisión que sea porcentaje del valor del fondo administrado.



4.0 MATERIALES Y METODOS

4.1 MATERIALES

Los materiales que fueron utilizados para la ejecución del presente trabajo de investigación fueron de dos tipos: De ejecución y de impresión.

Los materiales de ejecución están relacionados con: útiles de escritorio y de oficina que se utilizaron en la elaboración de los informes trimestrales y final, los materiales de impresión son: Servicio de tipeo, fotocopias, servicio de computo para la impresión de informes, anillados, etc.

4.2 MÉTODOS

En el presente trabajo de investigación, se apoyado en la aplicación del Método Inductivo-Deductivo, apoyado también por el Método Estadístico.

El Método Inductivo-Deductivo.- se aplicó luego de revisar el marco teórico y conceptual a través de revisión de las referencias bibliográficas de autores e instituciones que estudian o abordan el tema en las diversas investigaciones y materiales de consulta. Revisado los fundamentos teóricos del sistema previsional a nivel mundial y latinoamericano, nos permitió hacer derivaciones y deducciones acerca del funcionamiento de los sistemas de pensiones en el Perú, tanto del sistema previsional Público (de reparto), como del sistema privado de pensiones (Cuenta de Capitalización Individual). Posteriormente se identificó que uno de los serios problemas del sistema privado de pensiones, era de lograr rentabilidades, que permitan obtener pensiones satisfactorias de los jubilados y que asegure su bienestar en el largo plazo.

Del análisis inductivo de las rentabilidad nominal y real que publican las AFP y la Superintendencia de Banca y Seguro, se dedujo que este tipo de rentabilidades, no expresa la verdadera tasa de retomo interna de capital, de los pagos que hacen los

afiliados a través de su vida laboral, y una medida alternativa al respecto, lo constituye la tasa de rentabilidad neta del cobro de comisiones y de seguro, y al respecto existen diversas modalidades de medición.

EL Método Estadístico, este método nos permitió que, luego de revisar y sistematizar la información estadística disponible, nos permitió evaluar y hacer comparaciones acerca del comportamiento de las principales medidas de rentabilidad de los fondos de privado de pensiones como, a nivel individual y colectivo. Así mismo se analizó el comportamiento del número de afiliados, N° cotizantes, y determinar el nivel de cobertura del SPP respecto a la PEA. De igual forma se analizó el comportamiento de la cartera de inversiones, tanto en el mercado doméstico como en el mercado externo, cuales son los instrumentos financieros más demandados, determinar los distintos tipos de rentabilidad(Nominal, real y neta). Adicionalmente del comportamiento de SPP durante el período de análisis 2000-2010, nos permite sacar obtener derivaciones de la influencia del SPP sobre el proceso ahorro-inversión y sobre el mercado de capitales en Perú, y la economía en su conjunto.

La técnica utilizada para la revisión de los datos, es en base al análisis porcentual e histórico de las principales variables bajo estudio, tasas de crecimiento promedio anual, y para periodos específicos, también se elaboraron algunas figuras, cuadros estadísticos y apéndices para mostrar el comportamiento tendencial de las principales medidas de rentabilidad y demás variables del SPP. Luego de este análisis inductivo –deductivo y con la información empírica tratada y disponible, se intenta contrastar la hipótesis del trabajo central de la presente investigación. La data explorada y utiliza comprende el periodo de 2000-2010. Dicho período, es considerado como una década de auge para la economía peruana, aún a pesar de influencia negativa de crisis económica, financiera y política, de origen exógeno y endógeno.



La información estadística utilizada, ha sido recopilada de instituciones oficiales tales como: Banco Central de Reserva del Perú, Superintendencia de Banca y Seguro, Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, Ministerio de Economía y Finanzas entre otros.

A handwritten signature in black ink, located in the bottom right corner of the page. The signature is stylized and appears to be a personal name.

5.0 RESULTADOS

Resulta interesante evaluar la evolución de los SPP, específicamente el peruano, por varios motivos. El primero se relaciona con la peculiaridad del origen de los sistemas privados; Los SPP en América Latina son una de las pocas medidas de política económica exitosas desarrolladas, que si bien fueron promovidas por organismos internacionales multilaterales, no fueron implementadas inicialmente en economías desarrolladas, en las cuales aún predominan los sistemas públicos.

La segunda motivación, y en la cual se centra la presente investigación, se relaciona con el volumen cada vez más creciente de los recursos previsionales que manejan los SPP con respecto al tamaño de las economías en América Latina. Según AIOS¹⁸ al 31 de Diciembre del 2005, los recursos previsionales administrados por el SPP en América Latina ascendían a U\$ 160.5 mil millones de dólares, y los países más representativos como: Chile, México, Colombia y Perú, sus fondos de pensiones alcanzan una participación del orden de: 59.4%; 7%; 11.7 % y 12.1 % de sus respectivos Producto Bruto Interno (PBI). Esta participación de los fondos de pensiones privados se incrementa sustancialmente para el año 2009, alcanzado las cifras de 68.7%;10.3%;16.7% y 17.7% respectivamente para los países antes mencionados, de igual forma los fondos previsionales acumulados en A.L, se triplican, llegando a ser la cifra de U\$ 444.5 mil millones de dólares.

5.1 EVOLUCIÓN DEL FONDO PRIVADO DE PENSIONES

La creación del sistema privado de pensiones, en el Perú a través del Decreto Ley N°25897(1992), surgió como alternativa al régimen de pensiones administrado por el estado y concentrado en el Sistema Nacional de Pensiones (SNP), y tiene como objetivo mejorar el sistema previsional en el país, introduciendo el llamado Sistema de Cuenta Individual de



Capitalización (CIC) en donde cada aportante se constituye propietario de su propia jubilación. Desde su creación, el SPP desde hace 20 años, el Fondo Privado de Pensiones Acumulado (FPPA) y administrado por las AFP, ha venido creciendo sostenidamente, y poco a poco ha convertido al sector institucional de las AFP, como el más importantes dentro del sistema financiero y mercado de valores del país, por la magnitud de los fondos que estas administran y que contribuyen a dinamizar el mercado de valores, y acelerar el proceso de ahorro-inversión.

Según, cifras extraídas de las memorias del Banco Central de Reserva del Perú y de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), el fondo privado de pensiones acumulado, ha crecido a un promedio anual del 24.74 % , durante el período de 2000-2010 (ver cuadro N°01), también para el mismo período el FPPA, se ha incrementado en más de 9 veces este crecimiento solo fue perturbado en el año 2008 al mostrar una tasa negativa (-18.3%), derivada de la influencia de la Crisis Financiera Internacional Sub- Prime, que afecto de manera drástica la rentabilidad de las inversiones de las AFP.

El (FPPA), en el año 2000, representa la cifra de S/. 9,599 millones de nuevos soles, y con el correr de los años se incrementó paulatinamente, hasta llegar al 31 de diciembre del 2010, a la suma de S/. 87,295,593 de nuevos soles , aproximadamente a U\$ 30,102 millones de dólares, distribuidos entre las cuatro empresas administradoras del sistema¹⁹ y sobre la base de 4,641,688 afiliados (ver cuadro N° 01) , constituidos por trabajadores de empresas del sector público y privado y que en términos promedio aportan un 13,06 % de sus remuneraciones en forma obligatoria, y que se capitalizan en cuentas individuales a diferencia de los fondos de reparto de las Leyes N°19990 y 20530. Se presupone que estos fondos de pensiones debe ser administrado con criterio de rentabilidad y eficiencia a fin de garantizar pensiones dignas de sus afiliados en el futuro. La tasa de crecimiento anual promedio del número de trabajadores que se incorporan al SPP, ha sido de 6.96 % durante el período de 2000-2010, duplicándose el número de trabajadores afiliados al SPP para el



mismo período; Sin embargo la cifra es considerada todavía baja, en comparación con otros países de la región latinoamericana, pero refleja la consecuencia de la existencia de un alto grado de informalidad del empleo en el Perú.

El nivel de importancia que tiene la presencia de las AFP en nuestra economía, y especialmente en el sector financiero como inversionistas institucionales, se refleja en el fondo privado de pensiones respecto algunas variables macroeconómicas, tal conforme se puede apreciar en el cuadro N°02, para fines a diciembre del 2010, el FPPA representa:

- El 25.9% del Producto Bruto Interno (PBI)
- El 92 % del Ahorro Interno
- El 88.9 % de la Inversión Total
- El 45.5% de la Liquidez en Moneda Nacional
- El 51.7 % del Crédito Bancario Privado
- El 19.12 % de la Capitalización Bursátil

La relación que merece destacar de manera nitida, en el período de estudio, es sin lugar a dudas, el Fondo Privado de Pensiones/PBI, dado que muestra la gran importancia del funcionamiento y existencia de los fondos privados de pensiones sobre la actividad productiva, permitiendo de manera canalizar estos ahorros previsionales crecientes, como fuente de origen interno para financiar en forma sostenida las inversiones de empresa privadas e instituciones de los distintos sectores productivos del país. Esta situación constituye, sin lugar una característica distintiva en nuestra economía, dado que en décadas anteriores el crecimiento económico estaba atado al acceso del financiamiento de fuentes externas, y que conllevó a un fuerte endeudamiento externo.

En el año 2000, los fondos privados de pensiones, representaban casi S/ 9,600 millones de nuevos soles, un 5.15% del PBI,(ver cuadros N° 01 y 02) posteriormente comienza un crecimiento continuo en casi toda la década, más aun coincidiendo con el crecimiento sostenido de actividad productiva, que creció en promedio 6% anual. En el año 2006, el



fondo privado de pensiones alcanzó la cifra S/ 45,547 Millones de nuevos soles, un 15.10% del PBI. Solo en el año 2008, los fondos privados de pensiones, sufrió una reducción del 17.2 % con respecto al año anterior; esta reducción fue como consecuencia de la fuerte caída coyuntural de la tasa de rentabilidad real de sus inversiones, derivada de la influencia negativa de la Crisis Financiera Internacional Sub-Prime. En el año 2009 y 2010, el fondo privado de pensiones se recuperan rápidamente, tal es así llegó en el 2010 a la cifra de S/ 86,391 millones de nuevos soles (aproximadamente U\$ 30,000 millones de dólares), y llegar a representar un 25.9% del PBI.

Las cifras antes señaladas reflejan el grado de importancia que tienen las AFP dentro del sector financiero y en el proceso Ahorro e Inversión, como agente impulsador del desarrollo del mercado de valores y de capitales en la economía del país, dado que las AFP , se constituyen en importantes agentes demandantes de instrumentos financieros dentro del mercado doméstico, lo que incentiva que cada vez más empresas privadas e instituciones públicas emitan nuevos instrumentos financieros y obtengan acceso a sus planes de financiamiento de sus inversiones y necesidades de liquidez

En el cuadro N° 02, se puede apreciar también el aumento del fondo privado de pensiones en relación al ahorro interno y la inversión total de la economía, y este crecimiento refleja el dinamismo del proceso de ahorro-inversión en nuestra país, donde las empresas e instituciones tienen mayores posibilidades de acceso a fuentes internas de financiamiento con costos financieros más competitivos, y de esta forma se generan las condiciones para el desarrollo del mercado de capitales en el país.

En este sentido, la creación, y vigencia del SPP de acuerdo a otras experiencias latinoamericanas, como es el caso de Chile²⁰ representa una fuente generadora de fondos prestables, dado que permite acumular recursos que deben ser aplicados en alternativas rentables de inversión, ello incrementa la demanda de activos financieros en el mercado de valores y de capitales, permitiendo la aceleración del proceso ahorro-inversión en el país; en



este sentido las AFP permitirán también mejorar la calidad de ahorro que canalizan las empresas, dado que deben contar con gerencias especializadas que procuren, reducir su costo de capital y realizar las mejores alternativas de inversión financieras del mercado.

Así mismo, las AFP como inversionistas institucionales especializadas contribuirán a largo plazo a superar las dificultades existentes en nuestro mercado de valores y de capitales como es: La poca profundidad del mercado de valores y de capitales, la fragmentación y diversificación de riesgo, dado que permitirá incrementar la canalización del ahorro familiar o de los afiliados hacia alternativas de inversión financieras rentables, y contribuir también de esta manera al financiamiento y liquidez al sector empresarial privado y público.

5.2 ALCANCE DEL REGIMEN PRIVADO DE PENSIONES

Respecto al alcance del régimen privado de pensiones de capitalización individual, este puede expresarse como relación de afiliados sobre la población económicamente activa (PEA).

Este indicador durante el período de 2000-2010, ha venido incrementando paulatinamente anualmente, como producto de las reformas de los sistemas de pensiones continuas, que han equiparados las tasas de aportes y de otro lado el haber cerrado el acceso al sistema de reparto de la Ley N° 29530, pero a pesar de esta mejora en este indicador todavía estamos debajo de la media de la región latinoamericana.

En el cuadro N° 03, se puede apreciar la evolución del alcance del régimen del SPP, durante el período 2000-2010, a través de indicadores de: i) Afiliados/ PEA, ii) Aportantes/PEA, iii) Aportantes/Afiliados, y el nivel del salario promedio.

Respecto al Indicador de Afiliados/PEA., observamos que se da un incremento de 10 puntos, pasando de 23.8% en el año 2000, de ahí escalar en forma seguida y llegar a representar el número de afiliados al SPP, un 33.7 % de la PEA en el año 2010.

Sin embargo un indicador más representativo del alcance del régimen es la relación de



Aportantes/PEA. Este indicador excluye a los afiliados que no hacen aportes al sistema (ya sea por estar desocupados, o por haber emigrado (sector informal), quedando de esta forma excluidos en regímenes legales que así lo permiten o ser evasores), sino también personas inactivas que no forman parte de la PEA.

Cabe considerar, que esté no es necesariamente un buen indicador de la cobertura previsional total en los distintos países, puesto que en algunos casos subsiste el régimen público de reparto y/o complementarios. Ejemplo tenemos regímenes previsionales de policías y militares en varios países y el Perú. La evolución de este indicador en la período de estudio, ha crecido en aproximadamente 5 puntos, pasando de 9.9% en el año 2000, y luego subir al 14.3% en el 2010; Como podemos visualizar este indicador nos refleja que el SPP, solo tiene poco alcance de la PEA, lo que implica que la mayoría de la población laboral en el Perú, esta desprotegida, y ello debe conllevar a una preocupación y responsabilidad de los futuros gobiernos.

El indicador de Aportantes /Afiliados, se ha mantenido sobre un 40% durante el período de estudio, claro con algunos altibajos, y con una clara tendencia a mejorar en los últimos cinco años. Este indicador es de vital importancia, porque nos muestra de alguna manera la sostenibilidad financiera del sistema, es muy probable con el crecimiento sostenido de la economía, este indicador mejore y de otro lado debido a las acciones legales de las AFP vienen adoptando sobre las empresas e instituciones deudoras.

El cuadro N°04, nos muestra la evolución del número de afiliados, N° de cotizantes o aportantes y la relación cotizantes y afiliados, para el período comprendido entre el 2000-2010, en donde se puede apreciar, que efectivamente N° de afiliados y cotizantes se ha duplicado, dado que en el año 2000 los afiliados al SPP fue de 2,471,604 afiliados, y luego fue creciendo sostenidamente hasta llegar al año 2010, con 4,641,688 afiliados; de igual forma el N° de aportantes ha corrido la misma tendencia, dado que en el año 2000 fue de 1,033,3003 aportantes al SPP, y de ahí crecer lentamente hasta el 2006 (1,350,775



aportantes), pero luego aumenta el ritmo de crecimiento, permitiendo llegar al año 2010 a 2,006,736 aportantes

El FPPA, aumenta a través del tiempo por las tres siguientes razones: Aumento del número de afiliados, incremento de la rentabilidad de las inversiones, y finalmente por incremento del nivel promedio de la remuneraciones de los afiliados. El salario promedio según AIOS (ver cuadro N° 03), ha crecido sostenidamente durante el período de 2000 al 2010, en aproximadamente 43.6%, pasando de un salario promedio de U\$ 652 dólares en el año 2000, y luego crecer especialmente a partir de la segunda mitad de la década, para llegar a ser U\$ 936 dólares en el año 2010, este promedio inclusive es mayor a la media de los países miembros de AIOS. Este incremento del salario promedio de los afiliados, indudablemente está relacionado al boom de crecimiento de la economía peruana.

5.3 INVERSIONES DE LOS FONDOS PRIVADOS DE PENSIONES

Los fondos privados de pensiones vienen contribuyendo a desarrollar múltiples sectores económicos y empresariales que antes no contaban con fuentes internas de financiamiento alternativas a las bancarias y financieras tanto de origen interno y externo, y de esta forma los recursos recaudados por las AFP, han contribuido a incrementar la inversión del país en condiciones de eficiencia.

Las inversiones de las AFP, abarca una estructura financiera que comprende activos financieros domésticos y externos, distribuidos de siguiente manera:

- a) **Valores Gubernamentales.**- Comprende valores del gobierno central, valores del BCRP y bonos del Plan Brady.
- b) **Empresas del Sector Financiero.**- Comprende activos financieros como: depósitos en moneda nacional y moneda extranjera, acciones de empresas privadas, bonos y otros (letras hipotecarias y cuotas de fondos de inversión)
- c) **Empresas no Financieras.**- Se considera acciones comunes y de inversión de



empresas no ligadas al sector financiero, bonos corporativos y otros(papeles comerciales y activos titulizados)

- d) **Inversiones en el Exterior.**- Están comprendidos activos financieros internacionales como: Títulos de deuda de estados extranjeros, fondos mutuos extranjeros, acciones de empresas extranjeras, American Depositary Shares (ADS) y Otros.

Las inversiones financieras de las AFP, en los últimos 10 años ha mostrado un mayor crecimiento de las inversiones en el exterior, en desmedro de las inversiones en el mercado doméstico, como consecuencia de la ampliación del límite máximo de las inversiones en exterior, de parte del BCRP, con el objetivo de diversificar la cartera y reducir los niveles de volatilidad de rentabilidad de las inversiones de las AFP, incrementando dicho límite del 10.5% a inicios del 2000, hasta llegar a límite máximo del 30% desde octubre del 2010, cabe precisar que dicho límite máximo debe ser distribuido entre todas las AFP.

Las inversiones financieras de las AFP, hacia fines del año 2000, alcanzó a la cifra S/ 9,599 millones de soles, y la estructura de inversiones se distribuía de la siguiente manera: Valores gubernamentales 9%, empresas del sistema financiero 36.4%, empresas financieras 47.6% e inversiones en el exterior 6.7% del total de la cartera de inversiones. Posteriormente las inversiones financieras se han incrementado anualmente, y también se ha experimentado cambios en la composición de la cartera de inversiones, con predominio de las inversiones en empresas no financieras, y de las inversiones en el exterior.

Hacia fines del 2010, las inversiones financieras de las AFP llegaron a ser S/ 86,391.000 nuevos soles, de los cuales 27.7% corresponden a inversiones del Tipo de Fondo I; 69.6% inversiones del Fondo Tipo II y el 22.4% inversiones del Tipo de Fondo III (Las modalidades de multifondos se crea en 2005). La estructura del portafolio de inversiones, muestra que el 73.7% son inversiones del SPP en el mercado local y el 26.3%% inversiones en el exterior. Respecto a las inversiones locales, están se concentran en empresas no financieras con el



42.2% de la cartera administrada, básicamente en instrumentos de empresas financieras, ligadas a los sectores productivos (industria, minería y servicios) , luego sigue el segundo lugar destacan la inversiones en el exterior con el 26.3% del total de la cartera administrada, y en tercer lugar aparecen las inversiones en valores gubernamentales con 16.1% del total de la cartera administrada, e invertida en instrumentos emitidos por el Gobierno Central y el Banco Central de Reserva del Perú .

Como se puede apreciar en cuadro N°05, las inversiones de las AFP, Estas muestran una concentración en el sector de empresa no financieras, que están ligadas a los sectores productivos de la industria, servicios y minería, que en promedio han absorbido un promedio anual de 53.2 % de las inversiones totales de las AFP durante el período de 2000-2010, en donde destacan nítidamente las inversiones en acciones comunes y de inversión (renta variable) y bonos corporativos (renta fija). Cabe precisar que las inversiones de las AFP en empresas no financieras, ha tenido un crecimiento casi continuo, durante el período de estudio.

En el año 2000, las inversiones totales de las AFP alcanzaron el monto de S/ 9,599 millones de nuevos soles, en tal sentido las inversiones en empresas no financieras alcanzaron a S/ 4,553.4 millones de nuevos soles y significaba un 47.6% de las inversiones totales de las AFP. En los años siguientes, las inversiones en empresas no financieras siguió incrementándose en términos absolutos y relativos, llegando a su nivel más alto en el año 2006, que significo un 60.7% (unos S/ 27,647 millones de nuevos soles) de las inversiones totales de las AFP, luego en años siguientes, dichas inversiones pierden un poco de peso en términos relativos , debido que las inversiones en activos extranjeros se incrementa ostensiblemente, y llegar a diciembre del año 2010 a representar un 42.2% de las inversiones totales (unos S/ 36,457 millones de nuevos soles).

El sector de empresas ligadas al sector financiero, se constituye en la segunda alternativa de inversión más usada por las AFP, pero sin embargo hay que precisar que en los últimos



cinco años ha venido perdiendo peso porcentual dentro de la estructura de la cartera de inversiones. Según el cuadro N°05, durante el periodo de 2000-2010, las AFP, destinaron un promedio anual un 20.47% del total de fondos privados de pensiones, hacía inversiones en empresas del sector financiero, estas inversiones mayormente en los primeros cinco años se canalizaron hacía depósitos en moneda nacional y moneda extranjera, pero posteriormente en los últimos cinco años, las inversiones dirigieron hacia acciones, bonos y papeles comerciales.

En el año 2000, las inversiones de las AFP en instrumentos financieros de empresas del sistema financiero fue un 36.4% de la inversiones totales y significo S/ 3,482 millones de nuevos soles, para el año 2005 se redujo en términos relativos al 14% de la inversiones totales, pero en términos absolutos significo S/ 4,512 millones de nuevos soles, en donde todavía se puede apreciar que predominaba las inversiones en depósitos en moneda nacional y extranjera. Para el año 2010, la participación de las inversiones de las AFP, en instrumentos de empresas financieras subió un tanto al 15.4% de las inversiones totales, pero en términos absolutos dicha participación significo S/ 13,304.2 millones de nuevos soles, de este monto de inversiones, aproximadamente S/ 7,768 millones de nuevos soles, correspondieron a: acciones, bonos y papeles comerciales. Así mismo, las inversiones de las AFP en instrumentos financieros de empresas del sistema financiero del año 2010, significan un crecimiento de tres y cuatros veces superior a los montos invertidos en los años 2000 y 2005 respectivamente.

El tercer rubro de importancia de la cartera de inversiones de los fondos privados de pensiones, lo constituye los valores gubernamentales, y su importancia radica que se convierte en una medida de política monetaria, usada por El BCRP, con fines de regulación monetaria. El instituto emisor puede variar la oferta monetaria vendiendo y comprando sus Certificados de Depósitos BCRP, en la medida de las variaciones de liquidez de las AFP lo requieran, y de esta forma esta establecimiento el valor de la tasa de interés de referencia,



como un instrumento intermedio del objetivo de la meta de inflación implícita anual del 3%. De igual forma, el gobierno central emite bonos soberanos con tasas de interés atractivas que son demandados por inversionistas nacionales e externos, entonces las AFP se convierten en demandantes competidor de estos valores del gobierno.

La participación de los valores gubernamentales, dentro de la cartera de inversiones de las AFP, durante el período 2000-2010, constituye en promedio anual un 18.37% del total de inversiones, y en donde el predominio está en los valores del gobierno central (bonos del tesoro y bonos soberanos), los bonos Brady de la deuda del gobierno peruano de los años noventa, han venido perdiendo importancia, hasta tal punto que ya han desapareciendo en la medida sus fechas de su vencimiento.

Por último tenemos a las inversiones en exterior, dentro de la cartera de inversiones de las AFP, durante el período de 2000-2010, ha significado en promedio anual un 11.72% de las inversiones totales de los fondos de pensiones y básicamente en títulos de deuda de estados extranjeros y fondos mutuos extranjeros, recién a partir del año 2007 se han diversificado las inversiones en acciones de empresas extranjeras y los ADS, que son instrumentos financieros que se negocian en la Bolsa de New York. Cabe precisar que los últimos años el BCRP ha incrementado el porcentaje límite de inversiones en el exterior hasta el 30%, con la finalidad de diversificar los mercados, y permitir que las empresas administradoras de fondos de pensiones tengan mayores opciones de minimizar los riesgos.

Por las razones expuestas, entonces consideramos conveniente la necesidad de reforzar la acción de los intermediarios financieros, entre ellos a las AFP y los Fondos Mutuos de Inversión, para que actúen con eficiencia en la gestión o administración de carteras, y también con eficacia en la toma de decisiones inversiones financieras de los fondos de pensiones administrados, es decir en lograr carteras eficientes, que permitan obtener la máxima rentabilidad y un mínimo riesgo, y asegura de esta manera el bienestar de los afiliados al sistema, través de la obtención de pensiones dignas en el largo plazo y cumplir de esta manera con el objetivo de su creación de estas instituciones previsionales.



5.4 COBRO DE COMISIONES Y APOORTE DE CAPITALIZACION DEL SPP

Como se señaló anteriormente en el punto 3.4.2, el afiliado al SPP aporta tres tipos de contribuciones: i) Comisión Base (por administración de su CIC), ii) Prima de Seguro (por fallecimiento e invalidez) y iii) Aporte Capitalizable (que va formar parte de CIC); Estas contribuciones se realiza sobre la base de una remuneración máxima asegurable, establecida anualmente, según como lo señala el art. 67° del título VII del Compendio de Normas Reglamentarias del SPP.

El cuadro N°06 nos muestra el comportamiento anual de estas contribuciones para el período de estudio, en donde en líneas generales se puede visualizar los cobros por comisión base y prima de seguro promedio han venido reduciendo, mientras que el aporte capitalizable se incrementó a partir del año 2006, con la finalidad de uniformizar con tasa de aporte de los sistema de reparto y otorgarle competitividad al SPP.

La comisión base promedio, se ha reducido en aproximadamente en 18.41% entre 2000-2010, con una marcada tendencia decreciente hasta los años 2007, que llego a su nivel más bajo, con una tasa de 1.80% sobre la remuneración del afiliado, y que significaba una reducción del 24.68% respecto al año 2000, sin embargo esta tendencia se invirtió para los años siguientes, comenzando a subir nuevamente y llegar al año 2010 a una comisión promedio de 1.95%. Cabe señalar que la notoria reducción en el año 2006 estuvo influenciada por el ingreso al sistema de la AFP Prima que absorbió a la AFP Unión Vida, esta nueva administradora entro cobrando una comisión base de 1.50%(ver cuadro N°07)

El cobro por prima de seguro, también siguió la misma tendencia decreciente que la comisión base, y su reducción para el período de estudio, es de aproximadamente un 16.42%. Dicha comisión en el año 2000 fue de 1.34%, y de ahí fue reduciéndose y llegar a su nivel más bajo en el año 2008, con una tasa de 0.88% de la remuneración del afiliado. Posteriormente se incrementa notoriamente en el año 2009 y 2010 a 0.95% y 1.12% respectivamente.



El aporte capitalizable, que efectúa un afiliado, pasa directamente a formar parte de su fondo de pensiones, el cual se va incrementando con la rentabilidad obtenido en periodos anteriores. Desde que se creó el SPP, dicha tasa de aporte fue del 8% de sus remuneraciones, sobre una remuneración máxima asegurable, dicha tasa se mantuvo hasta el año 2006, cuando el gobierno decidió hacer reformas al SPP, una de esas medidas fue elevar el nivel de aporte de los afiliados del 8% al 10% sobre la base de sus remuneraciones, lo que significó que la tasa de aporte se incremente en 25%.

Si bien hemos observado que los cobros por comisiones base y prima de seguro se redujeron en el SPP peruano, persiste la crítica generalizada que las AFP peruanas, son las que cobran las mayores comisiones en la región Latinoamericana. Efectivamente en un estudio de Asociación de AFP de Chile²¹ muestra que en el año 2004, el Perú ocupaba el séptimo lugar sobre una muestra de ocho países, en un ranking de cobro de comisiones, donde Bolivia ocupa el primer lugar con una tasa promedio de 2.21%, seguido por Chile con 2.42%, Argentina en tercer lugar con 2.4%, mientras que el Perú ocupa el séptimo lugar con una tasa promedio del 3.19%.

Para junio del 2010, según AIOS, la comisión base más prima de seguro promedio en el SPP del Perú era 3.07% y ocupa el quinto lugar sobre una muestra de 9 países, y en donde La República Dominicana ocupa el primer lugar con cobro promedio por los dos conceptos del 1.57%.

5.4.1 Cobro de Comisiones y Aporte de Capitalización Según AFP

Los cobros por comisiones base, prima de seguro y aporte de capitalización, como es de esperarse, giran alrededor de los valores promedios establecidos para el SPP. Sin embargo cabe destacar cuál es la AFP más cara y cuál es la más barata (en cobro de comisiones) a largo del período de estudio, y así mismo cabe aclarar, que desde agosto del año 2005, la AFP Unión Vida dejó de operar, dado que fue absorbida por AFP Prima, cuyos principales



inversionistas están ligados al Grupo Económico Credicorp (Grupo Romero).

El cuadro N° 07, nos muestra los cobros por comisión base, prima de seguro según AFP y también del promedio del sistema. En dicho cuadro observamos lo siguiente:

- 1° Que, AFP Profuturo, es la administradora que tiene los cobros por comisiones y primas de seguro más altos, y superior al promedio del SPP, a largo del período de 2000-2010, lo que nos refleja que es la AFP menos competitiva del sistema, y que dicha situación indudablemente repercutirá en la tasa de rentabilidad del afiliado y sus pensiones en el futuro.
- 2° La AFP INTEGRAL, se muestra como la Administradora que tiene los cobros por comisión base y prima de seguro más bajos, inclusive debajo del promedio del sistema, pero dicha situación solo se mantiene hasta el año 2005, que es cuando entra a operar AFP PRIMA.
- 3° El ingreso de AFP PRIMA, fue muy beneficioso para los afiliados del sistema, porque en el primer año de operaciones redujo la comisión base en aproximadamente un 40% sobre el valor promedio, dado que entro a operar con una tasa de 1.50%, frente a tasa promedio del sistema del 2.27%, en los años siguientes subió la tasa de su comisión base a 1.75%, pero aún era la más baja del sistema.
- 4° La AFP INTEGRAL, se mantenido generalmente en un segundo lugar en cobro de comisiones base y prima de seguro hasta el año 2005, luego con el ingreso de PRIMA, fue relegada a un tercer lugar hasta el año 2010.

5.5 RENTABILIDAD DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Uno de los grandes desafíos de los SPP aplicados en Latinoamérica es la obtención de niveles de rentabilidad adecuada de los fondos que administran, minimizando los riesgos inherentes a las inversiones. La rentabilidad generada producto de las inversiones realizadas pertenece exclusivamente a los afiliados, en tal sentido una rentabilidad



satisfactoria es la única senda que conduce al régimen privado hacia un mayor bienestar futuro de sus afiliados.

Según cifras de SBS, la rentabilidad real del SPP en los últimos años ha sido elevada a pesar de las crisis financieras internacionales coyunturales (México 1996, Asia 1997, Rusia 1998, Brasil 1999, Argentina 2001, y la última Crisis Financiera Internacional Sub-Prime (2008-2009), que todavía deja sentir sus efectos nocivos sobre la economía mundial y nacional.)

La rentabilidad del fondo de pensiones se presenta sobre la base del fondo II, el cual concentra el 69.6% de las inversiones. Según cifras de la SBS, para un período amplio que va 1993-2010 (medida a fin de período), el promedio histórico anual de rentabilidad real es de 9.33 %, claro está, que la rentabilidad de corto plazo ha mostrado un comportamiento errático, inclusive tener tasas negativas para algunos períodos anuales, y de otro lado ha sido influenciada por factores internos y externos.

La rentabilidad coyuntural o a corto plazo del SPP, está influenciada por el crecimiento de la economía, que como es natural conlleva a mayores requerimientos de financiamiento de las inversiones empresariales privadas y públicas, cuando estas emiten nuevos instrumentos financieros y que son adquiridos por las AFP; otro factor gravitante es la influencia nociva de las crisis financieras y la inestabilidad que estas generan en los principales mercados financieros y plazas bursátiles del mundo, que repercute en la Bolsa de Valores de Lima, lo que provoca que el precio de los instrumentos especialmente de renta variable sean muy sensibles a estas crisis, y afecta así los montos de inversión y rentabilidad de las carteras administradas por las AFP.

5.5.1 Valor Cuota, Rentabilidad Nominal y Real

A.) Valor Cuota.- Como se expuso en el punto 3.5.3, El Valor Cuota, es la unidad de cuenta del SPP, y su valor es variable, calculado diariamente, de ahí de la variabilidad de dicho



valor cuota se determina la rentabilidad nominal de los fondos privados de pensiones.

En tal sentido según el comportamiento del valor cuota, se va reflejar la tendencia de la tasa de rentabilidad, de ahí si observamos el cuadro N°08, podemos visualizar que hay una evolución concomitante entre valor cuota y rentabilidad nominal, inclusive se aprecia que el año 2008, ambos valores caen abruptamente, como consecuencia de la Crisis Financiera Internacional Sub-Prime, que generó una gran volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, y donde la Bolsa de Valores de Lima, no fue la excepción, el Índice General Bursátil disminuyó en 75.95 % respecto al año anterior, en función a ello las AFP, experimentaron una caída de su valor cuota promedio del orden del 19.76% y rentabilidad nominal del orden de 21.90% y en consecuencia los fondos privados de pensiones se comprimieron en 18.3%.

En líneas generales podemos, señalar que el valor cuota promedio de las AFP, fue de S/. 28.19 en el año 2000, y de ahí comenzó a crecer en la medida que aumentaban los activos y pasivos del SPP, luego se llegó S/ 56,47 en el año 2005, y continuo creciendo en los años 2006 , y llegar a un valor expectante en el 2007 a S/ 73.21, pero lamentablemente como ya expusimos en 2008, se experimenta una gran caída y llega ser S/ 58.74, posteriormente en año 2009 se recupera a un valor cuota casi similar del año 2007, al llegar el valor cuota S/ 76.54, finalmente en el año 2010 dicho valor cuota alcanzo el monto de S/ 90.70

B.) Rentabilidad Nominal.-La rentabilidad nominal del fondo privado de pensiones ha mostrado un comportamiento fluctuante durante el período comprendido entre el año 2000 al 2010. En dicho período, en términos promedio anuales la tasa de rentabilidad nominal de los fondos de pensiones fue del 14.35%, sin embargo hay que precisar que, en los años 2000 y 2008 la rentabilidad nominal del SPP fue negativa y del orden de -2.75% -21.90% respectivamente, el fondo de pensiones acumulado en el 2008,



disminuyó en 18.3 % respecto al de Diciembre del 2007. Estas tasas de rentabilidad negativas fueron como consecuencia de las Crisis Financieras Internacionales de (Argentina en 2001 y Sub-Prime 2008-2009) véase cuadro N°08.

Si bien la rentabilidad nominal, ha tenido un comportamiento fluctuante en el corto plazo, y corresponden a situaciones coyunturales de turbulencia de los mercados financieros nacionales e internacionales, pero no deja de preocupar, porque las pensiones de los afiliados, dependen de dicha rentabilidad y de la tasa de inflación, en tal sentido las AFP, como instituciones especializadas, debe administrar los recursos con eficiencia, y eficacia, para asegurar pensiones dignas en el futuro de los afiliados.

En este sentido, la AFP Prima, señaló en su Memoria del 2008, que el efecto más directo de las crisis financieras recae sobre las rentabilidades anteriores, más no sobre los aportes realizados, sin embargo se precisa que hay que tener en consideración que las inversiones de las AFP, mantienen un enfoque de largo plazo, por lo que las decisiones de inversión se basan en el comportamiento evolutivo de instrumentos financieros en el largo plazo, de ahí que se espera que la rentabilidad acumulada y la rentabilidad real promedio anual se recupere en los próximos años.

Efectivamente la rentabilidades logradas en los años 2009 y 2010 fueron positivas de orden de 33.20% y 18.40 % respectivamente, sin embargo hay que precisar ello no elimina el carácter errático de la rentabilidad anual y dicho comportamiento afecta definitivamente a la rentabilidad de largo plazo, más aun si las crisis financieras son cada vez más recurrentes, y dado el mayor nivel de internacionalización de los mercados financieros, estos se vuelven muy sensibles a los contagios de volatilidad del tipo de cambio, tasa de interés y precios de los instrumentos financiero



C.) Rentabilidad Real. La rentabilidad real de los fondos privados de pensiones, se calcula de manera similar a la rentabilidad nominal, solo que hay que ajustarla por Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana, y en este sentido dado que la economía peruana viene experimentando un largo período de estabilidad macroeconómica, y la política monetaria eficiente de parte del BCRP, los niveles de tasa inflación anual se han mantenido dentro de meta objetivo del 3% anual, y de ahí que no exista mucha diferenciación entre rentabilidad nominal y rentabilidad real.

El cuadro N°08 nos muestra también el comportamiento evolutivo de tasa de rentabilidad real de los fondos privados de pensiones, para el período de 2000-2010. La primera característica que podemos observar entre tasa de rentabilidad nominal y real, que siguen la misma tendencia, inclusive en períodos de crisis financiera o shock externos, y períodos de crecimiento de la economía.

La tasa de rentabilidad real anual promedio para el período de estudio fue de 12.27%, dicha rentabilidad real incluso es mayor que el promedio histórico de 9.33% (1993-2010). Claro está que merece un comentario las rentabilidades reales negativas -6.74% y -22.24% en los años 2000 y 2008 respectivamente. La primera obedece las repercusiones negativas de la crisis de deuda externa mexicana en años previos, que influyo en la reducción no solo en los precios de instrumentos de deuda de dicho país, también de los demás países de la región, y la segunda, corresponde nítidamente a la Crisis Financiera Internacional Sub-Prime, que se inició en el sector inmobiliario de los Estados Unidos, manifestada en la quiebra de la banca de Inversión Lehman Brother, que arrastro a otros bancos de inversión como Banco de América y Merriell Lynch, se produjo una serie de reacciones en cadena, que afectaron a las economías del mundo y especialmente a los mercados financieros internacionales.



Las AFP y la SBS, informan periódicamente, tanto la rentabilidad nominal y real obtenida por sus portafolios de inversiones para todo el sistema y para cada una de las administradoras existentes sobre la base de las variaciones del valor cuota, que se calcula sobre las diferencias de activos y pasivos exigibles dividido entre el número de cuotas, sin embargo no se señalan aspectos relacionados como: i) La determinación de cartera de inversiones eficientes, ii) La relación existente entre riesgo y rentabilidad, iii) Una adecuada diversificación del riesgo, que permitan proteger a los fondos de fluctuaciones en un sector o actividad económica, o efectos de crisis financieras y económicas de origen externo.

Sin embargo a pesar de publicar el SPP aparentemente tasas de rentabilidad real de largo plazo atractivas o razonable para el sistema privado de pensiones, es pertinente hacer la observación, que la rentabilidad que muestran las AFP y SBS, es sobre el Fondo de Pensiones, y no sobre los aportes totales que efectúa el afiliado, es decir se muestra una rentabilidad bruta, y no así sobre los aportes netos de los afiliados en donde no se tiene en consideración los costos de comisiones y seguro, de manera, que inevitablemente surge la interrogante, si los retornos ofrecidos garantizan un crecimiento saludable del sistema, y si son capaz de asegurar pensiones dignas de sus afiliados en el futuro. En tal sentido la rentabilidad del SPP en el Perú se debe medir distinguiendo y enfatizando la importancia de la diferencia existente entre la rentabilidad neta de comisiones y rentabilidad nominal y/o real.

En el cuadro N°09 se muestran las tasa de rentabilidad nominal y real para cada AFP y para el SPP, y donde no se puede establecer un ranking de predominio o hegemonía de una AFP en tomo a cual otorga la mayor rentabilidad y cual la menor durante todo el periodo de estudio de 2000-2010, solo que si encontramos alternancia entre las AFP, Horizonte, Integra, Prima y Profuturo de ocupar los primeros lugares en determinados años.



La SBS, debido al cuestionamiento que ha sido objeto, la medición de la rentabilidad del fondo de pensiones en relación a la obtención de pensiones dignas en el futuro, ha implementado desde el año 2007, una nueva medida de rentabilidad ajustada por riesgo, la metodología utilizada es en base al índice de Sharpe, que mide la rentabilidad de la AFP y del Sistema con la rentabilidad del sistema financiero. El índice Sharpe, si es mayor que cero, indica que la performance financiera de la administradora de fondos ha sido eficiente, y si fuera menor a cero indicaría una performance ineficiente. En el mismo cuadro N° 08 se puede ver los valores de rentabilidad ajustada por riesgo, para el período 2007-2010 y encontramos alternancia de performances eficientes e ineficientes.

5.5.2 Rentabilidad Neta de Comisiones.-Según el artículo 23° del Texto único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones (SPP), las inversiones de los fondos de pensiones deben generar una rentabilidad cuyo resultado neto debe ser adecuadamente difundido hacia los afiliados y público en general, y además debe ser ordenada de mayor a menor en función de los niveles obtenidos por cada AFP, de acuerdo con las normas y periodicidad que apruebe esta Superintendencia.

Asimismo, los artículos 70°, 71° y 72° del Título VI del Compendio de Normas Reglamentarias del SPP, aprobado mediante la Resolución N° 052-98-EF/SAFP, establecen la metodologías para el cálculo de la rentabilidad real y nominal sobre la base del valor cuota para períodos con base anual. Dicha rentabilidad puede ser anualizada o acumulada y son los que actualmente publica la Superintendencia de Banca y Seguro.

La SBS, con el objetivo de promover una mayor competencia y reducción de costos en el SPP, simplificando y flexibilizando los trámites de traspasos, ha permitido que las AFP puedan brindar descuentos en las comisiones, por efecto la permanencia futura de un afiliado. Para ello, es necesario que el afiliado decida, a partir de variables



objetivas, cual es la alternativa que más le conviene. En tal sentido, la estimación de la rentabilidad neta de comisiones permitirá que los afiliados puedan conocer y evaluar de manera conjunta la rentabilidad y la comisión. Ello fomentará la competencia, contribuirá a disminuir las comisiones, y mejorará el servicio y la capacidad de reacción de los afiliados frente a cambios en el mercado. Dicha rentabilidad es calculada sobre la base de los rendimientos involucrados durante un periodo, deducido los cobros por comisiones que afectará a la AFP. Para efectos de una mayor de rentabilidad neta que debe percibir el afiliado, se han elaborado tres alternativas metodológicas para el cálculo de la rentabilidad neta de comisiones

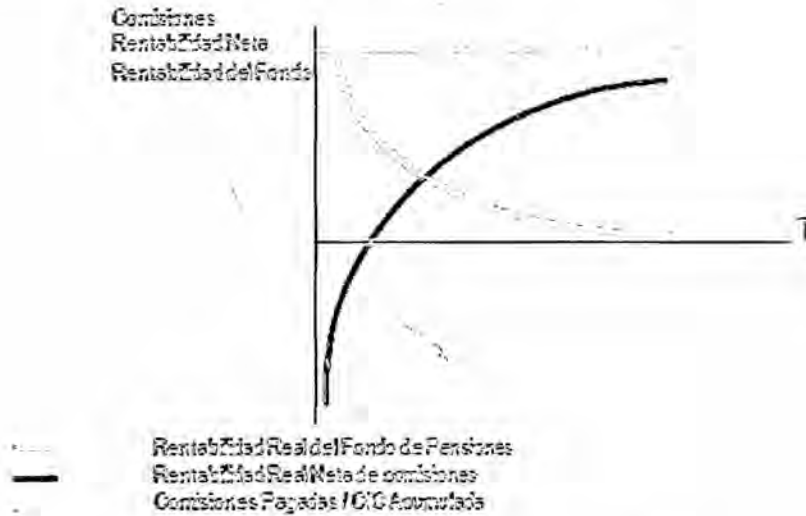
- 1) **ALTERNATIVA N°01: Rentabilidad Neta de Comisiones.-** Esta metodología, considera los todos los pagos efectuados por el afiliado (comisión base + tasa de aportación), y que requiere como mínimo de 10 años de funcionamiento de la AFP. El cálculo de esta rentabilidad neta de comisiones, implica el tratamiento de la afiliación como un proyecto financiero convencional, en donde los afiliados buscan obtener la Tasa Interna de Retorno, de todos los pagos periódicos efectuados en su trayectoria laboral. Bajo este método, un afiliado, puede conocer la rentabilidad neta de comisiones desde que se afilio hasta la fecha, descontada la inflación y bajo la ecuación N°01, descrita en el punto 3.5.1.

En el gráfico N°01, se presenta la evolución de la rentabilidad neta de comisiones, en una perspectiva histórica, en relación con la tasa de rentabilidad real y los pagos efectuados por el afiliado en su trayectoria laboral. Esta gráfica nos muestra que la rentabilidad neta de comisiones es ascendente en largo plazo, en cambio el pago de comisiones en relación a cuenta de capitalización individual tiende a tener un comportamiento descendente a través del tiempo, de ahí que la SBS intenta mostrarnos proyecciones para periodos de 30 y 40 años, inclusive para rentabilidad real constante.



Gráfico N°01

Evolución de la Rentabilidad Neta de comisiones, las Comisiones y la Rentabilidad del Fondo en un sistema de capitalización individual



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguro

En el cuadro N° 10, se muestra la rentabilidad neta de comisiones anual para el SPP y para cada AFP, considerando una información de largo plazo (10 años), es decir para el período de 2000-2010. La información presentada, comprende a las AFP: Horizonte, Integra, Unión Vida y Profuturo, Estas instituciones, comenzaron a funcionar desde el inicio de funcionamiento del SPP en 1993. La AFP Prima no cuenta con formación de 10 años, de ahí que no se calcule su rentabilidad neta de comisiones respectiva.

Los resultados obtenidos para un período de largo plazo, nos evidencia que la rentabilidad neta de comisiones de inversiones de los recursos del fondo privado de pensiones del SPP fue de 8.68%, para un período de 10 años (enero del 2000 a enero de 2010), dicha rentabilidad es ligeramente inferior al promedio histórico de la rentabilidad real, de 9.33%, para un período más largo entre 1993-2010, es decir desde que entró en funcionamiento

el SPP. Sin embargo cabe señalar que la AFP Integra ha sido la administradora más rentable, al mostrar una tasa de rentabilidad neta de comisiones de 9.10% inclusive superior al promedio del sistema. En segundo lugar, encontramos a la AFP Horizonte, que logró obtener una tasa de 8.50%, y en tercer lugar quedó para la AFP Profuturo, con una tasa de 8.46%.

Cabe recordar que no se muestran datos de AFP Prima, porque no cumple con el requisito de tener información de largo plazo (10 años), dado que recién en Agosto del 2005, absorbió a la AFP Nueva Vida.

Hay que anotar que la rentabilidad neta de comisiones calculada con la metodología expuesta en el punto 3.5.1, es menor que tasa de rentabilidad real, dada la importancia que tiene el costo de comisiones en los primeros años de ahorro previsional. Nótese también que la rentabilidad neta de comisiones calculada de esta manera, es menor por la importancia que tiene el costo de las comisiones, sobremanera en los primeros años de ahorro previsional. Este impacto indudablemente disminuye con el tiempo a medida que se incrementa la cuenta individual (ver gráfico N° 01), de ahí que también se puede apreciarse en el cuadro N° 10, que la tasa de rentabilidad neta de comisiones se incrementa paulatinamente cada año, para cada AFP y para el sistema en conjunto.

La rentabilidad neta de comisiones es importante para los afiliados, en un contexto en el que puede elegir a que AFP trasladarse, bajo condiciones objetivas, dado que al observar mayor rentabilidad de una determinada AFP, le convendrá hacer la emigración si desea mejorar su pensión en el futuro, de esta manera la rentabilidad neta de comisiones es un mecanismo que contribuye a que un afiliado pueda comparar de manera conjunta tanto la rentabilidad que se brinda, como las comisiones que se les cobra, y determinar su nueva TIR en un momento dado.



Cabe señalar que en los primeros tres años de la década, la tasa de rentabilidad neta de comisiones, se mostraba muy reducida de 1.60% en el 2002, ello se explica en parte a los efectos de crisis de deuda externa de Argentina (2001) y de otro lado a la inestabilidad política vivida en el país, por la caída del gobierno de Alberto Fujimori. En este corto período de inestabilidad política económica la AFP Integra, se perfiló como la más rentable, seguida por AFP Horizonte, luego Unión Vida y finalmente Profuturo.

Durante los años, 2003 y 2004, la rentabilidad neta de comisiones más que se duplica respecto a los años anteriores, situándose la rentabilidad del SPP en 3.84% y 4.15% respectivamente. Nuevamente la AFP Integra se siguió mostrando como la rentable, inclusive con tasas de rentabilidad de 4.13% y 4.33% para los años 2003 y 2004, inclusive superiores la rentabilidad obtenida por el sistema, en segundo lugar continuó AFP Horizonte, también con tasas de rentabilidad superiores al sistema, la AFP Nueva Vida esta vez ocupó el tercer lugar, dejando a la AFP Profuturo como la menos rentable.

Posteriormente, se viene un período, de 2005-2008, caracterizado por un incremento importante de la tasa de rentabilidad neta de comisiones, en la medida que el sistema privado de pensiones se fortaleció con el aumento de la tasa de aportación (10% de la remuneración), y su equiparidad de los aportes con el régimen de reparto, y de otro lado al fortalecimiento y crecimiento de la economía peruana, y cumplimiento de la meta de inflación.

Entre 2005-2008, la rentabilidad neta de comisiones del SPP, casi se duplicó, pasando de 4.96% en el 2005 a 9.57% en el 2008 La AFP Integra, continuó liderando el ranking, como la administradora más rentable, con rentabilidades muy superior al promedio del sistema, el segundo lugar, le corresponde a la AFP Horizonte, con rentabilidades también mayores que el promedio, la AFP Profuturo, continuo siendo la menos rentable, inclusive con rentabilidad



neta de comisiones inferiores a las mostrada por el sistema.

Finalmente lo ocurrido, durante los años 2009 y 2010, se muestra un contraste con la tendencia mostrada en la mayor parte de la década, dado que debido a los efectos de la crisis Financiera Internacional Sub-Prime, está repercutió negativamente en la trayectoria de rentabilidad de largo plazo del sistema y de cada AFP. La rentabilidad de sistema en el 2009, disminuyo en 18.28%, dado que paso del 9.57%, al 7.82% con respecto al año anterior. Indudablemente esta situación provocó una disminución de la cuenta individual de capitalización de los afiliados, pero entiéndase que este contexto es coyuntural, y que revertido al año siguiente, al recuperarse dicha rentabilidad y ubicarse en 8.68%. En este corto período, la posición hegemónica de AFP Integra no se alteró, continuó liderando el mercado como la administradora más rentable, seguida por AFP Horizonte y Profuturo.

2.) Alternativa N° 02: Rentabilidad Neta de Comisiones Proyectada.-Este método de medición de rentabilidad, como se expuso en el marco teórico permite evitar la sensibilidad de la rentabilidad neta de comisiones ante sus supuestos específicos de nivel de remuneraciones del afiliado y permite corregir la distorsión causada por el corto período de existencia del SPP. En tal sentido se puede proyectar la rentabilidad neta de comisiones para un nuevo afiliado, suponiendo que las condiciones al momento de la proyección se mantienen constantes hasta su jubilación.

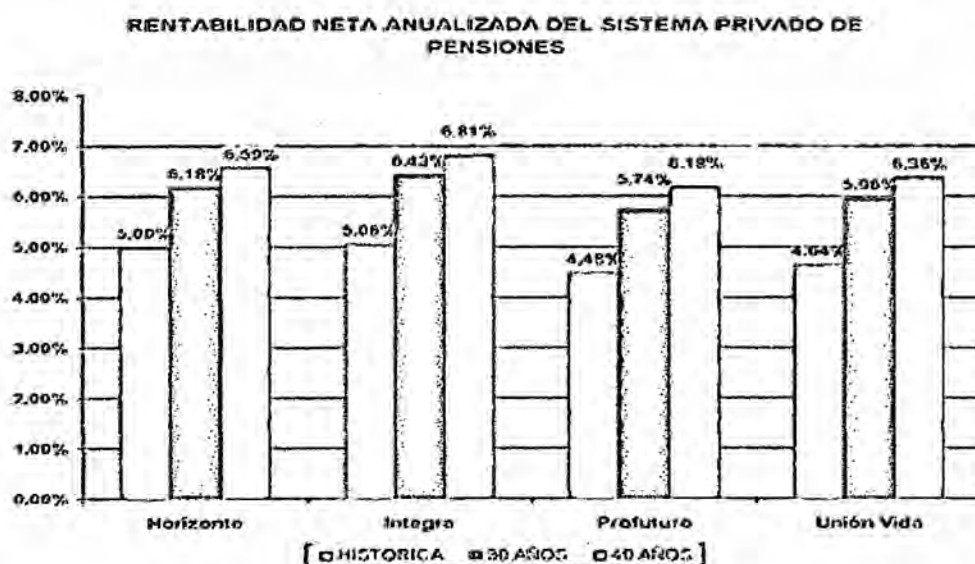
La rentabilidad neta de comisiones proyectada, se efectúa sobre la base de una trayectoria laboral del afiliado de 30 y 40 años, obedeciendo a las características y modalidades de jubilación existentes. En el Gráfico N°02, se presenta La rentabilidad neta de comisiones proyectada, desde el funcionamiento del SPP (1993), hasta el año 2004, en donde todavía existían 04 administradoras.

La rentabilidad neta de comisiones proyectada para el SPP hasta el año 2004 fue: La



histórica de 4.78%, la proyectada a 30 años 6.11% y a 40 Años 6.42%. Las rentabilidades netas de comisiones por AFP, muestra a la Administradora Integra como las más rentable del sistema, con tasas de 5.06%,6.43% y 6.81% para rentabilidades histórica, a 30 años y 40 años respectivamente, y la AFP Profuturo como la administradora menos rentable del sistema, dado que sus rentabilidades fueron de: 4.48%,5.74% y 6.18% también para rentabilidades histórica, proyectada a 30 y 40 años.

Gráfico N°02



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguro

Nota:

Rentabilidad neta de comisiones histórica: Incorpora comisiones pagadas y rentabilidad obtenida desde el inicio del sistema hasta noviembre 2004. Promedio del SPP = 4.78%

Rentabilidad neta de comisiones proyectada: Asume que se mantiene la comisión actual y la rentabilidad promedio de los últimos 10 años:

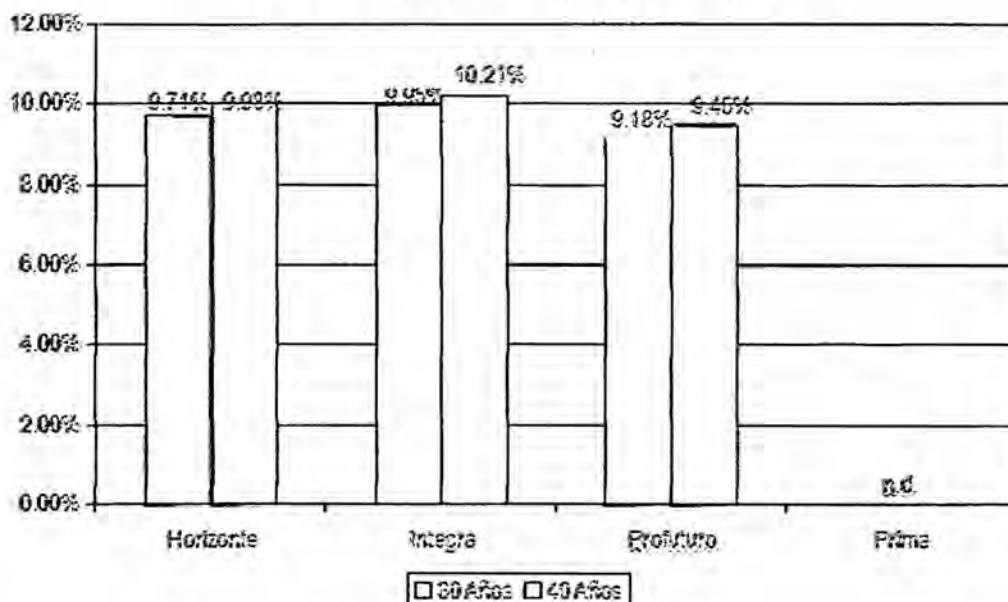
- Promedio rentabilidad neta de comisiones proyectada a 30 años: 6.11%.
- Promedio rentabilidad neta de comisiones proyectada a 40 años: 6.52%.

Así mismo en el gráfico N°03, se muestran la rentabilidad neta de comisiones proyectada, sobre la base de información del año 2008, y en donde claramente se evidencia que dicha

rentabilidad mejora notoriamente, y se puede decir que dicha rentabilidad proyectada a largo plazo se incrementaría en aproximadamente en un 50%, respecto a la proyección del 2004, con el consecuente beneficio para los afiliados. La rentabilidad proyectada a 30 y 40 años para el SPP fue de 9.74% y 9.95% respectivamente. De otro lado respecto al ranking de rentabilidad que muestran las empresas administradoras, la AFP Integra conserva su liderazgo en ser la más rentable, con 9.95% (30 años) y 10.21% (40 años) y AFP Profuturo como la menos rentable del sistema, con rentabilidad de 9.18% (30 años) y 9.46% (40 años)

Gráfico N°03

RENTABILIDAD NETA DE COMISIONES EN EL SPP
(Promedio Anual con Información a Agosto 2008)



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguro

Nota:

Las cifras presentadas no incluyen a Prima AFP, por cuanto no cuenta con información sobre rentabilidad real de los últimos 10 años, necesaria para efectuar las proyecciones a 30 y 40 años.

Rentabilidad neta de comisiones proyectada: Asume que se mantiene la comisión actual y la rentabilidad promedio de los últimos 10 años:

- Promedio rentabilidad neta de comisiones proyectada a 30 años: 9.74%
- Promedio rentabilidad neta de comisiones proyectada a 40 años: 9.95%

3.) Alternativa N°03 Rentabilidad Neta de Comisiones Equivalentes.- Este método consiste en obtener los saldos acumulados en las CIC para ciertos horizontes de tiempo y nivel de remuneración promedio, en función a las comisiones y dada una rentabilidad anual real promedio igual para todos los fondos de pensiones.

La rentabilidad neta de comisiones equivalentes, permite hallar la rentabilidad neta de comisiones, considerando que la rentabilidad de un afiliado se calcula sobre la cuenta individual; y la comisión, sobre la remuneración. Por ello, se obtiene una comisión que convierte lo que un afiliado viene desembolsando actualmente, durante todo su periodo de ahorro (30 años aproximadamente), en una comisión que se calcula sobre su cuenta individual. A este resultado se le denomina comisión equivalente.

El cálculo de la rentabilidad neta de comisiones equivalentes, depende de los ahorros que se tenga en el largo plazo de un afiliado. En la medida que estos no se puede retirar de la CIC, sino hasta que se jubile, entonces la rentabilidad neta de comisiones de un afiliado va a depender del periodo de tiempo que pueda ahorrar. Y teniendo en cuenta el pago de comisión respectiva y la tasa de aporte a su cuenta individual.

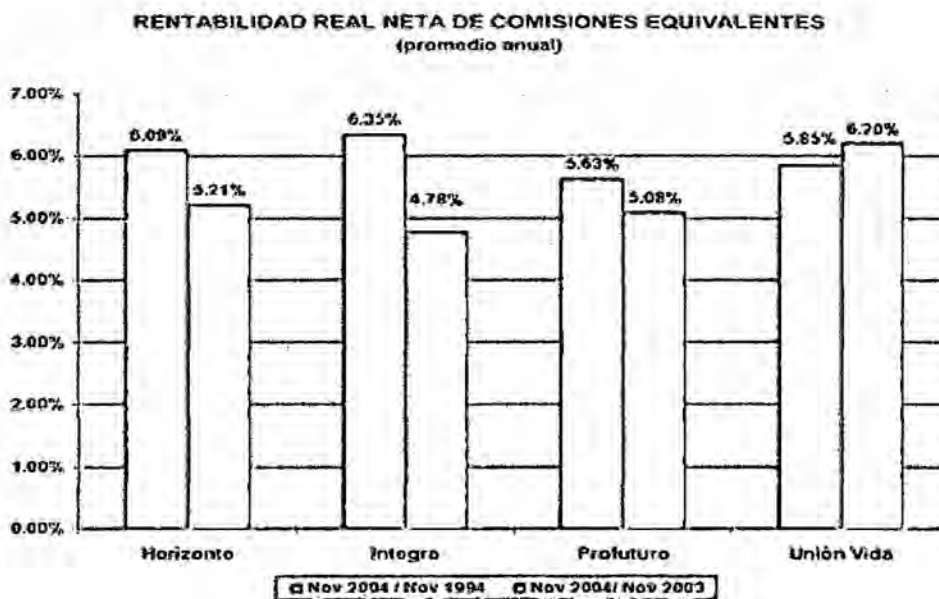
Esta otra alternativa, de la forma exacta de calcular esta rentabilidad neta de comisiones, requiere de la información detallada del afiliado respecto a: La remuneración, edad, fecha de afiliación y cuando se jubilará, es decir, habría que esperar hasta que se jubile el afiliado para conocer cuál fue su rentabilidad neta de comisiones. Sin embargo, puede aproximarse a este cálculo, tomando en cuenta las actuales comisiones y la rentabilidad que una AFP ha obtenido. En tal sentido con la información obtenida, se construyen los desembolsos que tendría que efectuar un afiliado en los próximos 30 o 40 años.

Al final del periodo de ahorro (trayectoria laboral), y haciendo los cálculos pertinentes, un



afiliado obtendría un monto en su CIC, que le permitirá financiar su pensión. Al conjunto de desembolsos de aportes y comisiones efectuadas por el afiliado, se le calcula la tasa de retorno, siendo en este caso la rentabilidad neta de comisiones. Esta alternativa metodológica arroja un resultado muy similar a la anterior, para el mismo horizonte de tiempo de 30 años.

Gráfico N°04



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguro

Nota:

- Rentabilidad real neta promedio del SPP:
 - Noviembre 2004/Noviembre 1994: 6.02%
 - Noviembre 2004/Noviembre 2003: 5.31%

En el gráfico N°04, se muestra la tasa de rentabilidad neta de comisiones equivalentes, para el período comprendido entre Noviembre 2004/ Noviembre 1994 (10 años), para cuatro administradoras que funcionaron en dicho período. También se muestra la rentabilidad real de los últimos 12 meses (Nov- 2004/Nov. 2003), tal como lo requiere la fórmula de cálculo de la tasa de rentabilidad neta de comisiones equivalentes.

La rentabilidad neta de comisiones equivalentes para el SPP, fue de 6.02% para el período de Noviembre 2004/ Noviembre 1994, y mientras que la rentabilidad real de los últimos 12 meses fue de 5.31%. En este período la AFP Integra ocupa el primer lugar de ranking de rentabilidad, al mostrar una tasa de rentabilidad de largo plazo de 6.35%, a pesar de no haber obtenido la mayor rentabilidad real en los últimos doce meses, en segundo lugar se encuentra la AFP Horizonte con una rentabilidad neta de comisiones equivalentes de 6.09%, el tercer lugar lo ocupa la AFP Nueva Vida con una rentabilidad de 5.85%, y el último lugar queda para la AFP Profuturo, con una rentabilidad neta de comisiones equivalentes de 5.63%.

Esta nueva alternativa de cálculo de rentabilidad neta de comisiones, nos muestra resultados parecidos, respecto al ranking rentabilidades de las AFP en cuanto a identificar cuál es la administradora que otorga mayor, y cuál es la que brinda menor rentabilidad para el afiliado, y su divulgación se convierte en un instrumento muy útil para los afiliados adopten decisiones racionales, de traspaso de administradora, porque lo que está en juego es su futura pensión, igualmente, se presenta el gráfico N° 05, se presentan las rentabilidades netas de comisiones equivalentes para el año 2008, siempre sobre la base de un cálculo de 10 años. Se escogió dicho año, para poder visualizar como fue afectada la rentabilidad neta de comisiones equivalentes, ante una situación de incertidumbre generalizada en los mercados financieros internacionales, y el consecuente efecto sobre la cartera de las inversiones de las AFP.

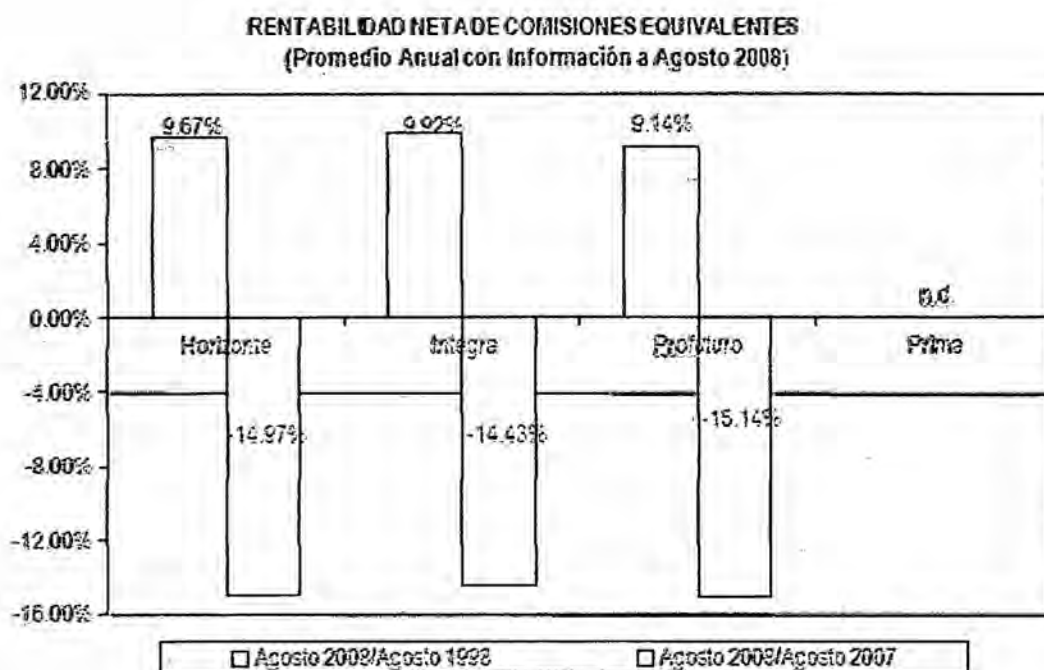
Al observar dichos valores de rentabilidad de las AFP, encontramos que estas han mejorado respecto a las presentadas en el gráfico anterior, dichas rentabilidades de largo plazo en promedio se han incrementado en 50%, respecto a las experimentadas en el 2004, hecho que es beneficioso para los afiliados. La AFP Integra continua con el liderazgo de ser



la administradora más rentable, con una rentabilidad neta de comisiones equivalentes de 9.92%, seguida por AFP Horizonte, que obtuvo una rentabilidad de 9.67%, y como siempre AFP Profuturo obtiene la rentabilidad neta de comisiones más baja del sistema con 9.14%.

Las rentabilidades reales de los últimos 12 meses, se muestran negativas, ello como consecuencia de influencia negativa de Crisis Financiera Internacional Sub-Prime. En el año 2008, la AFP Integra obtuvo la rentabilidad negativa más baja con -14.43%, en cambio AFP Profuturo obtuvo la rentabilidad negativa más alta, con -15.14%. Cabe señalar que gracias a los fundamentos macroeconomicos de la economía peruana el golpe de crisis no fue tan desastroso como ocurrió en algunos países industrializados y países latinoamericanos.

Gráfico N°05



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguro

Nota:

- La rentabilidad neta de comisiones equivalente, no se ha efectuado los cálculos de dicho indicador correspondiente a Prima AFP, por cuanto no

cuenta con información disponible sobre rentabilidad real de largo plazo requerido por la metodología utilizada.

- La comisión equivalente de AFP Horizonte fue de 0.87%, la de Integra de 0.80% y la de Profuturo AFP de 0.89%. Asimismo, la comisión equivalente promedio del SPP fue de 0.81%.

A handwritten signature in black ink, located in the bottom right corner of the page. The signature is stylized and appears to be a personal name.

6.0 DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

En este capítulo expondremos los principales resultados a que hemos arribado, en torno al tema de la Determinación de la tasa de rentabilidad neta real, del sistema privado de pensiones en el Perú, durante el período comprendido de: 2000-2010; así mismo discutir algunas conclusiones relacionadas aspectos teóricos y empíricos encontradas.

- Uno de los grandes desafíos de los Sistemas Privados de Pensiones (SPP) aplicados en Latinoamérica de los años ochenta, es sin lugar a duda la obtención de niveles adecuados de rentabilidad de los fondos privados de pensiones que administran las AFP. La rentabilidad generada, producto de las inversiones financieras realizadas pertenece exclusivamente a los afiliados, en tal sentido una rentabilidad satisfactoria, se constituye en la única senda que conduce al régimen hacia una pensión futura digna de los afiliados y que garanticen su bienestar.
- Los principales problemas de los sistemas privados de pensiones en América Latina, se pueden evaluar considerando tres aspectos: Cobertura, suficiencia y sostenibilidad.
 - i) El primero, se refiere a la proporción de la población de adultos mayores protegidos por los sistemas previsionales.
 - ii) El segundo, la suficiencia, hace referencia al nivel de beneficios y a la capacidad de quienes los reciben de mantener un nivel “suficiente” de consumo
 - iii) El tercero, la sostenibilidad, que se remite a la capacidad de la sociedad y el estado a mantener los sistemas funcionando sin ocasionar mayor inconveniente en las cuentas fiscales.
- Respecto al primer problema, Li y Javier Olivera, señalan que en el 2005, solo el 58 % de la PEA está afiliado a un sistema privado de pensiones, pero solo el 23% son cotizantes, y esta cifras son aún son menores, si se compara con la población total, en



donde los afiliados son 25,5% y los cotizantes tan solo 10.2% de la población total. El bajo nivel de cobertura y la significativa diferencia entre porcentaje de trabajadores afiliados y los que cotizan ponen en riesgo la adecuada provisión de recursos futuros para personas con avanzada edad.

- Respecto al problema de la suficiencia, se cuestiona los objetivos de la reforma previsional, en donde el SPP contribuya a través de una adecuada rentabilidad neta real de largo plazo, otorgar pensiones de jubilación que permitan el logro del bienestar de los afiliados en el futuro.
- Lamentablemente la Superintendencia de Banca y Seguro (SBS), solo enfatiza el análisis, comportamiento y difusión de la rentabilidad nominal y real de las AFP y del Sistema, y como se sabe estas rentabilidades no mide o no se determina libre de cobro de comisiones, y particularmente el SPP peruano, las comisiones cobradas por las AFP a los afiliados supera la media de los países latinoamericanos. Esta situación repercute sobre la rentabilidad neta real de los afiliados, de ahí que se cuestiona al sistema privado de pensiones, de no ser suficientemente capaz de asegurar pensiones dignas en largo plazo.
- Respecto al problema de sostenibilidad del SPP, está relacionado al vigencia del sistema en un periodo de muy largo plazo, en donde justifique su vigencia, con pensiones a los jubilados, capaz de lograr el bienestar, decir obtención de tasas de rentabilidad satisfactorias.
- La rentabilidad del SPP peruano, se puede medir de diferentes maneras, en donde se puede distinguir entre: i) rentabilidad bruta ó nominal, ii) rentabilidad real, iii) rentabilidad ajustada por riesgo y iv) rentabilidad neta real o rentabilidad neta de comisiones. Estas rentabilidades se pueden medir desde el inicio de operaciones del sistema, y para periodos diferentes, además esta última medición de rentabilidad presenta varias alternativas de medición.



- Un aspecto fundamental y de vital importancia de la medición de la rentabilidad de los fondos de pensiones, radica en señalar la distinción efectiva existente entre rentabilidad bruta, rentabilidad racionalidad microeconómica de optimización de su rentabilidad.
- Recién desde 2004, de manera esporádica, y como parte de la Política de Transparencia, la SBS, pone de conocimiento de los afiliados y público en general, una herramienta adicional que permite evaluar de manera objetiva el desempeño financiero de cada AFP y del sistema en conjunto, considerando el cálculo de la rentabilidad del fondo de pensiones ajustada por la comisión de administración, la que ha denominado rentabilidad neta de comisiones. Señala además la importancia de la difusión de este indicador de rentabilidad, dada la entrada en vigencia del nuevo mecanismo que simplifica y flexibiliza los trámites de traspasos, de la posibilidad que tienen las AFP de implementar los descuentos por permanencia futura, y de la puesta en marcha de los multifondos a partir de 2005. Cabe señalar que no está disponible en el portal web de SBS, información histórica de la rentabilidad neta de comisiones.
- Existen diversas metodologías para la medición de la rentabilidad neta de comisiones en diversos niveles y diferentes períodos, y se aplica para afiliados activos que no se han jubilado. La Propuesta de la SBS, señala tres (03) alternativas siguientes: i) Rentabilidad neta de comisiones, considerando los pagos efectuados- Histórica, ii) Rentabilidad neta de comisiones proyectada, iii) Rentabilidad netas de comisiones equivalentes.
- Así mismo, Jorge Rojas, investigador de la Pontificia Universidad Católica del Perú, utiliza un método similar para el cálculo de rentabilidad neta de los fondos, durante el período de 1998-2002.
- La alternativa de cálculo de rentabilidad neta de comisiones, considerando los pagos efectuados- Histórica, implica el tratamiento de la afiliación como un proyecto financiero convencional, y en donde el afiliado considera a la rentabilidad neta de comisiones como



la tasa interna de retorno de sus pagos efectuados (aportaciones y comisiones) durante su trayectoria laboral.

- La alternativa de cálculo de la rentabilidad neta de comisiones proyectada, permite evitar la sensibilidad de la rentabilidad neta de comisiones ante supuestos y corregir distorsiones causadas por el corto período de existencia del SPP. Su cálculo no depende de un nivel de remuneraciones, y se basa en la rentabilidad de los últimos 12 meses y del nivel de comisión vigente
- La alternativa de cálculo de la rentabilidad neta de comisiones equivalentes, consiste en obtener los saldos acumulados en las CIC para ciertos horizontes de tiempo y nivel de ingreso promedio, en función a las comisiones que cobran las AFP, y a una determinada tasa de rentabilidad anual promedio igual para todos los fondos de pensiones.
- La propuesta de Jorge Rojas –PUCP, señala que la eficiencia de un sistema de pensiones podría verse desde el ángulo de lo que James Tobin denomina Valoración Fundamental o Seguridad Plena, pero ello tendría más sentido si es que la afiliación a los fondos de pensiones fuese totalmente voluntaria, no siendo el caso del SPP, se analiza el asunto entonces, desde el punto de vista de la eficiencia funcional, y en este caso lo que interesa es la rentabilidad real del SPP para sus afiliados.
- Según SBS, el valor del fondo privado de pensiones, ha crecido a un promedio anual del 24.74%, durante el período de 2000-2010, y se ha incrementado en más de 9 veces. El valor del fondo de pensiones paso de S/ 9,566 millones de nuevos soles en 2000 a S/ 86,390 millones de nuevos en el 2010. Este crecimiento solo fue perturbado en el 2008, con una tasa negativa (-18.3%), derivada de la influencia de la Crisis Financiera Internacional Sub- Prime, que afecto de manera drástica la rentabilidad de las inversiones de las AFP en el país.
- El nivel de importancia que tiene la presencia de las AFP en nuestra economía, y especialmente en el sector financiero como inversionistas institucionales, se refleja en el



Fondo Privado de Pensiones respecto algunas variables macroeconómicas, para fines de diciembre del 2010.

- Real y rentabilidad neta de comisiones. Esta diferenciación resulta necesaria, para que un afiliado tome una decisión, de traspaso de administradora, guiado por su
 - El 25.9% del Producto Bruto Interno (PBI)
 - El 92 % del Ahorro Interno
 - El 88.9 % de la Inversión Total
 - El 45.5% de la Liquidez en Moneda Nacional
 - El 51.7 % del Crédito Bancario Privado
 - El 19.12 % de la Capitalización Bursátil
- Respecto al alcance del SPP sobre la PEA, el indicador de Afiliados/PEA., sé incremento de 10 puntos, entre 2000-2010, pasando de 23.8% en el año 2000, a un 33.7 % en el año 2010. Sin embargo un indicador más representativo del alcance del régimen es la relación de aportantes/PEA. La evolución de este indicador ha crecido tan solo 5 puntos, pasando a ser 9.9% en el año 2000, y subir al 14.3% en el 2010. Como podemos visualizar este indicador nos refleja que el SPP, tiene poco alcance de la PEA, lo que implica que la mayoría de la población laboral en el Perú, esta desprotegida, y ello debe conllevar a una preocupación y responsabilidad de los futuros gobiernos.
- Los fondos privados de pensiones, en el Perú vienen contribuyendo a desarrollar múltiples sectores económicos y empresariales que antes no contaban con fuentes internas de financiamiento alternativas a las bancarias y financieras tanto de origen interno y externo, y de esta forma los recursos recaudados por las AFP, han contribuido a incrementar la inversión en condiciones de eficiencia y competencia.
- Las inversiones financieras de las AFP, muestra una concentración en sector de empresa no financieras, ligadas a los sectores productivos de la industria, servicios y minería, que en promedio han absorbido un 53.2 % de las inversiones totales de las



- AFP durante el período de 2000-2010. Estas inversiones, se dirigieron hacia la adquisición de acciones comunes y de inversión (renta variable) y bonos corporativos (renta fija). Cabe precisar que las inversiones de las AFP en empresas no financieras, ha tenido un crecimiento casi continuo, durante el período de estudio.
- La comisión base promedio del SPP se ha reducido en aproximadamente en 18.41% para el período, con una marcada tendencia descendente hasta 2007, que llegó a su nivel más bajo, 1.80% sobre la remuneración del afiliado, y que significaba una reducción del 24.68% respecto al año 2007, sin embargo esta tendencia se revirtió para los años siguientes, comenzó a subir nuevamente y llegar en 2010 a 1.95%.
 - El cobro por prima de seguro, siguió la misma tendencia que la comisión base, y su reducción para el período de estudio, es de aproximadamente de 16.42%. En el 2000, la prima por seguro fue de 1.34%, luego fue reduciéndose y llegar a su nivel más bajo en el 2008, con una tasa de 0.88%, posteriormente se incrementa notoriamente en el 2009 y 2010 a 0.95% y 1.12% respectivamente.
 - Por su parte, el aporte capitalizable, desde que se creó el SPP (1993), la tasa de aporte fue del 8% de las remuneraciones, dicha tasa se mantuvo hasta el año 2006, cuando el gobierno decidió hacer reformas al SPP, con el objetivo de nivelar a la tasa del sistema de reparto y se elevó el nivel de aporte de los afiliados del 8% al 10%, lo que significó que la tasa de aporte se incremente en 25%.
 - Según el artículo 23° del Texto Único Ordenado de la Ley del SPP, las inversiones de los fondos de pensiones deben generar una rentabilidad cuyo resultado neto debe ser adecuadamente difundido hacia los afiliados y público en general, y además debe ser ordenada de mayor a menor en función de los niveles obtenidos por cada AFP, de acuerdo con las normas y periodicidad que apruebe esta SBS. Así mismo, según los artículos 70°, 71° y 72° del Título VI del Compendio de Normas Reglamentarias del SPP, aprobado mediante la Resolución N° 052-98-EF/SAFP, establecen la metodologías para



el cálculo de la rentabilidad real y nominal sobre la base del valor cuota para períodos con base anual. Dicha rentabilidad puede ser anualizada o acumulada y son los que actualmente publica la SBS.

- La rentabilidad nominal y real del SPP, se presenta sobre la base del fondo II, el cual concentra el 69.6% de las inversiones. Según cifras de la SBS, para un período amplio que va de: 1993-2010, el promedio histórico anual de la rentabilidad real es de 9.33 %, claro está, que dicha rentabilidad de corto plazo ha mostrado un comportamiento errático, inclusive mostrar tasas negativas para algunos períodos anuales, y de otro lado está ha estado influenciada por factores internos como desenvolvimiento de la actividad productiva y factores externos, como crisis financieras internacionales.
- La rentabilidad nominal del SPP, para el período de 2000-2010, ha mostrado un comportamiento fluctuante, y en términos promedio anuales, la tasa de rentabilidad nominal de los fondos de pensiones fue de 14.35%, sin embargo hay que precisar que, en los años 2000 y 2008 la rentabilidad nominal del SPP fue negativa y del orden de -2.75% -21.90% respectivamente, razón por la cual el fondo de pensiones acumulado en el 2008, disminuyó en 18.3 % respecto al de diciembre del 2007. Estas tasas de rentabilidad negativa fueron como consecuencia de los efectos de las crisis financieras internacionales (Argentina en 2001 y Sub-Prime 2008-2009), y lo que pone en evidencia que las pensiones de los afiliados, están expuestas a los desequilibrios coyunturales de los mercados financieros internacionales.
- Por su parte la rentabilidad real de los fondos privados de pensiones, para el período el mismo período, mantiene la misma tendencia que la rentabilidad nominal, inclusive en períodos de crisis financiera o shock externos, y períodos de crecimiento de la economía. La rentabilidad real, se mantuvo en un promedio anual de 12.27%, es decir mayor que el promedio histórico de 9.33% del SPP, claro está, que hay que señalar, que en los años 2000 y 2008, la rentabilidad real fue negativa del orden de -6.74% y -



22.24%, explicados también por los mismos factores externos, que afectaron a rentabilidad nominal.

- Respecto a la rentabilidad neta de comisiones, los resultados obtenidos, según la metodología, esta se calcula para un período de largo plazo, mínimo de 10 años, en tal sentido encontramos, que la rentabilidad neta de comisiones de las inversiones de los recursos del fondo privado de pensiones fue de 8.68%, entre enero del 2000 y enero de 2010, dicha rentabilidad es ligeramente inferior al promedio histórico de la rentabilidad real, de 9.33%. Al revisar las rentabilidades por cada AFP, encontramos que la AFP Integra ha sido la administradora más rentable, al mostrar una tasa de rentabilidad neta de comisiones de 9.10% inclusive superior al promedio del sistema. En segundo lugar, es para AFP Horizonte, que logró obtener una tasa de 8.50%, y en tercer lugar quedó para la AFP Profuturo, con una tasa de 8.46%.
- La rentabilidad neta de comisiones proyectada, se efectúa sobre la base de una trayectoria laboral del afiliado de 30 y 40 años, obedeciendo a las características y modalidades de jubilación existentes. Dichas rentabilidades para el SPP hasta el año 2004 fue las siguientes: La histórica 4.78%, proyectada a 30 años 6.11% y a 40 Años 6.42%. Además, administradora Integra se muestra como las más rentable del sistema, con tasas de 5.06%,6.43% y 6.81% y la AFP Profuturo como la administradora menos rentable del sistema, dado que sus rentabilidades fueron de: 4.48%,5.74% y 6.18% también para rentabilidades histórica, proyectada a 30 y 40 años.
- La rentabilidad neta de comisiones proyectada, sobre la base de información del año 2008, evidencia una mejora notable, y se puede decir que dicha rentabilidad proyectada a largo plazo se incrementa en un 50%, respecto a las rentabilidades proyectadas en el 2004 con el consecuente beneficio para los afiliados. De otro lado respecto al ranking de rentabilidad que la AFP Integra conserva su liderazgo en ser la más rentable, con



- 9.95% (30 años) y 10.21% (40 años) y AFP Profuturo como la menos rentable del sistema, con rentabilidad de 9.18% (30 años) y 9.46% (40 años) respectivamente.
- La rentabilidad neta de comisiones equivalentes para el SPP, fue de 6.02% para el período de Noviembre 2004/ Noviembre 1994, y mientras que la rentabilidad real de los últimos 12 meses fue de 5.31%. En este período la AFP Integra ocupa el primer lugar de ranking de rentabilidad, al mostrar una tasa de rentabilidad de largo plazo de 6.35%, a pesar de no haber obtenido la mayor rentabilidad real en los últimos doce meses, en segundo lugar se encuentra la AFP Horizonte con una rentabilidad neta de comisiones equivalentes de 6.09%, el tercer lugar lo ocupa la AFP Nueva Vida con una rentabilidad de 5.85%, y el último lugar queda para la AFP Profuturo, con una rentabilidad neta de comisiones equivalentes de 5.63%.
 - Así mismo encontramos que la rentabilidad neta de comisiones equivalentes, con información base para el año 2008, se han incrementado casi en un 50%, respecto a la del 2004, lo que resulta ser muy beneficioso para el afiliado y la determinación de su pensión de jubilación futura, se escogió dicho año, para poder mostrar como fue afectada la rentabilidad neta de comisiones equivalentes, ante una situación de incertidumbre generalizada en los mercados financieros internacionales. La AFP Integra continua con el liderazgo de ser la administradora más rentable, con una rentabilidad neta de comisiones equivalentes de 9.92%, seguida por AFP Horizonte, con 9.67%, y como siempre AFP Profuturo obtiene la rentabilidad neta de comisiones más baja del sistema con 9.14%.



CITAS BIBLIOGRÁFICAS:

- 1) Juan F. Jimeno, "El Sistema de Pensiones Contributivas en España: Cuestiones Básicas y Perspectivas en Mediano Plazo".
- 2) Declaración Universal de los Derechos Humanos de las Naciones Unidas
- 3) Las Teorías de Ingreso Permanente (M. Friedman) y del Ciclo Vital (Modigliani), desarrollan el concepto de tasa de descuento intertemporal, factor que relaciona la elección entre el consumo y el ahorro en el presente y futuro.
- 4) Ensayo presentado en Reunión General de la Mont Pelerin Society – Nov- 2000
- 5) Franklin Roosevelt, Presidente de los Estados Unidos de Norte América -1935
- 6) Maza Rodríguez, José, "Estrategias de Inversión para la Obtención de la Rentabilidad en el Sistema Privado de Pensiones en el Perú"-2010.
- 7) Jorge Bravo, "Envejecimiento de la Población y Sistemas de Pensiones en América Latina"-2010.
- 8) Carlos Bologna Beher, " Dueño de tu Jubilación"
- 9) Camen Li y Javier Olivera, " Cobertura y Afiliación del Sistema Privado de Pensiones en el Perú"
- 10) Ministerio de Economía y Finanzas, " Los Sistemas de Pensiones en el Perú"- pags.1-5
- 11) Ministerio de Economía y Finanzas, ibid, págs.5-9
- 12) Ministerio de Economía y Finanzas, ibid, págs. 23-29
- 13) Desde agosto del 2003 la Ley N° 28047, establece que se incremente el aporte previsional a 13%, posteriormente se incrementará a 20% desde agosto del 2006, y a 27% desde agosto del 2009.



- 14) El Bono de Reconocimiento, constituye el mecanismo de reconocimiento por parte del estado de los aportes que un trabajador realizó al Sistema Nacional de Pensiones, y que ahora está afiliado al Sistema Privado de Pensiones.
- 15) Morrón, Eduardo y Carranza, Eliana, " Diez Años del Sistema Privado de Pensiones: Avances, Retos y Reformas: 1993-2003".
- 16) Superintendencia de Banca y Seguro," Alternativas Metodológicas para la Estimación de la Rentabilidad Neta de Comisiones, en el Sistema Privado de Pensiones".
- 17) Jorge Rojas," Rentabilidad del Sistema Privado de Pensiones en el Perú: 1993-1997"
- 18) Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones-AIOS
- 19) Actualmente el Sistema Privado de Pensiones Peruano, está conformado por cuatro (04) empresas administradoras, que administran fondos de la forma siguiente: Horizonte (23.4%), Integra (30.5%), Prima (31.4%) y Profuturo (14.7%).
- 20) Corrales Arturo, E. En 10 años de operación del sistema en Chile (1981), los fondos privados de pensiones movilizan unos U\$ 12,000 millones, más o menos la tercera parte del PBI, y comprende un poco más de 4 millones de trabajadores. Para el año 2002 el fondo de pensiones alcanzó U\$ 30,000 millones, y sobre la base de 6.9 millones de afiliados.
- 21) Asociación de AFP Chile-2004



7.0 REFERENCIALES

- ✓ Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones-
- ✓ AIOS, Boletines Estadísticos Semestrales: 2000-2010.
- ✓ Asociación de AFP de Chile: "Las AFP cobran comisiones más bajas que otras entidades nacionales y extranjeras" Serie de Estudios N°42, Santiago de Chile, junio del 2004.
- ✓ Banco Central de Reserva del Perú, -Gerencia de Crédito y Regulación, "Funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones y Límites de la Inversiones en el Exterior", Lima, junio -2003
- ✓ Bravo, Jorge "Envejecimiento de la Población y Sistemas de Pensiones en América Latina"-, Revista de la CEPAL, Serie de Población y Desarrollo, Santiago de Chile-2000
- ✓ Bologna Beher, Carlos, "Dueño de tu Jubilación", Instituto de Economía de Libre Mercado, Lima-1995.
- ✓ Corrales E. Arturo, AFP: Pensiones y Mercado de Capitales", Revista de la Moneda BCRP, N° 46, Lima-1992.
- ✓ Friedman Milton, "A Theory of the Consumption Function", Princeton University Press-1957.
- ✓ Jimeno, Juan F. "El Sistema de Pensiones Contributivas en España: Cuestiones Básicas y Perspectivas en Mediano Plazo", Universidad de Alcalá y FEDEA, Barcelona-2000.
- ✓ Li Carmen y Olivera Javier, "Cobertura y Afiliación del Sistema Privado de Pensiones en el Perú"



- ✓ Maza Rodríguez, José, "Estrategias de Inversión para la Obtención de la Rentabilidad en el Sistema Privado de Pensiones en el Perú"-2010. Informe Final de Investigación, Universidad Nacional del Callao-Facultad de Ciencias Económicas-2010
- ✓ Ministerio de Economía y Finanzas- Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales , " Los Sistemas de Pensiones en el Perú", Lima, mayo-2004
- ✓ Modigliani, Franco " The Life Cycle Hypothesis of Save", American Economic Review- 1963
- ✓ Morrón Eduardo, Carranza Eliana, "Diez años del Sistema Privado de Pensiones: Avances, Retos y Reformas: 1993-2003", Centro de Investigación de la universidad del Pacifico., Lima, Diciembre del 2003.
- ✓ Reunión General de la Mont Pelerín Society, "De Bismarck a Chile Pionero", ensayo presentado por José Piñeira, Ex Ministro de Trabajo y Previsión Social– Santiago de Chile, Noviembre- 2000.
- ✓ Rojas, Jorge" Rentabilidad del Sistema Privado de Pensiones en el Perú: 1993-1997"- Noviembre de 1998
- ✓ Superintendencia de Banca y Seguro," Alternativas Metodológicas para la Estimación de la Rentabilidad Neta de Comisiones, en el Sistema Privado de Pensiones". Lima – 2004.
- ✓ Superintendencia de Banca y Seguro: www.sbs.gob.pe/Estadisticas



8.0 APENDICE

A handwritten signature in black ink, located in the bottom right corner of the page. The signature is stylized and appears to be a name, possibly "Luis".

FONDO PRIVADO DE PENSIONES: Principales Variables. Período 2000 - 2010
Cuadro N° 01

Variable	Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I. VALOR DEL FONDO DE PENSIONES												
1) Millones de Nuevos soles		9,599	12,350	15,754	21,844	25,651	32,233	45,547	60,406	49,380	68,596	86,391
2) Incremento Porcentual Anual (%)		13,66	28,70	27,60	38,70	17,40	25,60	41,40	32,60	-18,30	38,90	25,90
II. NÚMERO DE AFILIADOS												
1) En miles		2,471	2,732	2,994	3,192	3,397	3,637	3,882	4,101	4,296	4,458	4,642
2) Incremento Porcentual Anual (%)		11,23	10,60	9,60	6,60	6,40	7,10	6,70	5,60	4,80	3,80	4,10
III. RENTABILIDAD ANUAL (%)												
1) Nominal		-3,30	10,90	12,90	24,20	9,30	20,20	28,30	25,00	-21,90	33,20	18,40
2) Real		-6,74	11,07	11,25	21,24	5,58	18,43	26,82	20,24	-22,24	32,90	16,00

Elaboración del Autor

Fuente:

* Banco Central de Reserva del Perú: Memorias: 2000 - 2010

* Superintendencia de Banca y Seguro: Memorias: 2000 - 2010



Fonde Privado de Pensiones y Relaciones Macroeconómicas. Período 2000 - 2010
Cuadro N° 02

Relación	Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1) Fondo Privado de Pensiones/ PBI		5,15	6,53	7,28	10,23	10,74	12,30	15,10	18,00	13,30	17,90	25,90
2) Fondo Privado de Pensiones/ Ahorro Interno		30,00	39,87	46,53	59,82	62,38	63,80	65,20	74,50	57,60	86,40	92,00
3) Fondo Privado de Pensiones/ Inversión		25,52	34,90	41,74	54,44	57,50	68,80	75,30	78,40	49,60	87,20	88,90
4) Fondo Privado de Pensiones/ Liquidez MN		42,41	46,47	50,32	56,16	53,38	51,90	56,30	55,30	45,30	49,40	45,50
5) Fondo Privado de Pensiones/ Crédito Bancario Privado		16,08	21,50	26,23	35,60	39,91	43,00	56,60	54,30	38,90	49,20	51,70
6) Fondo Privado de Pensiones/ Capitalización Bursátil		26,00	33,30	33,60	37,77	20,44	26,00	23,70	18,60	27,60	22,10	19,12

Elaboración del Autor

Fuente:

* Banco Central de Reserva del Perú: Memorias: 2000 - 2010

* Superintendencia de Banca y Seguro: Memorias: 2000 - 2010



ALCANCE DEL RÉGIMEN DE FONDO DE PENSIONES
Período 2000 - 2010

Cuadro N° 03

Relación Año	Afiliados / PEA (%)	Aportantes /PEA (%)	Aportados/Afiliados (%)	Salario Promedio (En US\$)
2000	23,80	9,90	41,70	652,00
2001	25,50	10,50	41,20	588,00
2002	27,20	10,70	39,40	556,00
2003	28,20	11,80	41,90	561,00
2004	29,10	11,60	39,90	615,00
2005	30,30	11,00	36,20	593,00
2006	31,50	11,00	34,80	655,00
2007	32,50	13,40	41,40	742,00
2008	33,20	13,70	41,20	746,00
2009	35,50	13,90	41,50	851,00
2010 *	33,70	14,30	42,40	936,00

*) A junio del 2010

Elaboración del Autor

Fuente:

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de fondos de Pensiones (AIOS)

Boletines Estadísticos: 2000 - 2010



AFP: AFILIADOS y COTIZANTES
Periodo 2000 - 2010

Cuadro N° 04

Año	Número de Afiliados	Número de Cotizantes	Relación (Cotizantes /Afiliados) * 100 (%)
2000	2.471.604	1.033.303	41,81
2001	2.732.071	1.089.654	39,88
2002	2.993.782	1.181.014	39,45
2003	3.192.503	1.295.222	40,57
2004	3.397.047	1.313.878	38,68
2005	3.636.876	1.356.345	37,29
2006	3.882.185	1.350.775	34,79
2007	4.101.060	1.698.782	41,42
2008	4.296.480	1.677.221	39,04
2009	4.458.045	1.769.760	39,70
2010	4.641.688	2.006.736	43,23

Elaboración del Autor

Fuente:

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de fondos de Pensiones (AIOS)

Boletines Estadísticos: 2000 - 2010



ESTRUCTURA DE PORTAFOLIO DE LAS INVERSIONES DEL SPP. PERÍODO: 2000 - 2010

Cuadro N° 05

Inversiones	Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fondo Privado de Pensiones (S/. Mils)		9,599	12,350	15,754	21,844	25,651	32,233	45,547	60,405	49,380	68,596	86,391
Cartera de Inversiones (%)		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
a) Valores Gubernamentales		9,00	13,80	12,90	19,50	24,20	20,30	19,10	21,90	25,20	20,00	16,10
* Valores del Gobierno Central		1,00	6,30	8,60	12,90	11,90	14,10	17,00	20,60	24,30	19,50	16,10
* Valores del BCRP		2,70	3,20	2,70	4,20	10,40	5,20	1,30	1,30	0,90	0,50	0,00
* Bonos Brady		5,30	4,30	1,60	2,40	1,90	1,00	0,80	0,00	0,00	0,00	0,00
b) Empresas del Sistema Financiero		36,40	39,40	34,70	23,00	12,40	14,00	11,70	8,10	17,40	11,70	15,40
* Depósitos en MN		11,30	14,80	14,70	11,50	5,90	4,50	4,90	2,10	4,30	1,80	5,30
* Depósitos en ME (1)		3,60	7,50	10,80	5,20	1,90	3,00	0,60	0,30	3,70	0,70	1,20
* Acciones		2,00	1,70	0,60	0,40	0,60	0,80	0,80	1,60	1,60	2,70	2,50
* Bonos		18,00	14,30	7,70	4,80	3,60	2,90	2,40	2,40	4,20	3,40	3,10
* Otros (2)		1,50	1,10	0,90	1,10	0,40	2,80	3,00	1,70	3,60	3,10	3,30
c) Empresas no Financieras		47,50	42,10	45,30	48,80	52,20	55,60	60,70	56,80	45,00	47,20	42,20
* Acciones comunes y de Inversión		26,90	23,50	30,70	35,20	37,00	35,60	41,60	39,70	22,90	29,30	29,20
* Bonos Corporativos		17,50	14,30	11,40	11,50	11,30	10,70	12,00	13,00	18,20	14,20	9,50
* Otros (3)		3,10	4,30	3,20	2,10	3,90	9,30	7,10	4,10	3,90	3,70	3,50
d) Inversiones en el Exterior		6,70	4,70	7,10	8,70	10,20	10,10	8,50	13,20	12,40	21,00	26,30
* Títulos de deuda Estados Extranjeros		4,70	3,10	2,90	1,30	1,20	0,60	2,20	0,30	2,40	1,20	2,50
* Fondos Mutuos Extranjeros		2,00	1,40	4,20	7,40	8,90	9,50	6,30	10,40	6,40	5,80	7,40
* Acciones de Empresas Extranjeras		0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,50	1,50	10,50	10,90
* American Depositary Stores (ADS)		0,00	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60	0,80	1,20	1,00
* Otros		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,40	1,30	2,30	4,50

Notas

- 1) Incluye Certificados en ME
- 2) Incluye letras hipotecadas y cuotas de fondos de inversión
- 3) Incluye papeles comerciales y activos titulizados



Elaboración del Autor
Superintendencia de Banca y Seguro: Memorias: 2000 - 2010

**AFP: COMISIÓN BASE, PRIMA DE SEGURO, TASA DE APOORTE
Y REMUNERACIÓN MÁXIMA
Período 2000 - 2010**

Cuadro N° 06

Año	Comisión Base (%) (1)	Prima de Seguro (%) (2)	Tasa de Aporte Capitalizable (%)	Remuneración Máxima Asegurable
2000	2,39	1,34	8%	5.944,92
2001	2,38	1,34	8%	5.996,91
2002	2,27	1,24	8%	6.037,25
2003	2,27	0,92	8%	6.156,53
2004	2,27	0,92	8%	6.404,62
2005	1,99	0,92	8%	6.475,59
2006	1,80	0,92	10%	6.605,01
2007	1,80	0,91	10%	6.789,89
2008	1,87	0,88	10%	7.212,13
2009	1,95	0,95	10%	7.299,21
2010	1,95	1,12	10%	7.471,56

Elaboración del Autor

Fuente:

Superintendencia de Banca y Seguro: Memorias: 2000 - 2010



COMISIÓN BASE, PRIMA DE SEGURO, SEGÚN AFP Período 2000 - 2010

(Expresada en % respecto al nivel de Remuneración)

Cuadro Nº 07

AFP Año	HORIZONTE		INTEGRA		PRIMA (*)		PROFUTURO		SISTEMA	
	Comisión Base	Prima Seguro	Comisión Base	Prima Seguro	Comisión Base	Prima Seguro	Comisión Base	Prima Seguro	Comisión Base	Prima Seguro
2000	2,30	1,44	2,35	1,35	2,39	1,28	2,50	1,30	2,39	1,34
2001	2,30	1,44	2,35	1,35	2,39	1,28	2,50	1,30	2,39	1,34
2002	2,25	1,25	2,10	1,35	2,27	1,18	2,45	1,17	2,27	1,24
2003	2,25	0,89	2,10	0,88	2,27	0,90	2,45	1,02	2,27	0,92
2004	2,25	0,89	2,10	0,88	2,27	0,90	2,45	1,01	2,27	0,92
2005	1,95	0,88	1,80	0,88	2,27	0,90	2,45	1,01	2,27	0,92
2006	1,95	0,88	1,80	0,88	1,50 *	0,90	1,58	1,01	1,99	0,92
2007	1,95	0,88	1,80	0,88	1,50	0,90	1,98	0,98	1,80	0,91
2008	1,95	0,88	1,80	0,88	1,75	0,87	1,98	0,90	1,87	0,88
2009	1,95	0,95	1,80	0,95	1,75	0,87	2,30	1,05	1,95	0,95
2010	1,95	1,11	1,80	1,03	1,75	1,06	2,30	1,26	1,95	1,12

Elaboración del Autor

Fuente:

Superintendencia de Banca y Seguro: Memorias: 2000 - 2010

* Desde Agosto 2005, comenzó a operar PRIMA, que absorbió la AFP Unión Vida



AFP: VALOR CUOTA, RENTABILIDADES, COMISIÓN y PRIMA SEGURO. Período 2000 - 2010
Cuadro N° 08

Rubro	Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
* Valor Cuota		28,19	31,64	35,58	44,72	48,42	56,47	59,39	73,21	58,74	76,54	90,70
* Rentabilidad Nominal (%)		-2,75	10,95	12,95	24,20	9,30	20,20	28,30	25,00	-21,90	33,20	18,40
* Rentabilidad Real (%)		-6,74	11,07	11,25	21,40	5,58	18,43	26,82	20,54	-22,24	32,90	16,00
* Rentabilidad Ajustada por Riesgo (%)		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,04	-1,94	3,27	2,18
* Comisión Base		2,39	2,38	2,27	2,27	2,27	2,01	1,81	1,80	1,87	1,95	1,95
* Prima de Seguro		1,34	1,34	1,24	0,92	0,92	0,91	0,92	0,91	0,88	0,95	1,15

Elaboración del Autor

Fuente:

* Banco Central de Reserva del Perú: Memorias: 2000 - 2010

* Superintendencia de Banca y Seguro: Memorias: 2000 - 2010



AFP: RENTABILIDAD REAL Y NOMINAL, SEGÚN AFP

Período 2000 - 2010

(Expresada en porcentajes)

Cuadro N° 09

AFP Año	HORIZONTE		INTEGRA		PRIMA		PROFUTURO		SISTEMA	
	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal
2000	-6,80	-3,30	-6,50	-3,00	-6,60	-3,20	-7,40	-3,90	-6,74	-3,30
2001	10,80	10,60	12,20	12,00	7,90	9,50	9,50	11,70	9,07	11,70
2002	11,80	13,50	11,50	13,20	10,70	12,40	10,80	12,50	11,25	12,90
2003	20,90	23,90	21,60	24,60	21,40	24,40	20,80	23,80	21,24	24,20
2004	5,60	9,20	4,90	8,60	6,40	10,10	5,40	9,10	5,58	9,30
2005	18,60	20,30	18,60	20,40	18,20	19,90	18,40	20,20	18,43	20,20
2006	25,90	27,30	27,60	29,10	27,10	28,60	26,10	25,40	26,82	28,30
2007	19,60	24,30	20,80	25,50	20,70	25,50	19,30	24,00	20,24	25,00
2008	-28,30	-23,50	-26,40	-21,50	-26,00	-21,10	-26,30	-21,40	-26,74	-21,90
2009	33,40	33,70	32,90	33,20	32,30	32,60	33,10	33,50	32,90	33,20
2010	14,70	17,10	14,10	16,40	18,60	21,10	17,10	19,50	16,00	18,40

Elaboración del Autor

Fuente:

* Superintendencia de Banca y Seguro: Boletines Estadísticos: 2000 - 2010



AFP: RENTABILIDAD NETA DE COMISIONES
Período 2000 - 2010
 (Expresada en porcentajes)

Cuadro N° 10

Período	AFP	HORIZONTE	INTEGRA	PRIMA	PROFUTURO	SPP
Agosto 1993 - Agosto 2000		0,66	0,66	0,34	-0,12	0,40
Agosto 1993 - Agosto 2001		1,04	1,10	0,52	0,36	0,77
Agosto 1993 - Agosto 2002		1,91	1,97	1,21	1,29	1,60
Agosto 1993 - Agosto 2003		4,13	4,23	3,48	3,47	3,84
Agosto 1993 - Agosto 2004		4,33	4,44	3,97	3,82	4,15
Agosto 1995 - Agosto 2005		5,12	5,25	0,00	4,52	4,96
Agosto 1996 - Agosto 2006		6,49	6,65	0,00	5,73	6,29
Agosto 1997 - Agosto 2007		7,82	8,02	0,00	6,91	7,58
Agosto 1998 - Agosto 2008		9,67	9,92	0,00	9,14	9,57
Enero 1999 - Enero 2009		7,66	8,24	0,00	7,56	7,82
Enero 2000 - Enero 2010		8,50	9,10	0,00	8,46	8,68

Elaboración del Autor

Fuente:

* Superintendencia de Banca y Seguro.

* Desde Agosto del 2005, comenzó a operar la AFP Prima, que absorbió a la AFP Unión Vida, en tal sentido, no cuenta con información de largo plazo (10 años)

