UNIVERSIDAD NACIONAL PEDRO RUIZ GALLO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

ESCUELA PROFESIONAL DE ADMINISTRACIÓN

Rentabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones del Perú: Análisis del periodo 2011-2020

Tesis presentada por:

DAMIÁN CHAPOÑÁN, GERALDINE KARINA

NARVAEZ ALVA, KATHERIN

Para obtener el Título Profesional de

LICENCIADA EN ADMINISTRACIÓN

Asesor

M.SC MELQUIADES ALEJANDRO DE LA TORRE PRETEL

Lambayeque - Perú

Mayo del 2022

RENTABILIDAD DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES DEL PERÚ: ANÁLISIS DEL PERIODO 2011-2020

Decreto de sustentación

N° 038-2022-VIRTUAL-UNPRG-FACEAC-D/MRV

De fecha 22 de mayo del 2022

Geraldine Karina Damián Chapoñán
Bachiller

Katherin Narvaez Alva
Bachiller

M.Sc Melquiades Alejandro De La Torre Pretel
Asesor

Tesis presentada para obtener el título profesional de licenciada en Administración.

Aprobado por el jurado:

Dr. José Humberto Becerra Santa Cruz
Presidente

Dra. Angelita Requena Fuentes
Secretario

M.Sc. Víctor Felipe Alza Tesen
Vocal

UNIVERSIDAD NACIONAL PEDRO RUIZ GALLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
UNIDAD DE INVESTIGACIÓN

ACTA DE LA DEFENSA Y CALIFICACIÓN FINAL DE LA TESIS PARA OBTENER EL TÍTULO PROFESIONAL DE LICENCIADA EN ADMINISTRACIÓN

Nosotros los profesores, miembros del jurado de tesis para título profesional, integrado por:

Presidente : Dr. Becerra Santa Cruz, José Humberto
Secretario : Dra. Requena Fuentes, Angelita
Vocal : M.Sc. Alza Tesen, Víctor Felipe
Asesor : M.Sc. De La Torre Pretel, Melquiades Alejandro

En los ambientes de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables, y por modalidad virtual, a las **9:00 horas** del día **30 del mes de mayo del 2022**, se dio inicio al acto académico de la defensa de la tesis titulada:

"RENTABILIDAD DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES DEL PERÚ: ANÁLISIS DEL PERIODO 2011-2020"

Presentada por las bachilleres:
E1: Damián Chapoñán, Geraldine Karina
E2: Narvaez Alva, Katherin

Cuyo proyecto de tesis fue aprobado mediante decreto **N° 075-2021-VIRTUAL-UNPRG-FACEAC-D/MRV**, de fecha **26/10/2021,** y el decreto de autorización de sustentación es el **N° 38-2022-VIRTUAL-UNPRG-U.I./FACEAC**, de fecha **22/05/2022.**

Luego de la exposición y de la defensa, procedimos a calificar, considerando los siguientes criterios:

Criterios:	ESTUDIANTE 1				ESTUDIANTE 2			
	PRESIDENTE	SECRETARIO	VOCAL	PROMEDIO	PRESIDENTE	SECRETARIO	VOCAL	PROMEDIO
Claridad de la exposición	18	18	18	**18**	18	18	18	**18**
Dominio del tema	18	18	18	**18**	18	18	18	**18**
Visión holística de la investigación	18	18	18	**18**	18	18	18	**18**
Promedio simple	**18**	**18**	**18**	**18**	**18**	**18**	**18**	**18**

En esta fase de defensa, la nota obtenida de **DIECIOCHO (18),** corresponde al calificativo de **MUY BUENO**, por tanto, la calificación total de la tesis es:

Criterios:	Peso	Promedio Ponderado en letras del Estudiante 1	Promedio Ponderado en letras del Estudiante 2
Valoración del informe de investigación	2/3	Once	Once
Valoración de la defensa o sustentación de la tesis	**1/3**	Seis	Seis
Promedio ponderado	**1**	**Diecisiete**	**Diecisiete**

Que corresponde al calificativo de: **Estudiante 1: BUENO** y **Estudiante 2: BUENO**
Siendo las **10.20 horas**, del mismo día, damos por concluido el acto académico, y firmamos en señal de conformidad:

* Dr. Becerra Santa Cruz, José Humberto	* Dra. Requena Fuentes, Angelita	* M.Sc. Alza Tesen, Víctor Felipe
Presidente	**Secretario**	**Vocal**

Los valores son: Desaprobado menor que 14, Regular 14 – 15, Bueno 16 – 17, Muy Bueno 18– 19 y, Excelente 20 (art24)

UNIVERSIDAD NACIONAL PEDRO RUIZ GALLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
UNIDAD DE INVESTIGACIÓN

FORMATO 07

CONSTANCIA DE CONFORMIDAD Y ORIGINALIDAD DE LA TESIS Y AUTORIZACIÓN DE PUBLICACIÓN

Lambayeque, 03 de mayo del 2022

Señor DR. JUAN CARLOS SAMAMÉ CASTILLO
DIRECTOR DE LA UNIDAD DE INVESTIGACIÓN FACEAC – UNPRG

Por medio de la presente, nosotros los tesistas y en mi calidad de asesor, hacemos llegar la tesis, desarrollada por:

Estudiante 1: • Apellidos y nombres • Código / Carrera profesional • Celular / Correo electrónico	• Damián Chapoñán, Geraldine Karina • 20165018D / Administración • 925156016 / gdamianc@unprg.edu.pe
Estudiante 2: • Apellidos y nombres • Código / Carrera profesional • Celular / Correo electrónico	• Narvaez Alva, Katherin • 20160073G / Administración • 995203475 / knarvaez@unprg.edu.pe
Título	Rentabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones del Perú: Análisis del periodo 2011-2020
N° y fecha de decreto de aprobación del proyecto	DECRETO N° 075-2021-VIRTUAL-UNPRG-FACEAC-D/MRV, de fecha 26/10/2021.
Asesor (apellidos y Nombres)	M.Sc. De La Torre Pretel, Melquiades Alejandro

Damos fe, que la presente tesis:

1. Es un documento original que cumple con los requisitos establecidos por la UNPRG.
2. Nuestra tesis es inédita y no se encuentra publicado, parcial ni totalmente, en ningún sitio, ni nacional ni internacional. Autorizamos a la UNPRG a publicarla.
3. No existen conflictos de intereses que puedan afectar el contenido, resultados o conclusiones de la tesis.
4. La tesis ha sido desarrollada y aprobada por los autores, bajo la dirección del asesor

Melquiades Alejandro De La Torre Pretel

Geraldine Karina Damián Chapoñán

Katherin Narvaez Alva

La dedicatoria

A nuestros amados padres por su amor y apoyo incondicional, quienes nos han guiado en cada etapa de nuestra vida, con su ejemplo de superación y motivación para seguir adelante:

-Francisca Chapoñán Llauce y Manuel Damián Ventura.

(Geraldine Damián Chapoñán)

-Flor Alva Tamaya y Luis Alberto Narvaez Velásquez

(Katherin Narvaez Alva)

A nuestros hermanos por ser nuestros confidentes y grandes consejeros.

Agradecimientos

A nuestro Asesor M.Sc Melquiades Alejandro De La Torre Pretel por ser el mentor en este proceso de aprendizaje, al Dr. José Humberto Becerra Santa Cruz por brindarnos un panorama más claro sobre nuestro tema de investigación, y a nuestra familia por su cariño y aliento.

Índice general

Capítulo 1: El Objeto De Estudio 3
1.1 Contextualización del objeto de estudio 3
1.2 Características y manifestaciones del problema de investigación 4
1.3 Evidencias en el mundo 6
Capítulo 2: Marco teórico 8
2.1 Fondos de Pensión 8
2.2 Sistema de pensiones en Latinoamérica 8
2.3 Sistema privado de pensiones (SPP) en el Perú 9
2.3.1 Historia 9
2.3.2 Definición 10
2.3.3 Contribuciones al SPP 10
2.4 Administradoras de fondo de pensiones (AFP) 11
2.4.1 Tipos de fondos o Multifondos 11
2.5 Sucesos en la economía nacional e internacional 13
2.5.1 Nacionales 13
2.5.2 Internacionales 16
2.6 Instrumentos de inversión que utilizan las AFP 19
2.7 Rentabilidad 21
2.7.1 Definición 21
2.7.2 Metodología para calcular la rentabilidad del SPP 22
Capítulo 3: Metodología desarrollada 25
3.1 Diseño de la investigación 25
3.2 Población y muestra 25
3.2.1 Población 25
3.2.2 Muestra 25
3.3 Fuentes y técnicas de recolección 25

3.3.1 Fuentes: 25

3.3.2 Técnicas de recolección de información 25

Capítulo 4: Resultados y discusión 26

Rentabilidad de los fondos de pensiones en el periodo 2011-2020 26

Análisis de rentabilidad según tipo de fondo en el periodo 2010-2020 30

Indagación de la rentabilidad de las empresas AFP del SPP vigentes en el Perú por tipo de fondo 36

Sucesos en la economía internacional y nacional que afectaron a la rentabilidad de las AFP del Perú 38

Inversiones del Sistema Privado de Pensiones en el Perú 40

Instrumentos de inversión del Sistema Privado de pensiones en el Perú 43

Aplicación de la metodología del Autor Jorge Rojas para el cálculo de las rentabilidades45

Conclusiones 50

Recomendaciones 52

Bibliografía 53

Anexos 58

Índice de tablas

Tabla 1: América Latina: Reformas estructurales de los sistemas de pensiones, 1981-2017 9
Tabla 2: Comisiones y primas de seguro del SPP 10
Tabla 3: Cuadro resumen de los tipos de fondos 13
Tabla 4: PBI del Perú (Variación porcentual) 14
Tabla 5: PBI (US$ a precios actuales) – Perú 15
Tabla 6: Crecimiento del PIB per cápita (% anual) 18
Tabla 7: PBI (US$ a precios actuales) - United States 19
Tabla 8: Tipos de inversión en los fondos 20
Tabla 9: Rentabilidad acumulada del SPP por tipo de fondo periodo 2011-2020(%) 26
Tabla 10: Tasa promedio compuesta de los tipos de fondo, periodo 2011-2020 (%) 27
Tabla 11: Rentabilidad anualizada del SPP por tipo de fondo, periodo 2011-2020 (%) 28
Tabla 12: Rentabilidad del SPP periodo 2011-2020 (%) 28
Tabla 13: Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 1 (%) 30
Tabla 14: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 1, periodo 2011-2020(%) 30
Tabla 15: Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 2 (%) 31
Tabla 16: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 2, periodo 2011-2020 (%) 32
Tabla 17: Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 3 (%) 33
Tabla 18: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 3, periodo 2011-2020 (%) 33
Tabla 19: Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 0 (%) 34
Tabla 20: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 0, periodo 2011-2020 (%) 35
Tabla 21: Promedio de los fondos (1-2-3-0) de las AFP del Perú periodo 2011-2020 (%) 35
Tabla 22: Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 1 por AFP (%) 36
Tabla 23: Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 2 por AFP (%) 36
Tabla 24: Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 3 por AFP (%) 37
Tabla 25: Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 0 por AFP (%) 37
Tabla 26: Resumen de las inversiones del SPP en el periodo 2011-2020 40

Tabla 27: Inversión del SPP periodo 2011-2020(%) 42
Tabla 28: Instrumentos de inversión del SPP, según entes emisores 43
Tabla 29: Tabla resumen de ingresos y egresos del SPP, periodo 2011-2020(En miles de soles) 44
Tabla 30: Valor cuota promedio -mayo (tabla resumen) 46
Tabla 31: Índice de precios del consumidor periodo 2011-2020 47
Tabla 32: IPC mes de mayo 2017-2020 48
Tabla 33: Rentabilidad real y nominal 48

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Distribución en porcentaje por instrumentos de inversión 13
Gráfico 2: PBI del Perú (Variación porcentual) 14
Gráfico 3: PBI (US$ a precios actuales) – Perú..... 15
Gráfico 4: Crecimiento del PIB per cápita (% anual) 18
Gráfico 5: PBI (US$ a precios actuales) - United States 19
Gráfico 6: Rentabilidad acumulada del SPP por tipo de fondo periodo 2011-2020... 27
Gráfico 7: Rentabilidad anualizada de las AFP del Perú periodo 2011-2020 (%) 29
Gráfico 8: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 1, periodo 2011-2020 (%) 31
Gráfico 9: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 2, periodo 2011-2020(%) 32
Gráfico 10: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 3, periodo 2011-2020 (%) 34
Gráfico 11: Rentabilidad Anualizada fondo tipo 0, periodo 2011-2020 (%) 35
Gráfico 12: Inversión del SPP periodo 2011-2020(%)..... 42
Gráfico 13: Proporción de jubilados que seleccionan cada tipo de jubilación 44
Gráfico 14: Ingresos y egresos del SPP, periodo 2011-2020 (En miles de soles)..... 45
Gráfico 15: IPC..... 47

Índice de anexos

Anexo 1: Rentabilidad Acumulada del SPP del periodo 2011-2021(%) 58
Anexo 2: Inversiones del SPP, periodo 2011-2020..... 59
Anexo 3: Ingresos y Egresos del SPP, periodo 2011-2020(En miles de soles) 60
Anexo 4: Valor cuota año 2019-mes de mayo 61
Anexo 5: Valor cuota año 2020, mes de mayo..... 62

Resumen

La presente tesis de investigación tiene como objetivo principal determinar la rentabilidad que obtuvieron las Administradoras de Fondos de pensiones (AFP) en los fondos de pensiones de sus afiliados en el Perú durante el periodo 2011-2020, la metodología que se utilizó según su enfoque es de tipo cuantitativo y el diseño fue de tipo descriptivo no experimental, haciendo uso de fuentes secundarias para recopilar la información histórica del periodo mencionado, dando como resultado en el análisis realizado que la rentabilidad acumulada con mayor valor lo obtuvo el fondo tipo 1 con 92.42% y 45.31% de rentabilidad nominal y real respectivamente y su tasa promedio compuesta fue de 6.76% y 3.81% de rentabilidad nominal y real respectivamente, también el Sistema Privado de Pensiones obtuvo una rentabilidad nominal promedio de 5.28% y rentabilidad real promedio de 2.40%, significando que las rentabilidades han ido en aumento en el largo plazo, pese a las crisis económicas suscitadas en el periodo. La AFP Habitat fue la empresa que generó mayor rentabilidad en los fondos 1,2,3 y 0 con rentabilidad real acumulada de 56.25%, 59.18%, 44.08% y 10.15% respectivamente. Además, los instrumentos más utilizados por las AFP a nivel Local fueron: Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP, Bonos del Gobierno Central, Certificados y Depósitos a Plazo, Bonos, Acciones y Valores representativos sobre Acciones, Bonos de Empresas no Financieras, Fondo de Inversión Tradicional, Fondo de Inversión Alternativo; y a nivel exterior fueron: Títulos de Deuda, Bonos Corporativos, Fondos Mutuos Alternativos del Extranjero y Fondos Mutuos del Extranjero. Finalmente se aplicó la metodología del autor Jorge Rojas para determinar las rentabilidades nominal y real en cualquier año o periodo de análisis.

Palabras clave: Rentabilidad nominal, Rentabilidad real, Administradoras de fondos de pensiones, tipos de fondo, Sistema Privado de Pensiones.

Abstract

The investigation of thesis has how objective main define the profitability that got the pension fund administrators (AFP) in the pension funds of their affiliates in the Perú since the period 2011-2020, The methodology that was used depending your focusing was of type quantitative and the design was type descriptive not experimental, doing uses of sources secondary to collect the historical information from period mentioned, giving how result in the analysis performed that the accumulated profitableness with the highest value was obtained by the type 1 fund with 92.42% and 45.31% of nominal profitableness and real profitableness, respectively, and its average compound rate was 6.76% and 3.81% of nominal profitableness and real profitableness, respectively, also the private pension system got one nominal profitableness average of 5.28% and real profitableness average of 2.40%, meaning that profitablenesses have gone increasing in the long term despite the economic crises raised in the period. The company Habitat was that generated higher profitability in the funds 1,2,3 and 0 with one real profitableness accumulated of 56.25%, 59.18%, 44.08% y 10.15% respectively. Also, the most used instruments by the AFP were: Certificates and Term Deposits of the BCRP, Central Government Bonds, Certificates and Term Deposits, Bonds, Shares and Representative Securities over Shares, Non-Financial Company Bonds, Traditional Investment Fund, Alternative Investment Fund, Debt Securities, Corporate Bonds, Foreign Alternative Mutual Funds, Foreign Mutual Funds. Finally applied the methodology from author Jorge Rojas to define the profitablenesses real and nominal in any year or Analysis period.

Keywords: nominal profitableness, Real profitableness, Pension fund administrators, types of funds, Private Pension System.

INTRODUCCIÓN

El Sistema Privado de Pensiones en el Perú (SPP) surgió el 6 de diciembre del año 1992 con la finalidad de brindar una pensión digna para sus afiliados y asegurar su vejez con una máxima rentabilidad de sus aportes. Desde que se aperturó este sistema, hay un tema que ha cobrado importancia a lo largo de los años entre las AFP y los afiliados, y se trata sobre la rentabilidad en los fondos de pensiones que generan las AFP a sus afiliados, al tratar este tema se analizó que existen factores exógenos que influyen directamente en la rentabilidad de los fondos de pensiones como es el caso de las crisis económicas e inconvenientes en la gestión de empresas y entidades que trabajan con las AFP.

Según fuentes de información existen 2,500 entidades públicas aproximadamente, entre ellas tenemos: entidades del gobierno nacional, regional y local, que no han realizado los depósitos de S/ 12,912 millones por concepto de AFP a sus colaboradores, sin embargo, realizaron el descuento del 10% de sus sueldos. Los cuales dichos aportes no han sido depositados a la Cuenta Individual de Capitalización (CIC). Lo que significa que 447,974 afiliados al Sistema Privado de Pensiones (SPP) corren el riesgo de no contar con una pensión en la edad de jubilación según lo manifestó la presidenta de la Asociación de AFP. (Prialé, 2020), y el hecho de que las entidades públicas tengan una deuda con las AFP se estaría atentando con la pensión futura del afiliado ya que los aportes estarían en desventaja para generar la rentabilidad deseada que ofrecen las AFP, siendo la finalidad de toda AFP generar mayores rentabilidades en los fondos de pensiones de los afiliados.

La falta de conocimiento financiero, así como de otros aspectos, hace que los peruanos no tengan claro a qué AFP afiliarse y cuál de ellas le puede ofrecer la mayor rentabilidad sobre sus aportaciones, así como a elegir el tipo de fondo, la modalidad y acerca del pago de comisiones, cómo se manifiesta en lo siguiente: según la encuesta IPSOS y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, en el Perú más del 95% de la población no cuenta con conocimientos financieros, además manifestó que el 32% de los afiliados no conocen a qué tipo de fondo de pensión pertenecen (0,1,2, y 3); como también cuál es esquema de comisión que les cobran, si es de comisión sobre el flujo o comisión mixta y tampoco saben cuál es el porcentaje de comisión que pagan a su AFP y finalmente el 76% de la población cree que debe aportar un número mínimo de años para recibir una pensión. (RPP, 2018)

De lo descrito con anterioridad y teniendo en cuenta los últimos acontecimientos acerca de la importancia de la rentabilidad que se genera en los fondos de pensiones de cada afiliado, nuestro trabajo de investigación se centró en analizar la rentabilidad de los fondos de pensiones que brindan las AFP del Perú, además, se enfocó en dar a conocer cuál de las AFP brindó la mayor rentabilidad en el periodo 2011-2020. Nuestra variable de estudio fue la rentabilidad, que viene a ser el rendimiento que se obtienen de las inversiones realizadas por las AFP con el dinero de los fondos.

El presente trabajo de investigación está estructurado en cuatro capítulos; en el capítulo 1 se trató sobre el objeto de estudio, su contextualización, caracterización y las manifestaciones del problema de investigación; en el capítulo 2 se desarrolló el marco teórico, soporte de nuestra investigación el cual sirvió para la elaboración y comprensión de nuestra variable de estudio, además, en este capítulo hablamos sobre los fondos de pensiones, el Sistema Privado de Pensiones (SPP), los cambios de la economía nacional e internacional, los Instrumentos de inversión que utilizan las AFP y la rentabilidad; en el capítulo 3 se explicó la metodología desarrollada en la investigación dando a conocer el diseño de investigación, la población, las muestra, las fuentes y las técnicas de recolección; en el capítulo 4 se detallaron los resultados de la investigación, para finalmente arribar a las conclusiones y recomendaciones.

Capítulo 1: El Objeto De Estudio

1.1 Contextualización del objeto de estudio

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) está integrado por las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFP) siendo éstas las encargadas de administrar los fondos de pensiones de los afiliados, quienes una vez iniciada su vida laboral y a lo largo de ella deben aportar una parte de su remuneración mensual a una cuenta de ahorro previsional denominada Cuenta Individual de Capitalización (CIC), con el fin de construir un fondo que les permita asegurar su vejez con una pensión digna y rentable al momento de jubilarse.

Según datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), el Sistema Privado de Pensiones (SPP) desde sus inicios en 1993 contó con 626,401 afiliados cuya administración fue repartida en ocho AFP (Integra, Profuturo, Horizonte, Unión, Nueva Vida, El Roble, Providencia y Megafondo), esta cantidad de afiliados fue en aumento a lo largo de los años. Actualmente en el Perú están en funcionamiento cuatro empresas AFP (Hábitat, Profuturo, Integra y Prima), quienes se encargan de la administración y de las oportunidades para generar la mayor rentabilidad en los fondos de pensiones, y para el año 2020 se sumó un total de 7,780,721 afiliados. (AAFP, 2020)

Existen entidades públicas (entre entidades del gobierno nacional, regional y local) que han descontado según la ley N° 25897 el 10% de los sueldos mensuales de sus empleados, pero que dicho porcentaje no fue depositado en la Cuenta Individual de Capitalización (CIC) de cada afiliado, poniendo en riesgo su pensión futura, este tema de la administración de los fondos de pensiones es de preocupación para los afiliados que buscan obtener al momento de jubilarse la mayor rentabilidad de sus fondos. (Prialé, 2020)

Por otra parte, el Congreso aprobó un nuevo retiro de las AFP donde los afiliados (tanto aportantes como no aportantes) podrían disponer hasta 4 UIT, que equivalen a S/17,600 de sus aportes. Esta medida que tuvo un impacto importante en el mercado de capitales y a nivel de fundamentos macro. Lo que ocasionó que se vendan los bonos soberanos las empresas encargadas (AFP) para obtener mayor liquidez. La venta de bonos soberanos reduciría su precio y elevaría la tasa de interés exigida. De esta manera, se encarecería aún más el financiamiento del Estado en un contexto internacional de alza de tasas. Se estima que de los S/ 33,000 millones de retiros realizados durante el 2020, alrededor del 30% habría sido financiado con la venta de bonos del Gobierno. (Soria, 2021)

Pero, con respecto a la rentabilidad de los fondos de pensiones a pesar de que hubo disminución de la rentabilidad debido al impacto del Covid-19, los fondos de las cuatro AFP a fines de año mostraron que el 2020 cerró en azul, en donde el Fondo 0 presentó una rentabilidad de 3.02%, el Fondo 1 obtuvo 9.32%, el Fondo 2 ganó el 10.52% y el Fondo 3 en aumentó a 6.54%. (Gestión, 2021)

1.2 Características y manifestaciones del problema de investigación

La investigación se realizó para determinar la rentabilidad que obtuvieron las AFP en los fondos de pensiones de sus afiliados en el Perú durante el periodo 2011-2020. Siendo esta investigación de beneficio para la sociedad, ya que se trata de un factor esencial para que el fondo de pensión sea rentable en el futuro y se incremente el saldo de la cuenta individual de capitalización (CIC). Por lo consiguiente, esto ayudará como voz de alerta para que no se cometan injusticias con los trabajadores, y les permita a los afiliados a estar informados para que puedan tomar mejores decisiones respecto a la elección a qué AFP pertenecer y a qué tipo de fondo.

La información de la investigación se obtuvo de fuentes secundarias mediante recopilación histórica de datos como: la página web de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), las empresas AFP (Hábitat, Profuturo, Integra y Prima), la Asociación de AFP (AAFP) e información de la evolución de la rentabilidad de los fondos de pensiones de los afiliados durante el periodo 2011-2020.

Las AFP han sido tema de estudio en diferentes investigaciones con respecto a la realidad que afronta cada país en sus diferentes perspectivas y críticas, donde uno de los temas más cuestionados a tratar ha sido sobre la rentabilidad que generan los fondos de pensiones de los afiliados, del Sistema Privado de Pensiones, debido a que en muchas oportunidades se ha percibido bajas rentabilidades en los fondos de pensiones. Esto nos llevó a investigar la rentabilidad de los fondos de pensiones de los afiliados de las AFP que obtuvieron durante el periodo 2011-2020. Se recopilaron las siguientes investigaciones nacionales e internaciones:

El primer artículo titulado “El sistema privado de pensiones y su papel en la economía peruana”, habla sobre la importancia de una rentabilidad adecuada en el SPP , también nos explica brevemente desde diferentes puntos de vista algunos de temas a discutir del sistema de pensiones y características esenciales como rentabilidad, creación, crecimiento del SPP peruano, también nos da conocer las características principales del SPP peruano como: las

comisiones y su baja rentabilidad, en el cual tuvo como objetivo principal demostrar que tanto afiliados como jubilados no están satisfechos con la tasa de retorno que reciben por sus aportes en su cuenta individual de capitalización (Rojas, 2003)

El trabajo de investigación "Evaluación de la eficiencia financiera de las restricciones a la inversión de los fondos de las AFP", tuvo como finalidad demostrar que a mayor flexibilidad en los límites de inversión mejor es la rentabilidad, ya que las AFP manejan una rentabilidad ajustada por el riesgo. Por otro lado, autor nos menciona una metodología para estudiar la eficiencia financiera de acuerdo con los límites de inversión reglamentado por la Ley N° 25897 del SPP, cabe mencionar que solo se hizo estudio de tres temas como inversiones en activos: de renta fija, variable y del exterior. Estos escenarios de estudios dieron como resultado que los límites de inversión impuesto por el SPP no ayudan a que las AFP puedan invertir de una manera adecuada y por lo tanto no pueden tener las mejores rentabilidades. (Guardia & Ibañez, 2013)

La investigación titulada "Desempeño de las administradoras de fondos de pensiones y mecanismo de selección basado en la probabilidad de pérdida" Tiene como tema de estudio la gestión del portafolio de las inversiones durante el periodo de mes marzo del 2002 y mayo 2013, empleando una metodología basada en la probabilidad de pérdida del afiliado, la metodología incluye el efecto de desempeño su portafolio durante el periodo mencionado, teniendo en cuenta como proyección la edad a jubilarse del afiliado. (Ames, 2014)

Otro de los estudios es la "Estimación de la frontera eficiente para las AFP y evaluación de los multifondos: 2007-2012" su investigación fundamental fue analizar de qué manera influyen las regulaciones y las gestiones en las rentabilidades de los cuatro fondos de pensiones (0,1,2 y 3) del SPP, teniendo en cuenta la teoría de portafolio de Markowitz, usada en el portafolio histórico de los fondos de pensiones de las AFP durante el periodo 2007 y 2012. (Estrada, 2015)

En el artículo "Cálculo de pensiones de jubilación en el Sistema Privado de Pensiones: destapando la caja negra (2016)". El autor menciona y explica los elementos principales para entender cómo hacer el cálculo de una pensión del Sistema Privado de Pensiones, ya que muchas veces los medios de información nos dejan la impresión de que hacer el cálculo de la pensión que vas a recibir a futuro, es un tema muy complicado o difícil de entender. (Bertolotto, 2016)

1.3 Evidencias en el mundo

En el artículo “Fondos de pensiones: riesgo y rentabilidad; un análisis al caso chileno” Analizó la rentabilidad y riesgo que tienen que asumir los afiliados chilenos, esta investigación concluyó que hay afiliados que optan por un mayor riesgo, pero siempre y cuando obtengan una mayor rentabilidad en sus fondos, y, otros afiliados prefieren tener menos rentabilidad en sus fondos a futuro pero que esta sea segura ya que estos afiliados tienen mayor aversión al riesgo, también se recomendó crear o implementar multifondos teniendo como perfil riesgo y rentabilidad para que cada afiliado pueda elegir de acuerdo a sus preferencias. (Díaz & Higuera, 2004)

En el artículo “Selección entre multifondos de jubilación. Una nueva metodología y un caso de estudio” Implementó una herramienta que puede recopilar los datos más importantes de los afiliados de las AFP Chilenas de acuerdo a su historial, con la finalidad hacer un modelo de acuerdo a sus características de cada afiliado, y así poder recomendar a qué tipo de fondo se pueden afiliar. Se mencionó en los resultados que aplicar dicha herramienta es muy sencillo y recomendable, ya que puede predecir las preferencias de cada afiliado de una manera razonable y eficaz. (Zúniga, Chebair, & Tapia, 2013)

Otro artículo titulado “Efecto sobre la rentabilidad que tiene para el afiliado la comisión cobrada por las administradoras de fondos de pensiones” expuso los resultados obtenidos al comparar las comisiones que cobra cada AFP, donde se concluyó que las comisiones no tienen mayor influencia en la rentabilidad de los fondos, dado que estas sufren alzas y bajas por variables internas de cada AFP, cabe destacar que primero se efectuaron las rentabilidades de los fondos de cada AFP para luego hacer la comparación de comisiones que están cobran, y que cada afiliado es libre de elegir a que fondo pertenecer, y, (Medina, Gallegos, Vivallo, Cea, & Alarcón, 2013)

Lara, López, & Morgado (2016) en su documento de investigación “Fondos de Pensiones: ¿Existe un líder en rentabilidad?” realizaron un análisis de rentabilidad de los fondos de pensiones de las AFP en funcionamiento del periodo 1981-2015, e indagar cuales son los problemas de elección de un afiliado hacia una AFP. Este análisis dio como resultado que las AFP en curso no mostraron mucha diferencia respecto a sus rentabilidades, eso quiere decir que no había un líder en dicho periodo de estudio. Otro resultado fue que las AFP que cobraban mayores comisiones no garantizaban mayores rentabilidades, por lo tanto, se sugirió

que los afiliados eligieran una AFP que cobre menores comisiones ya que no había mucha diferencia en la rentabilidad respecto a las AFP que cobraban mayores comisiones.

Araya & Rojas (2019) en su artículo "Eficiencia técnica de las AFP chilenas "se realizó principalmente un análisis comparativo de la eficiencia de cada AFP chilena del 2011-2017, utilizando la técnica no paramétrica Análisis Envolvente de Datos (DEA), el estudio concluyó que la eficiencia promedio del periodo de estudio fue de 68% y que la AFP más eficiente fue la empresa Modelo.

Teniendo en cuenta que la rentabilidad se relaciona con la calidad de las pensiones, Paredes (2012) en su artículo "Las Pensiones de Vejez que genera el Sistema de AFP en Chile: Estimaciones de tasas de remplazo" tuvo como propósito evaluar la calidad de pensiones midiendo la tasa de reemplazo, concluyendo que en dicha tasa influyen factores como: periodos de desempleo, edad de jubilación, tasas de jubilación, etc.

Así mismo Doménech (2004) en su documento de trabajo "Pensiones, bienestar y crecimiento económico" analizó los sistemas de capitalización y de reparto, y como estos sistemas influyen sobre el bienestar social, del mismo modo se analizó la rentabilidad de cada sistema y que factores podían influir en dicha variable, finamente concluyó que para garantizar el bienestar social es mejor tener una gestión de sostenibilidad y eficiencia en ambos sistemas.

Además, investigaciones han concluido que son las AFP las que presentan mayor rentabilidad, como lo da a conocer el artículo "Industria de AFP chilena: ¿Cuánto gana y cuánto debería ganar?", Esta investigación señaló que las ganancias de las AFP han sido demasiado excesivas, por tal motivo el trabajo de investigación tuvo como objetivo estudiar si las rentabilidades que obtienen las AFP son justas o de equilibrio durante el período 2006-2015. Los resultados mostraron que la rentabilidad sobre patrimonio promedio fue 4,8 veces la rentabilidad justa y que durante el periodo de estudio fue de 5,29% lo cual fue una ganancia excesiva de las AFP. (López, 2016)

Capítulo 2: Marco teórico

2.1 Fondos de Pensión

Los fondos de pensión son ahorros a largo plazo que se efectúa durante la vida laboral de cada persona que labora ya sea como trabajador dependiente o independiente. Este ahorro consiste en brindar pagos mensuales después de que el afiliado a una AFP se haya jubilado al cumplir los años y la edad que estableció el estado. (Finandina, 2019). Estos fondos cumplen dos (02) roles fundamentales (BCRP, 2020):

i) Reducen el riesgo a sufrir de pobreza en la etapa de la vejez a través del financiamiento de las pensiones de los afiliados a las AFP.

ii) Favorecen el desarrollo del mercado de capitales, el crecimiento económico y el financiamiento de las inversiones, ya que son fuentes de ahorro a largo plazo.

2.2 Sistema de pensiones en Latinoamérica

Según Arenas (2019) cuidar del bienestar de las personas mayores se convirtió en una de las principales luchas para mejorar los sistemas de pensiones en América Latina, existiendo aproximadamente 50 millones de personas con edad de más de 65 años y se estima que para el 2065 la cantidad será cerca de 200 millones de personas. Además, el crecimiento económico es débil desde el año 2011 donde el PIB se situó por debajo de las cifras de la primera década del presente siglo. Y en el 2019 se proyectó que el crecimiento potencial del PIB será menor de lo esperado.

En los países de América Latina, las diferentes reformas estructurales han presentado la característica principal de introducir la capitalización individual, de tal manera se logre transformar el diseño institucional del sistema de pensiones (Arenas, 2019). Además, el autor hace referencia como reformas estructurales a todas aquellas reformas que permitieron crear un renovado sistema de pensiones y que han sido una de las muchas políticas sociales más importantes de los últimos años. Estas reformas estructurales se pueden apreciar en la tabla 1.

Tabla 1:

América Latina: Reformas estructurales de los sistemas de pensiones, 1981-2017

País	Año	Modelo
Chile	1981 y 2008	Sustitutivo (1981) e Integrado (2008)
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1997 y 2010	Sustitutivo (1997) y Sustitutivo estatizado (2010)
México	1997	Sustitutivo
El Salvador	1998	Sustitutivo
República Dominicana	2003	Sustitutivo
Perú	1993	Paralelo
Colombia	1994	Paralelo
Argentina	1994 y 2008	Paralelo integrado (1994) y de Reparto (2008)
Uruguay	1996	Mixto
Costa Rica	2001	Mixto
Panamá	2008	Mixto

Fuente: CEPAL

2.3 Sistema privado de pensiones (SPP) en el Perú

2.3.1 Historia

Según el Decreto Ley N°25897 el Sistema Privado de Pensiones (SPP) fue creado en diciembre de 1992 durante el gobierno de Alberto Fujimori, este sistema está conformado por las empresas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y la entidad reguladora de estas empresas es la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

En el año 1992 se incorpora el Sistema Privado de Pensiones a la Oficina de Normalización Previsional (ONP) con la finalidad de incrementar la cobertura de pensiones en nuestro país (Perú), teniendo como modelo al sistema chileno quien lo llevo a cabo desde el año 1981. Gracias a este nuevo sistema de capitalización individual de los fondos, la pensión del afiliado iba a relacionarse directamente con los aportes realizados en las cuentas más la rentabilidad que se iba a generar en el tiempo que permaneció afiliado. Además, en junio del año 1993, aperturaron actividades ocho empresas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) las cuales fueron: Horizonte, Profuturo, Integra, Unión, Unión Vida, Providencia, El Roble, y Megafondo. Creándose también la Asociación de AFP. (Valdiviezo, 2017)

Gracias a las recomendaciones del Banco Mundial (BM), el modelo chileno logró expandirse en diferentes países latinoamericanos, en el año 1994 esta institución recomendaría a los países disminuir sus pensiones públicas para poder reemplazarlas por cuentas privadas de ahorro previsional. De esta manera, el Banco Mundial, economistas chilenos y la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional fueron quienes ayudaron y persuadieron a muchos países a optar por el modelo privado de pensiones. (Naczyk & Domonkos, 2016)

2.3.2 Definición

El Sistema Privado de Pensiones (SPP), es un régimen de ahorro previsional obligatorio para los colaboradores dependientes que se basa en cuentas individuales en donde se aporta el 10% sobre las remuneraciones mensuales. Las empresas AFP son las que administran las Cuentas Individuales de Capitalización (CIC) de los afiliados al SPP y, además, por este servicio cobran una comisión de administración. (Cruz, Seminario, Leiva, Moreno, & Zegarra, 2018)

2.3.3 Contribuciones al SPP

Las contribuciones al SPP son obligatorias para todos los afiliados que trabajan como dependientes, tienen que realizar depósitos periódicos, es decir cada mes, teniendo como objetivo acumular recursos para financiar las pensiones de su jubilación. 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 de rentabilidad permitirán que los afiliados tengan mejores pensiones al momento de su jubilación, según (Morrón & Carranza, 2003) y estas contribuciones tienen 3 componentes: los aportes a los fondos de pensiones, la prima de seguros y las comisiones por administración. En la tabla 2 se puede apreciar las comisiones y primas de seguro del Sistema Privado de Pensiones.

Tabla 2:

Comisiones y primas de seguro del SPP

Al mes de devengue 2020-12 1/						
AFP	COMISIÓN FIJA 2/	COMISIÓN SOBRE FLUJO (% Remuneración Bruta Mensual)	COMISIÓN MIXTA 5/		PRIMA DE SEGUROS (% Remuneración Bruta Mensual) 4/	APORTE OBLIGATORIO AL FONDO DE PENSIONES (% Remuneración Bruta Mensual)
			COMISIÓN SOBRE FLUJO (% Remuneración Bruta Mensual)	COMISIÓN ANUAL SOBRE SALDO 3/		
HABITAT		1.47%	0.38%	1.25%	1.35%	10.00%
INTEGRA		1.55%	0.00%	0.82%	1.35%	10.00%
PRIMA		1.60%	0.18%	1.25%	1.35%	10.00%
PROFUTURO		1.69%	0.67%	1.20%	1.35%	10.00%

Fuente: SBS *(2020)*

Nota de tabla:

1/ Las comisiones sobre la remuneración y las primas que se retienen corresponden a un determinado mes y se deben pagar dentro de los 5 primeros días útiles del mes siguiente.

2/ En enero de 1997 se eliminó el cobro de las Comisiones Fijas.

3/ La Comisión sobre Saldo es aplicada sólo al saldo acumulado por el afiliado desde su primer mes de devengue bajo la Comisión Mixta.
4/ La Remuneración Bruta Mensual es el porcentaje que se descuenta sobre la Remuneración Bruta hasta el límite que se determinó por el Reglamento de la Ley del Sistema Privado de Pensiones (SPP), (Remuneración Máxima Asegurable descrita en el Art. 67° del Título VII del Compendio de Normas reglamentarias del SPP).
5/La comisión mixta se empezó a cobrar a partir de febrero del año 2013, como parte de la implementación de la Ley de la Reforma del SPP (Ley N°29903).
6/ Con el Decreto de Urgencia N°033-2020 se suspendió excepcionalmente el pago de aportes obligatorios y el cobro de comisiones sobre la remuneración del devengue del mes de abril del 2020.

2.4 Administradoras de fondo de pensiones (AFP)

Las AFP son empresas que realizan la administración del dinero de los fondos de pensiones de los afiliados, con la finalidad de generar ganancias para beneficiarlos en el futuro financiando su pensión al momento de jubilarse. (Habitat, 2020).

Otra definición es que estas empresas AFP, son Sociedades Anónimas que tienen la finalidad de administrar los fondos de pensiones de sus afiliados, además, otorgar y administrar los beneficios y las prestaciones que se establecieron por ley, como, por ejemplo: actualizar a diario las Cuentas Individuales de Capitalización (CIC) de los afiliados, de realizar la inversión de los recursos de los fondos, recaudar las cotizaciones previsionales y otorgar las pensiones a los beneficiarios. (Díaz & Higuera, 2004)

La industria de las AFP en Perú está conformada por cuatro empresas administradoras de fondo de pensiones: AFP Hábitat, Profuturo, AFP Integra y Prima AFP, quienes aprovechan las oportunidades de rentabilidad y se defienden ante riesgos económicos. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) nos dio a conocer que, a marzo del 2020, estas empresas AFP lograron administrar el dinero y la respectiva rentabilidad de 7 millones 517 mil 100 afiliados. Fondos que ascendieron a más de S/149.650 millones. (Rodríguez, 2020).

2.4.1 Tipos de fondos o Multifondos

Los tipos de fondo son alternativas que se presentan a los afiliados para poder invertir, Estos han sido elaborados teniendo en cuenta factores como la edad y grado de tolerancia al riesgo. (SBS, 2020).

Los afiliados tienen la opción de elegir a que AFP pertenecer y el tipo de fondo que más les conviene en cuanto a rentabilidad. En nuestro país existen 4 tipos de fondo de pensión (Habitat, 2020):

- **Fondo 0 – Protección de capital**

Este fondo es obligatorio para aquellos afiliados que cumplen 65 años de edad. También se puede elegir a partir de los 60 años. Es el tipo de fondo necesario para evitar obtener rentabilidades negativas en el corto plazo. Es el fondo más estable que no presenta muchas variaciones y su objetivo es proteger el dinero y la rentabilidad acumulada de los afiliados al largo plazo producto de sus aportes.

- **Fondo 1 – Preservación de capital**

Fondo que es obligatorio para los afiliados de 60 años, es un fondo para aquellos que se encuentran a pocos años para recibir su jubilación. En caso el afiliado quiera cambiarse al tipo de Fondo 2 lo podrá hacer mediante la entrega de una carta firmada a la AFP que pertenece, el Fondo 1 tiene como objetivo lograr la estabilidad de los capitales de sus afiliados y de las ganancias acumuladas. Además, presenta un nivel de riesgo bajo.

- **Fondo 2 – Fondo mixto**

Es el tipo de fondo para quienes se encuentran laborando en la mitad de su vida, al tener muchos años por delante podrá hacer crecer su fondo de pensión y por ende su rentabilidad, este tipo de fondo presenta un riesgo moderado que además aporta ganancias en el mediano plazo.

- **Fondo 3 – Fondo de apreciación de capital**

Este tipo de fondo es recomendado a personas que se encuentran lejos de la etapa de jubilación y orientado a realizar inversiones de mayor riesgo, con mayor potencial de apreciación en el largo plazo.

Además, es importante conocer qué factores intervienen para la elección del tipo de fondo más conveniente para los afiliados. Según la SBS estos factores son: la edad, el tipo de afiliado (sea pasivo o activo), el nivel de riesgo de las inversiones que eligen, las circunstancias personales (el número de hijos, el estado conyugal, las condiciones de salud, etc.) y el riesgo de oportunidad. Se puede apreciar en la tabla 3 el cuadro resumen de los tipos de fondo y el gráfico 1 la distribución de porcentajes por instrumentos de inversión.

Tabla 3:

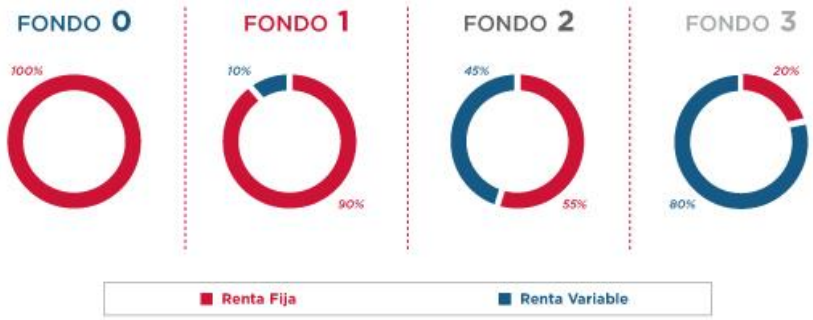
Cuadro resumen de los tipos de fondos

FONDO	Perfil del Afiliado	Tipo de Inversión	Recomendado
Tipo 0 (Protección de capital)	Conservador	100% renta fija	Afiliados con 65 años cumplidos o próximos a pensionarse.
Tipo 1 (Preservación de capital)	Conservador	90% renta fija 10% renta variable	Afiliados de 60 años o próximos a pensionarse.
Tipo 2 (Balanceado o mixto)	Balanceado	55% renta fija 45% renta variable	Afiliados entre 45 y 60 años.
Tipo 3 (Apreciación de capital)	Crecimiento	20% renta fija 80% renta variable	Afiliados hasta los 45 años.

Fuente: SBS (2020)

Gráfico 1:

Distribución en porcentaje por instrumentos de inversión



Fuente: HABITAT (2020)

2.5 Sucesos en la economía nacional e internacional

2.5.1 Nacionales

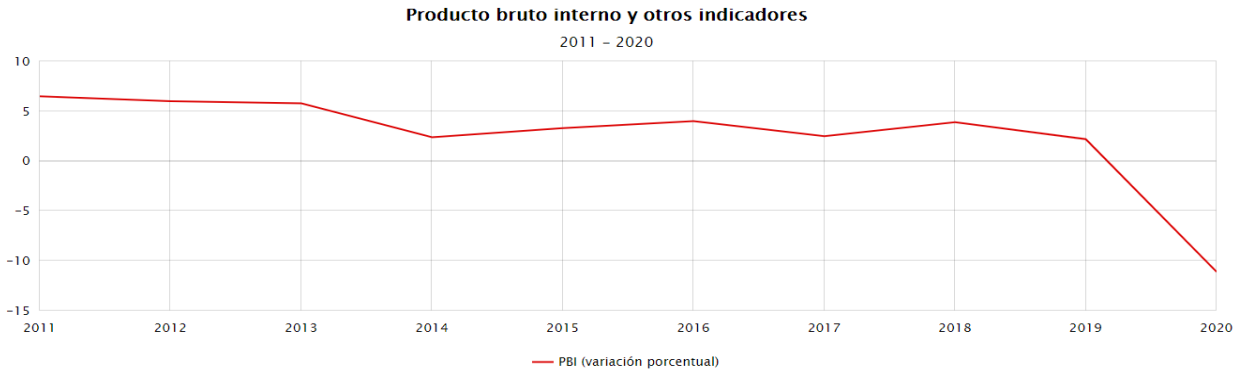
Según el Banco Mundial, entre los años 2003 y 2013, el Perú a nivel de América Latina fue uno de los países con un crecimiento acelerado con respecto al PBI, presentando una tasa de crecimiento en promedio de 6.1% anual. Esto fue posible gracias a las Políticas macroeconómicas y a las reformas estructurales adaptadas por dicho país, logrando tener una economía en crecimiento y mantener una baja inflación. (Banco Mundial, 2020)

Sin embargo, entre los años 2014 y 2019, el PBI mostro una tasa promedio de 3.1% anual, representando un crecimiento más lento respecto a años anteriores, esto fue ocasionado por la caída de los precios de las materias primas a nivel internacional, entre ellas el precio del cobre, siendo uno de los productos de mayor exportación del Perú. Siendo las consecuencias: desaceleración del consumo, disminución temporal de la inversión privada y menor recaudación fiscal. Para disminuir el impacto de estos inconvenientes externos acerca del PBI, se presentaron dos factores, que permitieron que la economía vuelva a tener un crecimiento positivo.

El primer factor fue un mejor manejo de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias. Esto generó que Perú pueda defenderse ante la caída de la recaudación fiscal, además, obtener las reservas necesarias a nivel internacional para un ajuste ordenado de la tasa de cambio. El segundo factor fue la mejora de los proyectos puestos en marcha y el aumento de la producción minera, en años anteriores iban mejorando, permitiendo incrementar las exportaciones y así contrarrestar la desaceleración de la demanda interna. (Banco Mundial, 2020)

Gráfico 2:

PBI del Perú (Variación porcentual)



Fuente: BCR (2020)

En la tabla 4 se muestra la variación porcentual del PBI del Perú durante el periodo 2011-2020:

Tabla 4:

PBI del Perú (Variación porcentual)

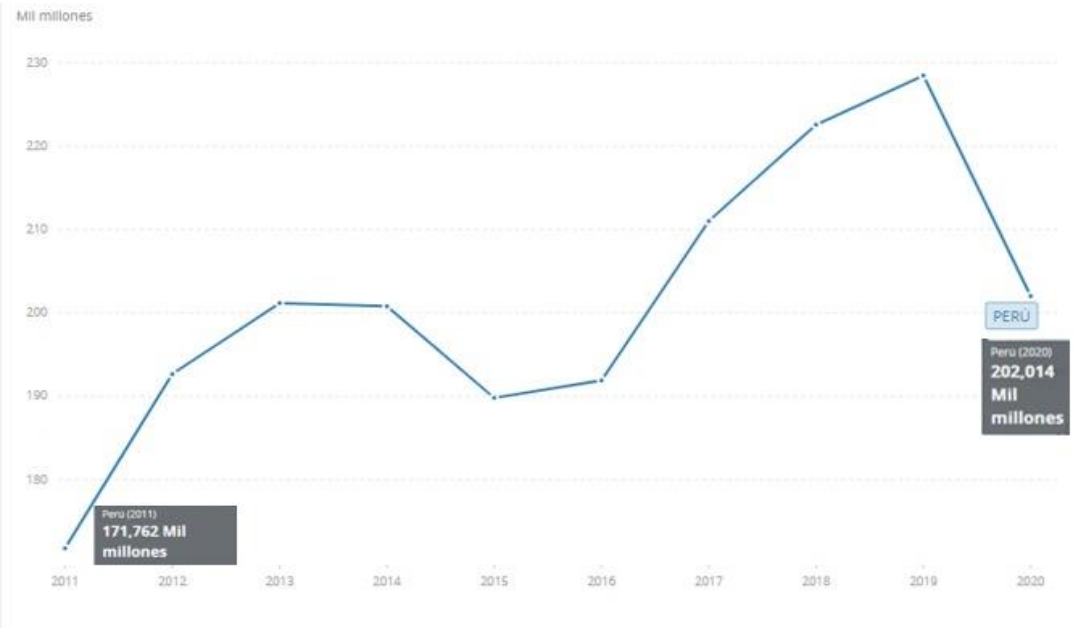
Año	Producto bruto interno y otros indicadores - PBI (variación porcentual)
2011	6,5
2012	6,0
2013	5,8
2014	2,4
2015	3,3
2016	4,0
2017	2,5
2018	3,9
2019	2,2
2020	-11,1

Fuente: BCR (2020)

El gráfico 3 muestra el comportamiento del PBI del Perú en dólares (US$) durante el periodo 2011-2020:

Gráfico 3:

PIB (US$ a precios actuales) - Perú



Fuente: Banco Mundial (2020)

En la tabla 5 se muestra el PBI del Perú en US$ a precios actuales durante el periodo 2011-2020:

Tabla 5:

PIB (US$ a precios actuales) - Perú

Año	Mil millones US$
2011	171,162
2012	192,649
2013	201,175
2014	200,789
2015	189,805
2016	191,896
2017	211,007
2018	222,575
2019	228,471
2020	202,014

Fuente: Banco Mundial (2020)

2.5.2 Internacionales

- **Caída de los fondos de pensiones en el 2011 a raíz de la crisis financiera global del año 2008 y la crisis europea del 2010.**

La Crisis Financiera a nivel mundial del año 2008 se dio de manera directa debido a la caída de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos, este acontecimiento tuvo secuelas en la economía mundial en los posteriores años, siendo una de sus consecuencias la crisis europea que se suscitó a inicios de mayo del 2010, que fue ocasionada por el bajo crecimiento del PBI, menor competitividad, bajas oportunidades en el mercado de trabajo, excedente de la deuda pública y déficits fiscales, que corresponden a una mezcla de crisis macroeconómicas. (PARODI, 2012)

Estas crisis repercutieron en las rentabilidades de los fondos de pensiones como es el caso de Perú, causando preocupaciones en los afiliados de las AFP, ya que en el año 2011 los fondos tipo 2 y tipo 3 de las AFP tuvieron pérdidas de -8% y -18% respectivamente, esto debido a que los fondos 2 y 3 invierten mayor cantidad en instrumentos de renta variable y que por lo tanto son los fondos más riesgosos, cumpliendo con la lógica financiera a mayor riesgo mayor rentabilidad. (CONEXIÓN ESAN , 2011)

- **Caída del precio del petróleo (2013)**

Los precios a nivel internacional del petróleo obtuvieron un valor de US$150 por barril en el año 2008, pero a enero del 2016 se derrumbaron a menos de US$20, perjudicando a los sistemas financieros y económicos de todas las economías a nivel mundial, pero de manera particular a aquellas productoras y exportadoras de petróleo, como es el caso de México. En el año 2013, el cobre cayó un 12%, la plata un 23%, el oro un 17%, el hierro disminuyó a la mitad en medio año (cayó en un 50%) y el petróleo se situó por debajo de los US$100 el barril (Aproximadamente cayó en un 60%). (Sandoval, 2019)

- **Caída del precio del cobre (2018)**

La cotización internacional del cobre en el año 2018 cayó debido a la incertidumbre que se generó por las elecciones legislativas en la mitad del mandato en los Estados Unidos. Este acontecimiento hizo que la cotización del cobre cayera en la Bolsa de Metales de Londres en un 0.14%, porque el precio del cobre se establece en dólares estadounidenses, generando preocupación en el valor de la moneda de Estados Unidos.

Cabe mencionar que dentro de los países afectados se encuentra Perú, debido a que el cobre representa el 31% de las exportaciones totales, radicando su importancia para la economía peruana. (Económica, 2018)

- **La guerra comercial entre China y Estados Unidos (2018)**

La BBC, argumenta que Washington aprobó que los aranceles aumenten del 10% al 25% en los productos chinos por el valor de US$ 200.000 millones. Este impuesto estuvo vigente hasta el 1 de junio del 2019. En cambio, China respondió con aranceles del 25% a productos provenientes de Estados Unidos por un valor de US$ 60.000 millones, siendo este un valor equivalente a la mitad del total de todas las importaciones que China realiza de Estados Unidos. También se esperó a que estos impuestos se eliminen el 01 de julio de 2019. "Pero en lugar de desaparecer hubo posibilidades de aprobarse nuevos impuestos. Trump amenazó con imponer un arancel del 25% al resto de mercancías que Estados Unidos trae de China y que representa US$325.000 millones". (López & Mora, 2019)

- **La pandemia COVID-19 (2020)**

Tuvo un impacto tanto en la economía mundial como en la rentabilidad de los fondos de pensiones ya que las actividades económicas se paralizaron , afectando a la bolsa de Nueva York de los EE.UU, la que disminuyó en -12.35%, a la economía de Europa se tornó frágil afectando el índice bursátil Europeo que retrocedió -14.68%, en China afectó a las bolsas de las ciudades de Shangai y Tokio que retrocedieron -5.73% y -6.81%, respectivamente, y en Perú, a la Bolsa de Valores de Lima que retrocedió -20.96%. (AFP Habitat, 2020)

- **Evolución del PBI mundial (2011 – 2020)**

El PBI per cápita se calcula dividiendo entre la población a mitad de año. El PBI a precio de comprador es la sumatoria del valor agregado bruto de todos los productores habitantes en la economía de cada país más el valor de los impuestos a los productos, restando los subsidios que no están incluidos en el valor de los productos. (Banco Mundial, 2020)

En el PBI mundial del periodo 2011- 2020 en valores porcentuales podemos observar que se presentó una fuerte caída del PBI en el año 2020 con un valor de -4.395%, esto ocasionado por la pandemia del COVID-19 y se puede observar en la siguiente tabla como ha sido el comportamiento del PBI en este periodo de estudio:

Tabla 6:

Crecimiento del PBI per cápita (% anual)

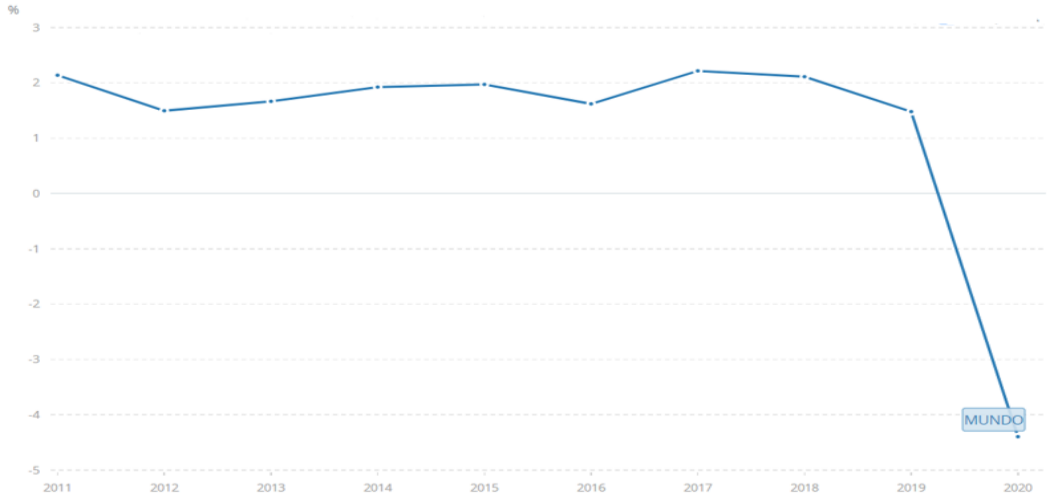
Año	%
2011	2.139
2012	1.497
2013	1.667
2014	1.995
2015	1.973
2016	1.621
2017	2.218
2018	2.112
2019	1.481
2020	-4.395

Fuente: Banco Mundial (2020)

Y en el gráfico 4 se puede apreciar la evolución del PBI per cápita en porcentaje anual (% anual) en el mundo durante el periodo 2011-2020:

Gráfico 4:

Crecimiento del PBI per cápita (% anual)



Fuente: Banco Mundial *(2020)*

- **Evolución del PBI en EE. UU.**

El PBI a precio de comprador viene a ser la suma del valor agregado bruto de todos los productores habitantes en la economía más los impuestos de los productos, restando los subsidios que no están incluidos en el valor de los productos. Se calcula sin la necesidad de hacer deducciones por la depreciación de bienes manufacturados o por agotamiento y degradación de los recursos naturales. Los datos se expresan en moneda local a precios corrientes. (Banco Mundial, 2020)

En la tabla 7 se muestra el crecimiento del PBI per cápita a precios actuales en dólares (US$) de Estados Unidos (EE. UU.) durante el periodo 2011-2020:

Tabla 7:

PIB (US$ a precios actuales) - United States

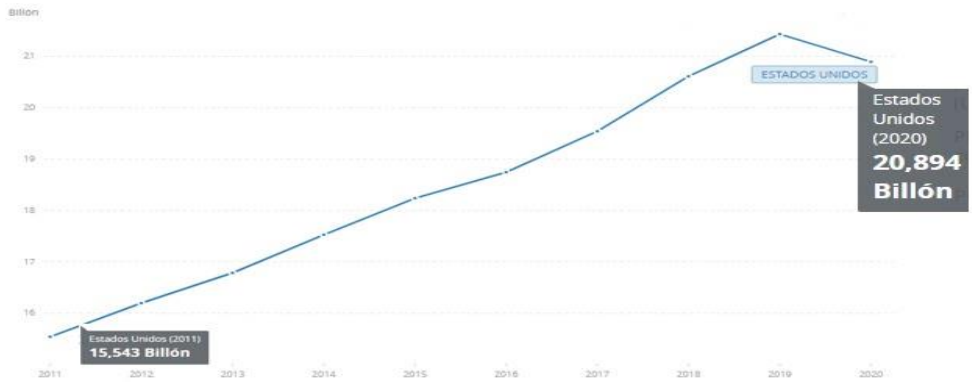
Año	Billones US$
2011	15,543
2012	16,197
2013	16,785
2014	17,527
2015	18,225
2016	18,715
2017	19,519
2018	20,58
2019	21,433
2020	20,894

Fuente: Banco Mundial (2020)

Y en el gráfico 5 se puede apreciar que el PBI en Estados Unidos (EE. UU) en el periodo 2011 a 2020 a precios actuales en dólares (US$) presentó el siguiente comportamiento:

Gráfico 5:

PBI (US$ a precios actuales) - United States



Fuente: Banco Mundial (2020)

2.6 Instrumentos de inversión que utilizan las AFP

Las empresas AFP son las que realizan inversiones institucionales y son las más importantes inversionistas en el país. Las AFP invierten en diferentes instrumentos financieros teniendo en cuenta los límites que fueron fijados por la SBS y la Asociación de AFP para cada tipo de fondo. Los principales instrumentos de inversión de las AFP son: Bonos del Gobierno Central, Acciones y Valores Representativos sobre Acciones de Empresas no Financieras Locales, Cuotas de Fondos Mutuos del Exterior, Certificados y depósitos a Plazo. (AAFP, 2014)

Según la SBS (2021) el proceso para realizar inversiones se ha flexibilizado con el objetivo de que las AFP puedan diversificarse y construir diferentes portafolios de inversión que logren ser más eficientes de acuerdo con el tipo de fondo. Debido a esto, la ley ha establecido cinco categorías de instrumentos de inversión:

1. Renta variable: acciones que se cotizan en la Bolsa.
2. Instrumentos de renta fija con plazos de vencimiento mayores a un año: bonos de empresas corporativas.
3. Instrumentos derivados para cobertura: los forwards.
4. Instrumentos de corto plazo o activos en efectivo: depósitos bancarios.
5. Instrumentos alternativos.

Tabla 8:

Tipos de inversión en los fondos

TIPO DE FONDO	Renta variable	Renta fija a largo plazo	Renta fija a corto plazo	Instrumentos de cobertura	Instrumentos alternativos
Fondo 0	0%	75%	100%	0%	0%
Fondo 1	10%	100%	40%	10%	0%
Fondo 2	45%	75%	30%	10%	15%
Fondo 3	80%	70%	30%	20%	20%

Fuente: SBS (2021)

- **Fondo 0:** Presenta como límite máximo el 100% del valor del Fondo que se invirtió en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo y hasta un 75% de inversión en instrumentos de renta fija mayores a un año. (Gestión, 2018)

- **Fondo 1:** Presenta como límite máximo el 10% del valor Fondo que se invirtió en instrumentos de renta variable, además presenta: 100% en instrumentos de renta fija mayores a un año, 10% de inversión en instrumentos derivados ya sea para la cobertura o para obtener una gestión eficiente, y 40% en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo. (Gestión, 2018)

- **Fondo 2:** Presenta como límite el 45% del valor del Fondo como máximo en inversiones realizadas en activos de instrumentos de renta variable; además, 75% en instrumentos de renta fija mayores a un año, 10% en instrumentos derivados ya sea para la cobertura o para obtener una gestión eficiente, 30% en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo y un máximo de 15% en instrumentos alternativos. (Gestión, 2018)

- **Fondo 3:** Presenta como límite el 80% del valor del Fondo que se invirtió en instrumentos de renta variable, el 70% en instrumentos de renta fija mayores a un año, el 20% en instrumentos derivados ya sea para la cobertura o para obtener una gestión eficiente, el 30% en instrumentos de corto plazo o activos en efectivo y hasta un 20% en instrumentos alternativos. (Gestión, 2018)

Además, según Giovanna Prialé, presidenta de la Asociación de AFP, las AFP realizan inversiones de los aportes de todos sus afiliados en los diferentes tipos de instrumentos financieros con el objetivo de obtener una rentabilidad que le permita incrementar la pensión futura de cada afiliado, estas inversiones son sujetas al tipo de fondo elegido. (Gestión, 2018)

De acuerdo con la SBS, las inversiones realizadas en instrumentos financieros deben tener en cuenta al marco normativo vigente, por ello se tienen que invertir en instrumentos autorizados como, por ejemplo: bonos, acciones, certificados de depósitos, etc. (Gestión, 2018)

2.7 Rentabilidad

2.7.1 Definición

La rentabilidad es el rendimiento que obtienen las inversiones que la AFP realizan con el dinero de los fondos. Gracias a esto, el fondo de pensión puede crecer a lo largo del tiempo, y con ello obtener una mejor pensión de jubilación. (Prialé, 2018)

La rentabilidad es aquella que analiza la evolución del valor cuota, valor que varía diariamente y que corresponde al Sistema Privado de Pensiones (SPP). Esta rentabilidad se mide teniendo en cuenta la importancia de la diferencia entre:

a) rentabilidad bruta o nominal.
b) rentabilidad real.
c) rentabilidad neta real (rentabilidad neta de comisiones).

Estas rentabilidades se pueden medir desde el inicio de operaciones del sistema, y para periodos diferentes. (Rojas, 2014)

Para el cálculo de la rentabilidad neta es importante tener en cuenta la rentabilidad bruta del SPP y revisar las cifras que cobran las AFP por concepto de comisiones, ya que depende tanto de la rentabilidad bruta y de las comisiones que pagan por los afiliados a las AFP. (Rojas, 2003)

Por ello para obtener la rentabilidad real neta es necesario descontar el costo de administración y los costos cobrados por concepto de seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS). (Cruz, Mendoza, & Seminario, 2014)

2.7.2 Metodología para calcular la rentabilidad del SPP

Para el cálculo de la rentabilidad nominal y real en este trabajo de investigación se usó la metodología de medición de la rentabilidad aplicado para afiliados activos que no se han jubilado, propuesta por el investigador Jorge Oswaldo Rojas Rojas, licenciado en Economía de la Pontificia Universidad Católica Del Perú.

2.7.2.1 Método de cálculo de la rentabilidad Nominal y Real de los Fondos Privados de Pensiones según Jorge Rojas

- **Rentabilidad nominal (Rt):** Según la normativa vigente, la rentabilidad nominal se obtiene de comparar tanto el valor cuota promedio del mes actual, como el valor cuota promedio del mismo mes correspondiente a los años anteriores. Considerándose solo los valores cuota de los días hábiles para el cálculo del valor cuota promedio, es sobre este valor el cálculo de la rentabilidad. Se hace uso con la siguiente fórmula:

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

- **Rentabilidad Real (Rt):** Para hallar el cálculo de la rentabilidad real, se toma en cuenta la rentabilidad nominal, incorporándose la variación del índice de precios al consumidor (IPC) de Lima Metropolitana del periodo actual / periodo anterior. Se calcula con la siguiente fórmula:

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

Donde:

R_t= Rentabilidad nominal actualizada de los últimos “n” meses calculados al mes “t”.

VC= Valor de 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”

2.7.2.2 Método de cálculo de la rentabilidad neta de los Fondos Privados de Pensiones según Jorge Rojas

Para Rojas (2014) teniendo en cuenta la eficiencia funcional, lo que más importa a los afiliados es conocer la rentabilidad real neta del SPP. El cálculo de la tasa de rentabilidad neta de los fondos requiere tener información y conocer sobre las aportaciones realizadas por los afiliados, el valor del fondo, las comisiones cobradas y las pensiones pagadas por las AFP.

Una vez que las AFP cuentan con: el monto mensual por concepto de aportación (A), Comisión variable y comisión fija (C), y las Pensiones de jubilados pagadas (P), se podrá realizar el cálculo de las respectivas las tasas, comparando de manera apropiada estas tres series con el valor al final del n-ésimo mes de funcionamiento del sistema (VFn). Para esta comparación se hace uso de la siguiente ecuación:

$$\sum_{n=1}^{\infty}\left(A_i + C_i - P_i\right)(1+r)^{n-i} = VF_n\ )$$

Donde:

A: Monto mensual por concepto de aportación

C: Comisión variable y comisión fija

P: Pensiones de jubilados pagadas

VF_n: Valor final n-ésimo mes de funcionamiento del sistema

m, i: denota si queremos medir la rentabilidad alcanzada entre n-ésimo y m-ésimo mes de funcionamiento de una AFP

n: mes específico del cálculo.

r: representa la tasa interna de retorno o tasa de rendimiento mensual

2.7.2.3 Cálculo de rentabilidad acumulada durante el funcionamiento del SPP

Es pertinente aclarar, que el término A incorpora a los bonos de reconocimiento y a las transferencias entre AFP que se realizaron, es decir los traspasos de sus afiliados.

El subíndice “i” representa el mes correspondiente, siendo igual a año 1993 (año de funcionamiento del SPP), y “n” para el mes específico del cálculo.

Finalmente “r” representa la tasa interna de retorno o tasa de rendimiento mensual, y es la incógnita por resolver en la ecuación de la rentabilidad neta, y esta se calcula por tanteo.

Para determinados sub-periodos, si queremos medir la rentabilidad alcanzada entre n-ésimo y m-ésimo mes de funcionamiento de una AFP o del SPP, es recomendable hacer uso de la siguiente ecuación:

$$\sum_{n=1}^{\infty}\left(A_{m+i}+C_{m+i}-P_{m+i}\right)(1+r)^{n-m-i}+VF_m\,(1+r)^{n-m}=VF_n\ \Big)$$

2.7.2.4 Cálculo de rentabilidad para determinados periodos

El uso de la ecuación de la rentabilidad acumulada nos permite hacer un seguimiento a través del tiempo de las tasas de rendimiento de los fondos de pensiones, por lo tanto, su conocimiento es de importancia.

Las tasas de las comisiones pueden mejorar a través del tiempo y lograr ser un porcentaje fijo de las aportaciones y no del valor del fondo, pero al crecer el valor del fondo las AFP es probable que se empiecen a cobrar también una comisión que sea porcentaje del valor del fondo administrado.

Se afirma que la rentabilidad depende del fondo de inversión que ha elegido el afiliado (Cruz, Mendoza, & Seminario, 2014) y es uno de los factores principales que determinarán el nivel de pensiones que brinda una AFP. (Lara, López, & Morgado, 2016)

Capítulo 3: Metodología desarrollada

3.1 Diseño de la investigación

El presente trabajo de investigación es de tipo descriptivo y no experimental. Es descriptivo porque se especificó las características importantes de nuestro objeto de estudio para su análisis. Y es no experimental ya que no hubo manipulación de variables y se analizó la información histórica de las rentabilidades generadas por el SPP en su ambiente natural.

3.2 Población y muestra

3.2.1 Población

La población en nuestro presente estudio de investigación fueron las empresas que forman parte de Sistema Privado de Pensiones (SPP) en el Perú.

3.2.2 Muestra

Nuestra muestra de estudio fueron las cuatro Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que constituyen el Sistema Privado de Pensiones (SPP): AFP Integra, AFP Prima, AFP Profuturo, AFP Habitat, que predominaron durante el periodo 2011-2020.

3.3 Fuentes y técnicas de recolección

3.3.1 Fuentes:

Nuestras fuentes de información fueron de tipo secundaria a través de la recopilación de información histórica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), Asociación de AFP (AAFP), las empresas AFP del Sistema Privado de Pensiones e información de internet.

3.3.2 Técnicas de recolección de información

- Técnica de fuente secundaria: Análisis de datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), Asociación de AFP (AAFP), las empresas AFP e información de internet.

Capítulo 4: Resultados y discusión

Rentabilidad de los fondos de pensiones en el periodo 2011-2020

El índice de precios del consumidor (IPC) y la evolución del valor cuota son importantes para determinar la rentabilidad del fondo (Rojas, 2014). Por lo consiguiente el aumento del valor cuota ayuda a determinar la rentabilidad nominal del fondo, en cambio la rentabilidad real es dicho aumento, pero se considera la inflación (a través del IPC).

Para dar inicio a los resultados de este estudio se recopiló la información de la rentabilidad acumulada del SPP según tipo de fondo correspondiente al periodo 2011-2020 donde se obtuvo los siguientes valores de rentabilidad nominal y real respectivamente: en el tipo 1 de 92.42% y 45.31%, en el tipo 2 de 79.97% y 35.90%, en el tipo 3 de 35.62% y 2.41% y finalmente en el tipo 0 de 16.59% y 8.32%. Considerando que las empresas AFP que perduraron en el mercado en ese periodo de análisis de la investigación fueron AFP: Integra, Prima, Profuturo y Habitat.

En la tabla 9 se muestra a detalle las rentabilidades acumuladas tanto nominal y real en porcentajes según tipo de fondo correspondiente al periodo 2011-2020:

Tabla 9:

Rentabilidad acumulada del SPP por tipo de fondo periodo 2011-2020 (%)

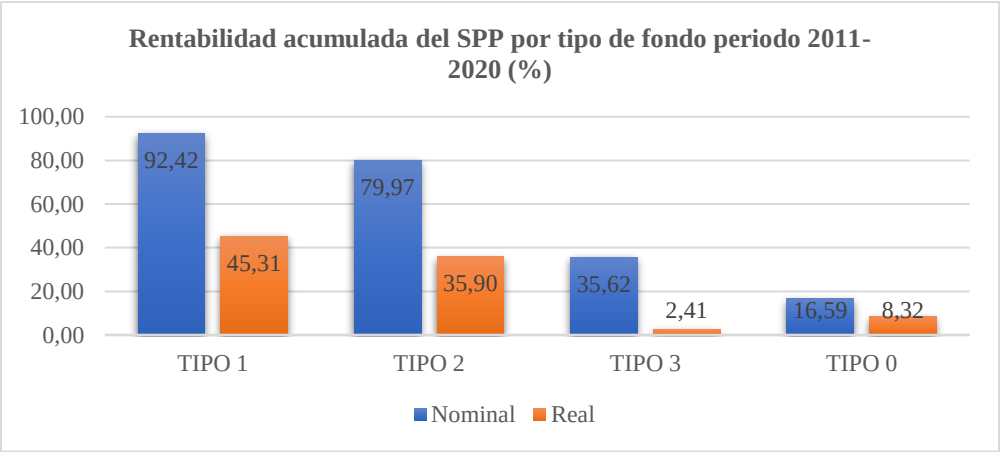
TIPO DE FONDO	RENTABILIDAD ACUMULADA DEL SPP POR TIPO DE FONDO Dic 2020 /Dic 2010 (10 años)	
	Nominal	Real
TIPO 1	92.42	45.31
TIPO 2	79.97	35.90
TIPO 3	35.62	2.41
TIPO 0	16.59	8.32

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre.

En el gráfico 6 se muestra el comportamiento de la rentabilidad acumulada del SPP por tipo de fondo del periodo 2011-2020, donde se aprecia claramente que el tipo de fondo 1 fue el que obtuvo mayor rentabilidad acumulada durante el periodo de estudio.

Gráfico 6:

Rentabilidad acumulada del SPP por tipo de fondo periodo 2011-2020



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

En la tabla 10 se realizó el cálculo de la tasa de crecimiento promedio compuesta correspondiente al periodo 2011-2020 por cada tipo de fondo, dando a conocer que la mayor tasa la obtuvo el tipo de fondo 1 con 6.76% y 3.81% en la rentabilidad nominal y real respectivamente, como se aprecia a continuación:

Tabla 10:

Tasa promedio compuesta de los tipos de fondo, periodo 2011-2020 (%)

PERIODO Dic 2020/Dic 2010 (10 años) / TIPO DE FONDO	TIPO 1		TIPO 2		TIPO 3		TIPO 0	
	Nominal	**Real**	**Nominal**	**Real**	**Nominal**	**Real**	**Nominal**	**Real**
RENTABILIDAD ACUMULADA DEL SPP	92.42	45.31	79.97	35.90	35.62	2.41	16.59	8.32
TASA PROMEDIO ANUAL COMPUESTA	0.0676	0.0381	0.0605	0.0312	0.0309	0.0024	0.0155	0.0080
TASA PROMEDIO COMPUESTA	**6.76**	**3.81**	**6.05**	**3.12**	**3.09**	**0.24**	**1.55**	**0.80**

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Además, concluir que el fondo 3 tiene mayor inversión en renta variable, y es el fondo con más riesgo y que por lo tanto genera más rentabilidad. Hecho que se contradice en este análisis de periodo ya que según datos de la SBS el tipo de fondo que generó mayor rentabilidad acumulada fue el tipo 1 con 92.42% y 45.31% de rentabilidad nominal y real respectivamente, pese a tener características conservadoras. Sin embargo, el fondo 3 generó 35.62% de rentabilidad acumulada nominal y 2.41% de rentabilidad acumulada real, representando un 61.46% menos que la rentabilidad del fondo 1, y su explicación se debe a las diferentes crisis económicas suscitadas en el periodo, específicamente las que afectaron al año 2011.

Una vez estudiada la rentabilidad acumulada del periodo procedemos a presentar la rentabilidad anualizada del SPP por tipo de fondo (Ver Anexo 1) con la finalidad de ver el comportamiento a detalle de las rentabilidades de los fondos 1,2,3 y 0 a lo largo de los años 2011-2020, iniciando el año 2011 con rentabilidades negativas en los fondos tipo 2 y 3, siendo la más afectada el fondo tipo 3 con -17.32% de rentabilidad nominal anualizada y -21.06 de rentabilidad real anualizada como se aprecia en la tabla 11:

Tabla 11:

Rentabilidad anualizada del SPP por tipo de fondo, periodo 2011-2020 (%)

AÑOS	TIPO 1 (%)		TIPO 2 (%)		TIPO 3 (%)		TIPO 0 (%)	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
2011	3.02	-1.64	-7.06	-11.26	-17.32	-21.06		
2012	12.44	9.54	11.78	8.89	10.63	7.78		
2013	0.10	-2.69	-0.04	-2.82	0.32	-2.47		
2014	7.81	4.44	8.92	5.52	6.69	3.36		
2015	5.59	1.14	5.66	1.21	2.41	-1.91		
2016	7.87	4.49	9.94	6.50	10.46	7.00		
2017	9.27	7.80	11.92	10.41	12.44	10.92	4.66	3.25
2018	0.56	-1.60	-1.30	-3.42	-3.80	-5.87	3.71	1.49
2019	13.83	11.71	12.92	10.81	7.82	5.81	4.26	2.32
2020	9.32	7.21	10.52	8.38	6.34	4.28	3.02	1.03

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

En la tabla 12 se aprecia el promedio de las rentabilidades anualizadas en porcentaje de todo el periodo estudiado:

Tabla 12:

Rentabilidad del SPP periodo 2011-2020 (%)

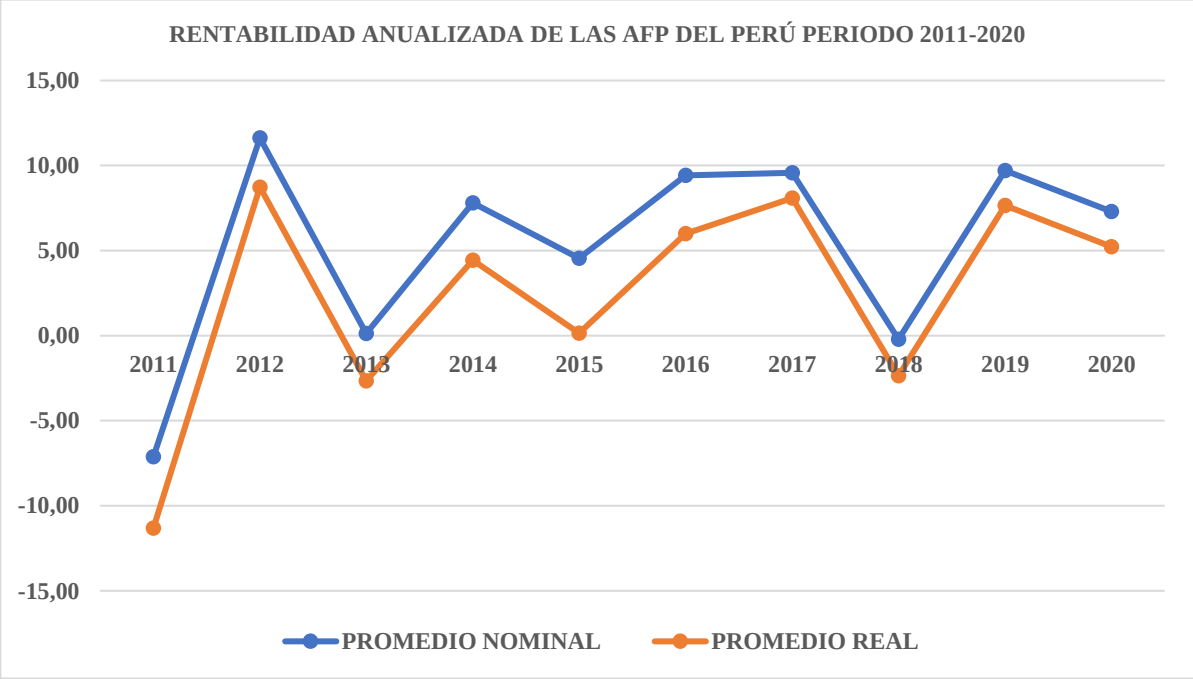
AÑOS	PROMEDIO ANUALIZADO	
	NOMINAL	REAL
2011	-7.12	-11.32
2012	11.62	8.74
2013	0.13	-2.66
2014	7.81	4.44
2015	4.55	0.15
2016	9.42	6.00
2017	9.57	8.10
2018	-0.21	-2.35
2019	9.71	7.66
2020	7.30	5.23
PROMEDIO SPP PERIODO 2011-2020	**5.28**	**2.40**

Adaptado de: SBS (2010-2020)
Elaboración: propia

Además, aclarar que el promedio anualizado del periodo 2011-2020, con el objetivo de ver el comportamiento de las rentabilidades por año, se calculó con el promedio simple, pero lo ideal es utilizar el promedio ponderado teniendo en cuenta la cantidad de dinero que se encuentra en cada fondo de las empresas AFP y conocer los pesos de estos fondos, sin embargo, por fines didácticos se hizo uso del promedio simple para calcular la rentabilidad promedio del periodo que dio como resultados 5.28% de rentabilidad nominal y 2.40% de rentabilidad real, así mismo para apreciar la evolución de la rentabilidad aproximada que fueron visualizadas en el gráfico 7, en el cual se pudo observar las caídas y recuperaciones de las rentabilidades de este periodo analizado, confirmando que la rentabilidad acumulada es la de mayor importancia a considerar, ya que en el periodo a largo plazo las rentabilidades suelen recuperarse y no en el corto plazo que inclusive presentan valores negativos o caídas bruscas de los valores de rentabilidad con respecto al año anterior.

Gráfico 7:

Rentabilidad anualizada de las AFP del Perú periodo 2011-2020 (%)



Adaptado de: SBS (2010-2020)
Elaboración: propia

Finalmente, del análisis realizado durante el periodo 2011-2020 las rentabilidades acumuladas y anualizadas promedio de los fondos de pensiones que administran las AFP presentaron resultados de aumento, pero también hubo disminuciones durante el periodo de análisis debido a las diferentes crisis económicas suscitadas. Sin embargo, se considera que, al largo plazo, las empresas AFP se han recuperado pese a estas crisis económicas.

Análisis de rentabilidad según tipo de fondo en el periodo 2010-2020

- **Fondo tipo 1**

Tabla 13:

Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 1 (%)

AFP	ACUMULADO		ANUALIZADO	
	Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)		Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)	
	Nominal	Real	Nominal	Real
Habitat	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Integra	90.47	43.83	6.66	3.70
Prima	97.82	49.38	7.06	4.09
Profuturo	88.00	41.96	6.52	3.57
Promedio	**92.42**	**45.31**	**6.76**	**3.81**

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre.

En la tabla 13 se observa que la rentabilidad acumulada promedio del SPP correspondiente al fondo tipo 1 fue 92.42% de rentabilidad nominal y 45.31% de rentabilidad real, representando esta última el 49% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

Además, se observa que el promedio de la rentabilidad anualizada del fondo tipo 1 fue 6.76% de rentabilidad nominal y 3.81% de rentabilidad real, representando esta última el 56% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

A continuación, se presenta la tabla 14 y el gráfico 8 en donde se visualiza el comportamiento que tuvo la rentabilidad nominal y real anualizada durante el periodo 2011-2020.

Tabla 14:

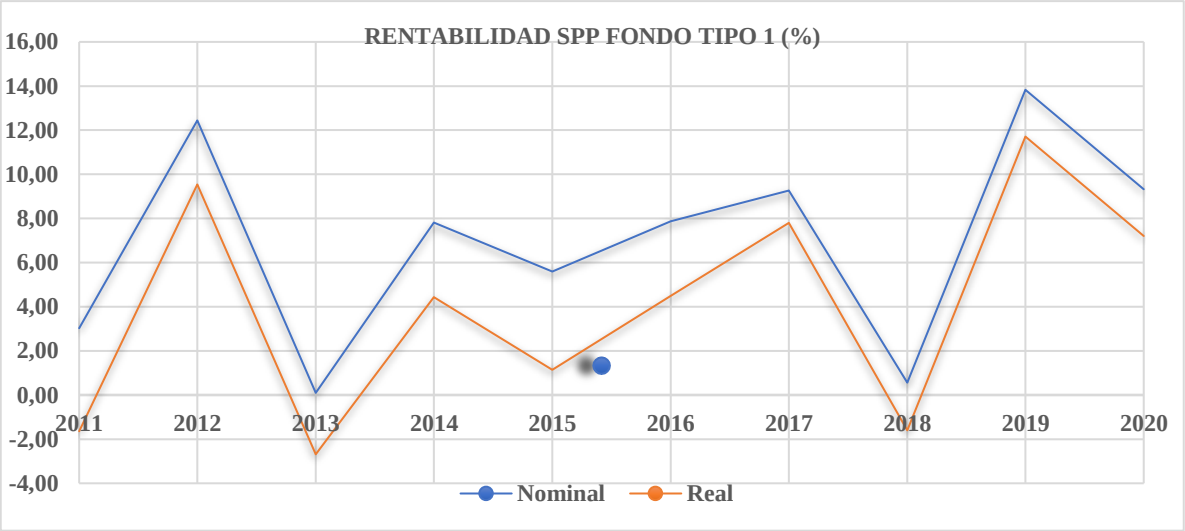
Rentabilidad Anualizada fondo tipo 1, periodo 2011-2020 (%)

AÑOS	Nominal	Real
2011	3.02	-1.64
2012	12.44	9.54
2013	0.10	-2.69
2014	7.81	4.44
2015	5.59	1.14
2016	7.87	4.49
2017	9.27	7.80
2018	0.56	-1.60
2019	13.83	11.71
2020	9.32	7.21

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre.

Gráfico 8:

Rentabilidad Anualizada fondo tipo 1, periodo 2011-2020 (%)



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

- **Fondo tipo 2**

Tabla 15:

Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 2 (%)

AFP	ACUMULADO		ANUALIZADO	
	Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)		Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)	
	Nominal	Real	Nominal	Real
Habitat	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Integra	80.41	36.23	6.08	3.14
Prima	76.56	33.33	5.85	2.92
Profuturo	83.45	38.53	6.26	3.31
Promedio	**79.97**	**35.90**	**6.05**	**3.11**

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

Se muestra en la tabla 15 que la rentabilidad acumulada promedio del SPP correspondiente al fondo tipo 2 fue 79.97% de rentabilidad nominal y 35.90% de rentabilidad real, representando esta última el 45% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

Además, se observa que la rentabilidad anualizada promedio del fondo tipo 2 fue 6.05% de rentabilidad nominal y 3.11% de rentabilidad real, representando esta última el 51% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

A continuación, se presenta la tabla 16 y el gráfico 9 en donde se visualiza el comportamiento que tuvo la rentabilidad nominal y real anualizada durante el periodo 2011-2020.

Tabla 16:

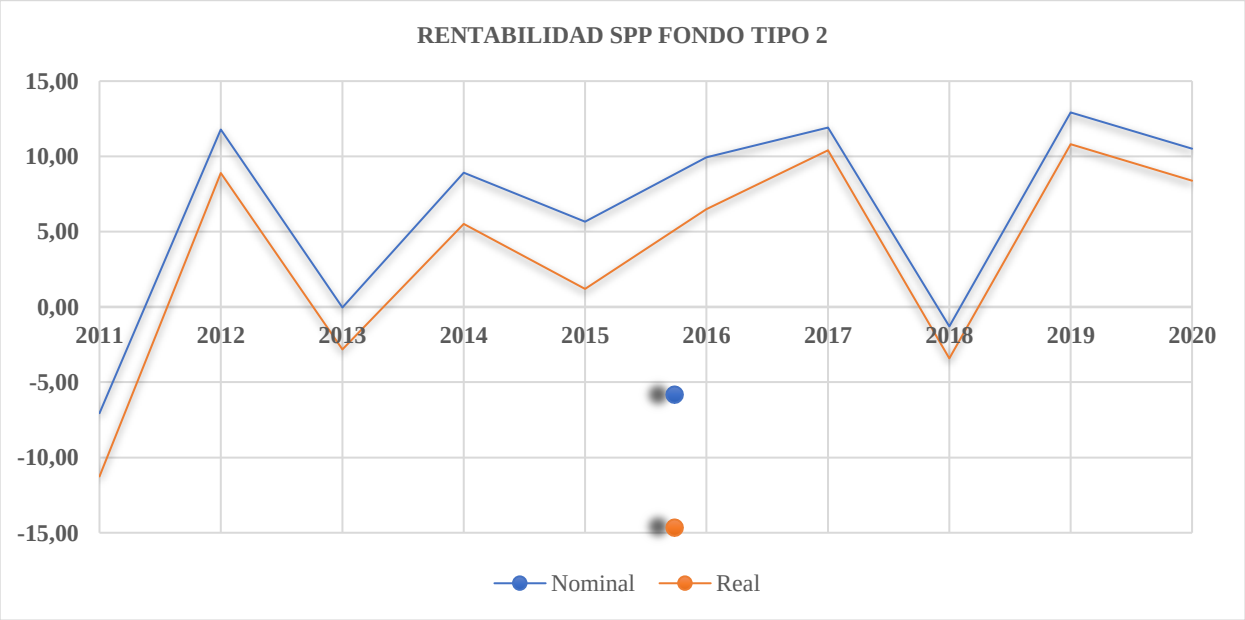
Rentabilidad Anualizada fondo tipo 2, periodo 2011-2020 (%)

AÑOS	Nominal	Real
2011	-7.06	-11.26
2012	11.78	8.89
2013	-0.04	-2.82
2014	8.92	5.52
2015	5.66	1.21
2016	9.94	6.50
2017	11.92	10.41
2018	-1.30	-3.42
2019	12.92	10.81
2020	10.52	8.38

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Gráfico 9:

Rentabilidad Anualizada fondo tipo 2, periodo 2011-2020 (%)



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

- **Fondo tipo 3**

Tabla 17:

Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 3 (%)

AFP	ACUMULADO		ANUALIZADO	
	Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)		Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)	
	Nominal	Real	Nominal	Real
Habitat	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Integra	36.23	2.87	3.14	0.28
Prima	22.24	-7.69	2.03	-0.80
Profuturo	49.49	12.89	4.10	1.22
Promedio	**35.62**	**2.41**	**3.06**	**0.21**

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

En la tabla 17 se observa que la rentabilidad acumulada promedio del SPP correspondiente al fondo tipo 3 fue 35.62% de rentabilidad nominal y 2.41% de rentabilidad real, representando esta última el 7% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

Además, se observa que la rentabilidad anualizada promedio del fondo tipo 3 fue 3.06% de rentabilidad nominal y 0.21% de rentabilidad real, representando esta última el 7% aproximadamente de la rentabilidad nominal. Esta disminución de valor a comparación de los demás tipos de fondo se debe a causa de las consecuencias por las diferentes crisis económicas suscitadas en todo el periodo de análisis y, además, que en el año 2011 obtuvo su valor más negativo (-17.32% de rentabilidad nominal y -21.06 de rentabilidad real).

A continuación, se presenta la tabla 18 y el gráfico 10 en donde se visualiza el comportamiento que tuvo la rentabilidad nominal y real anualizada durante el periodo 2011-2020.

Tabla 18:

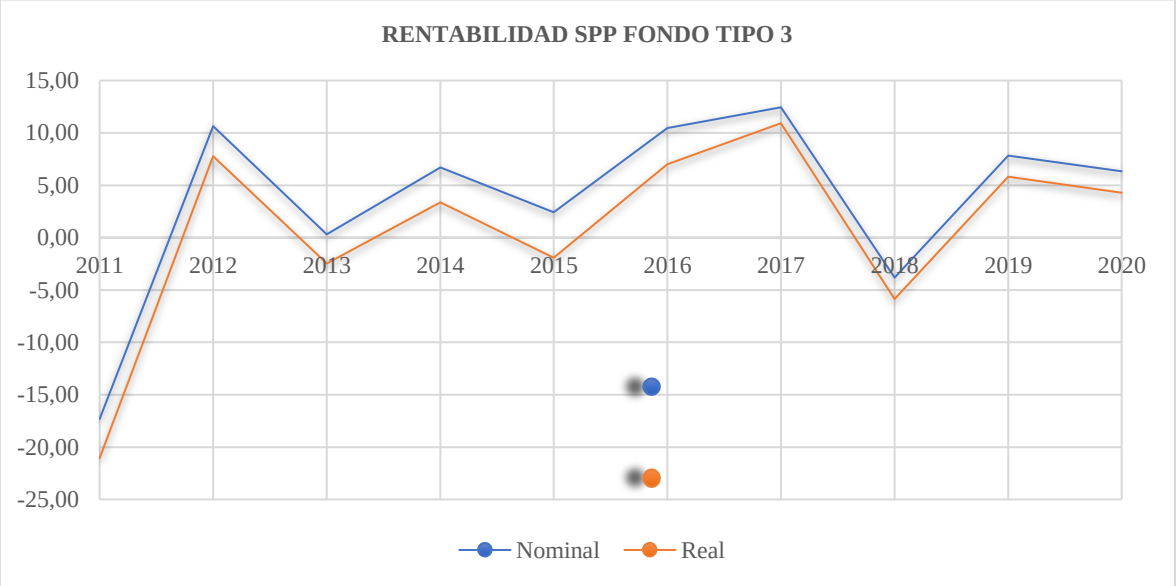
Rentabilidad Anualizada fondo tipo 3, periodo 2011-2020 (%)

AÑOS	Nominal	Real
2011	-17.32	-21.06
2012	10.63	7.78
2013	0.32	-2.47
2014	6.69	3.36
2015	2.41	-1.91
2016	10.46	7.00
2017	12.44	10.92
2018	-3.80	-5.87
2019	7.82	5.81
2020	6.34	4.28

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Gráfico 10:

Rentabilidad Anualizada fondo tipo 3, periodo 2011-2020 (%)



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

- **Fondo tipo 0**

Tabla 19:

Rentabilidad acumulada y anualizada del fondo 0 (%)

AFP	ACUMULADO		ANUALIZADO	
	Dic 2020 / Dic 2016 (4 años)		Dic 2020 / Dic 2016 (4 años)	
	Nominal	Real	Nominal	Real
Habitat	18.57	10.15	4.35	2.45
Integra	16.20	7.95	3.83	1.93
Prima	16.22	7.97	3.83	1.94
Profuturo	16.97	8.67	4.00	2.10
Promedio	**16.59**	**8.32**	**3.91**	**2.02**

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

Se muestra de la tabla 19 que la rentabilidad acumulada promedio del SPP correspondiente al fondo 0 fue 16.59% de rentabilidad nominal y 8.32% de rentabilidad real, representando esta última el 50% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

Además, se observa que la rentabilidad anualizada promedio del fondo tipo 0 fue 3.91% de rentabilidad nominal y 2.02% de rentabilidad real, representando esta última el 52% aproximadamente de la rentabilidad nominal.

A continuación, se presenta la tabla 20 y el gráfico 11 en donde se visualiza el comportamiento que tuvo la rentabilidad nominal y real anualizada durante el periodo 2011-2020, teniendo en cuenta que el fondo tipo 0 inició sus operaciones en el año 2017.

Tabla 20:

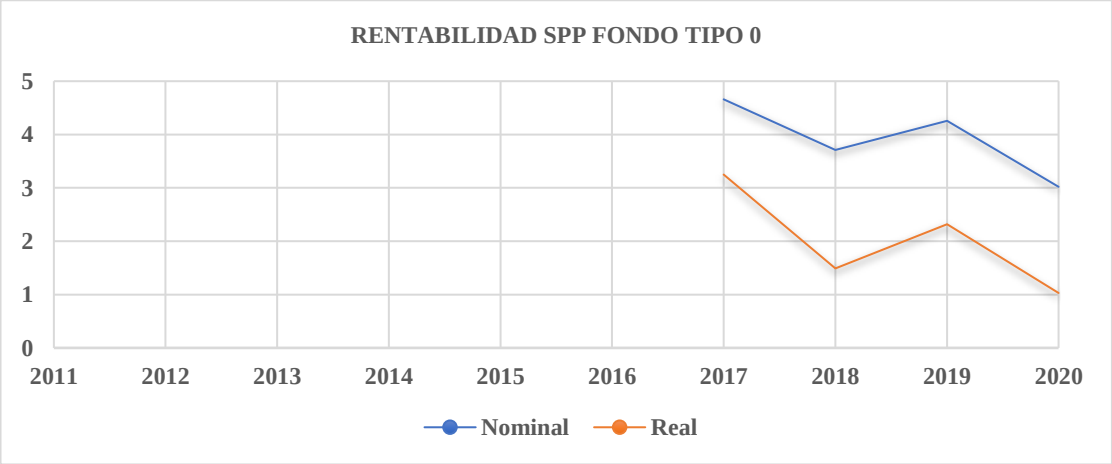
Rentabilidad Anualizada fondo tipo 0, periodo 2011-2020 (%)

AÑOS	Nominal	Real
2017	4.66	3.25
2018	3.71	1.49
2019	4.26	2.32
2020	3.02	1.03

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Gráfico 11:

Rentabilidad Anualizada fondo tipo 0, periodo 2011-2020 (%)



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

En la tabla 21 se presenta el resumen de los promedios de las rentabilidades acumuladas y anualizadas del periodo 2011-2020.

Tabla 21:

Promedio de los fondos (1-2-3-0) de las AFP del Perú periodo 2011-2020 (%)

TIPO DE FONDO	PROMEDIO ACUMULADO Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)		PROMEDIO ANUALIZADO Dic 2020 / Dic 2010 (10 años)	
	Nominal	Real	Nominal	Real
TIPO 1	92.42	45.31	6.76	3.81
TIPO 2	79.97	35.90	6.05	3.11
TIPO 3	35.62	2.41	3.06	0.21
TIPO 0	16.59	8.32	3.91	2.02

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Indagación de la rentabilidad de las empresas AFP del SPP vigentes en el Perú por tipo de fondo

En la actualidad las empresas AFP vigentes en el Perú son: Integra, Prima, Profuturo y Habitat; se tiene conocimiento que una de estas empresas empezó a funcionar en el año 2013, por tal motivo, que en este punto de análisis se tomará como referencia el periodo 2013-2020 para tener datos completos y más exactos sobre la rentabilidad acumulada de cada una de las empresas AFP y determinar cuál de ellas fue la más rentable.

A continuación, se presentan las tablas: tabla 22, tabla 23, tabla 24 y tabla 25, las cuales dan a conocer los promedios de rentabilidad acumulada de las empresas AFP, correspondientes al fondo 1, fondo 2, fondo 3 y fondo 0 respectivamente:

Tabla 22:

Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 1 por AFP (%)

TIPO DE FONDO 1	**PROMEDIO ACUMULADO**	
	Dic 2020 / Dic 2013 (7 años)	
	Nominal	**Real**
Habitat	87.10	56.25
Integra	65.02	37.81
Prima	70.74	42.58
Profuturo	65.04	37.82

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

Tabla 23:

Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 2 por AFP (%)

TIPO DE FONDO 2	**PROMEDIO ACUMULADO**	
	Dic 2020 / Dic 2013 (7 años)	
	Nominal	**Real**
Habitat	90.61	59.18
Integra	72.10	43.72
Prima	73.43	44.83
Profuturo	73.72	45.07

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

Tabla 24:

Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 3 por AFP (%)

TIPO DE FONDO 3	PROMEDIO ACUMULADO Dic 2020 / Dic 2013 (7 años)	
	Nominal	Real
Habitat	72.53	44.08
Integra	47.12	22.86
Prima	40.64	17.45
Profuturo	57.88	31.84

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

Tabla 25:

Rentabilidad Nominal y Real Acumulada del Fondo de Pensiones Tipo 0 por AFP (%)

TIPO DE FONDO 0	PROMEDIO ACUMULADO Dic 2020 / Dic 2016 (4 años)	
	Nominal	Real
Habitat	18.57	10.15
Integra	16.20	7.95
Prima	16.22	7.97
Profuturo	16.97	8.67

Fuente: SBS (2020)
Adaptado: Boletín Estadístico Mensual diciembre

Los datos de las tablas analizadas de las rentabilidades acumuladas nominal y real promedio, fueron recopilados de los boletines informativos mensuales de la SBS, de este análisis se concluyó que la empresa AFP que ha generado mayor rentabilidad real acumulada en los fondos 1, 2, 3 y 0 del SPP fue la empresa Habitat con 56.25%, 59.18%, 44.08% y 10.15% respectivamente.

Y la empresa AFP con menor rentabilidad real acumulada promedio en los fondos 1, 2, y 0 del SPP peruano fue la empresa Integra con: 37.81%, 43.72%, y 7.95% respectivamente, a excepción del tipo de fondo 3, en este caso fue la empresa Prima la que obtuvo un menor porcentaje de rentabilidad real acumulada con un valor de 17.45%.

Sucesos en la economía internacional y nacional que afectaron a la rentabilidad de las AFP del Perú.

- **Caída de los fondos de pensiones en el 2011 a raíz de la crisis financiera global del año 2008 y la crisis europea del año 2010.**

En el 2011 las empresas AFP registraron pérdidas de -8% en el fondo de pensión 2 y -18% en el fondo de pensión tipo 3, causando preocupación en los afiliados de las AFP. Esto debido a la crisis financiera Global del 2008 de los Estados Unidos y a la crisis europea del 2010. Acontecimientos que tuvieron secuelas en la economía mundial en los posteriores años. (CONEXIÓN ESAN , 2011)

Por lo consiguiente, se pudo observar en el gráfico 7 que en el año 2011 el promedio de la rentabilidad anualizada tanto nominal como real fue de -7.12% y -11.32% aproximadamente.

- **Caída del precio de los minerales y el petróleo en el 2013**

En el 2013 hubo la caída de los precios de diferentes minerales tales como: el 23% en la plata, el 12% en el cobre, el 17% en el oro, el 50% en el hierro y en el petróleo que fue el más afectado situándose por debajo de los US$100 el barril, que representó una caída del 60% aproximadamente. Este acontecimiento afectó a la economía mundial incluyendo a Perú que fue uno de los más afectados porque es el segundo país exportador de cobre, plata y Zinc, además, cabe mencionar que es el primer productor de oro en América Latina. (Sandoval, 2019)

Por lo consiguiente, se pudo observar en el gráfico 7 que en el año 2013 hubo una caída de las rentabilidades de los fondos, ya que en el año 2012 la rentabilidad nominal y real anualizadas fueron de 11.62% y 8.74% respectivamente y para el año 2013 las rentabilidades tanto nominal como real cayeron a 0.13% y -2.66% respectivamente, representando una caída de 98.92% en la rentabilidad nominal y 130.42% en la rentabilidad real aproximadamente.

- **Caída del precio del cobre y la guerra comercial entre China y Estados Unidos en el 2018**

En el año 2018 hubo una fuerte caída de la cotización del precio del cobre que fue ocasionada por las elecciones legislativas en Estados Unidos, generando que la cotización del cobre disminuyera en 0.14% en la Bolsa de Metales de Londres, siendo este un porcentaje no muy representativo comparado con la economía peruana, ya que el cobre representa el 31% de sus exportaciones totales. (Económica, 2018).

En el año 2018 también se desarrolló la guerra comercial entre los países de Estados Unidos y China, dicha guerra se ocasionó porque ambos países subieron el precio de sus aranceles como es el caso de Estados Unidos que aumentó el arancel de productos chinos de un 10% a un 25% representando un valor de US$200.000 millones, del mismo modo China respondió con 25% de aranceles de productos estadounidenses representando este un valor de US$60.000 millones. Se tenía esperanzas que la guerra comercial finiquite el año 2019 pero dichos países no llegaron a un acuerdo. Y Estados Unidos amenazó con imponer aranceles de 25% a todos los productos de origen chino. (López & Mora, 2019)

Por lo consiguiente se puede observar en el gráfico 7 que en el año 2018 hubo una caída de las rentabilidades, ya que en el año 2017 la rentabilidad nominal y real anualizada fueron de 9.57% y 8.10% respectivamente y para el año 2018 las rentabilidades tanto nominal como real cayeron a -0.21% y -2.35% respectivamente, representando una caída de 102.17% en la rentabilidad nominal y 129.03% en la rentabilidad real aproximadamente.

- **Impacto del COVID-19 en el mundo en el 2020**

El COVID-19 ocasionó un gran efecto negativo tanto en la economía mundial como en las rentabilidades de los fondos de pensiones ya que las actividades económicas se paralizaron afectando a diferentes países del mundo como se mencionan algunos de ellos: a la bolsa de Nueva York de los EE. UU, al índice bursátil europeo, las Bolsas de Shangai en China, así como también afectó al Perú. (AFP Habitat, 2020)

Por lo que se puede observar en el gráfico 7 que en el año 2020 hubo una caída de las rentabilidades, ya que en el año 2019 la rentabilidad nominal y real anualizadas fueron de 9.71% y 7.66% respectivamente y para el año 2020 las rentabilidades tanto nominal como real cayeron a 7.30% y 5.23% respectivamente, representando una caída de 24.8% en la rentabilidad nominal y el 31.81% en la rentabilidad real aproximadamente.

Del análisis de los sucesos en la economía internacional y nacional que afectaron en las rentabilidades de las AFP en el Perú se concluyó que, a pesar de afectar negativamente en las rentabilidades de los fondos de pensiones, las empresas AFP en el Perú lograron recuperarse en el largo tiempo.

Inversiones del Sistema Privado de Pensiones en el Perú

Las empresas AFP efectúan inversiones con el motivo de obtener rentabilidades, y con ello poder aumentar el valor de las CIC de los afiliados. Estas inversiones se realizan con instrumentos financieros autorizados por la SBS, entidad que examina que las inversiones se realicen bajo la normatividad vigente y así poder lograr un alto grado en la administración. (SBS, 2020). La Ley del SPP (SPP, 2019) nos da a conocer los límites de inversión general, los cuales se detallan a continuación:

a) El máximo de las inversiones que corresponde a los instrumentos que emite el estado deberán sumar el 30% del valor del fondo.
b) El máximo de las inversiones que corresponde a instrumentos emitidos o garantizados por BCRP debe ser 30% del valor del fondo.
c) Los instrumentos de inversión tanto del BCRP y del Estado deberán sumar de manera conjunta un 40% del valor del fondo.
d) La suma de inversión en instrumentos que se realicen en el exterior deberá ser como máximo 50% del valor del fondo, el BCRP es la entidad encargada de fijar el límite de inversión operativa.

Tabla 26:

Resumen de las inversiones del SPP en el periodo 2011-2020

AÑOS	INVERSIÓN DEL SPP (En miles de soles)					
	LOCAL	%	EXTERIOR	%	TOTAL INVERSIÓN	%
2011	57,645,081	71.63	22,834,167	28.37	80,479,248	100
2012	67,021,491	70.38	28,204,313	29.62	95,225,805	100
2013	59,036,699	62.44	35,510,056	37.56	94,546,755	100
2014	62,850,128	57.78	45,931,804	42.22	108,781,932	100
2015	67,602,136	57.77	49,414,624	42.23	117,016,760	100
2016	79,315,962	60.77	51,194,690	39.23	130,510,652	100
2017	86,923,809	56.46	67,037,485	43.54	153,961,294	100
2018	83,299,971	55.04	68,054,671	44.96	151,354,642	100
2019	94,613,387	54.82	77,973,833	45.18	172,587,220	100
2020	80,177,533	49.67	81,254,012	50.33	161,431,545	100
TOTAL SPP	**738,486,197**		**527,409,655**		**1,265,895,852**	**100**

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Del análisis de la tabla 26 se puede determinar que el mayor porcentaje de las inversiones fue a nivel local a excepción del año 2020 en donde la inversión en el exterior representó el 50.33%, ya que a medida del paso de tiempo las AFP han ido aumentando las inversiones hacia el exterior, además que estas inversiones en el periodo de estudio sí cumplieron con el tope límite de inversión comprendido por la ley N° 25897 y modificatorias. Cabe mencionar que la mayor parte de inversión de las AFP se van a los fondos mutuos internacionales, y a partir del 2011 el congreso elevo el tope de inversiones al exterior de 30% a 50% y el BCRP ha ido regulando gradualmente ese incremento a lo que a mediados del 2018 aprobó aumentar el límite operativo de las inversiones en el exterior del 49% a 50% con la finalidad de promover mayor diversificación en las inversiones. (Perú21, 2020).

Las inversiones totales han ido en aumento en el trascurso del periodo 2011-2020, pero se muestra que, en los años 2013, 2018 y 2020 se presentaron disminuciones en sus inversiones, como se detalla a continuación:

- En el 2012 la inversión total fue de S/ 95,225,805 (en miles de soles) y para el año 2013 fue de S/ 94,546,755 (en miles de soles), representando una disminución de 0.71%.
- En el año 2017 la inversión total fue de S/ 153,961,294 (en miles de soles) y para el año 2018 fue de S/ 151,354,642 (en miles de soles), representando una disminución de 1.69%.
- En el año 2019 la inversión total fue de S/ 172,587,220 (en miles de soles) y para el año 2020 fue de S/ 161,431,545 (en miles de soles), representando una disminución de 6.46%.

Concluyendo que estas disminuciones en las inversiones coinciden con los años en donde ocurrieron las diferentes crisis económicas y que afectaron de alguna manera a la rentabilidad de las empresas AFP, como es el caso de la crisis de la caída de los precios de los minerales y el petróleo que se dio en el año 2013, la crisis de la caída del precio del cobre y la Guerra comercial entre China y EE.UU, acontecimientos que sucedieron en el año 2018 y finalmente la pandemia COVID-19 que ocurrió en el año 2020.

A continuación, se muestra en la tabla 27 y el gráfico 12 el porcentaje que representa las inversiones totales de cada año a detalle del periodo 2011-2020:

Tabla 27:

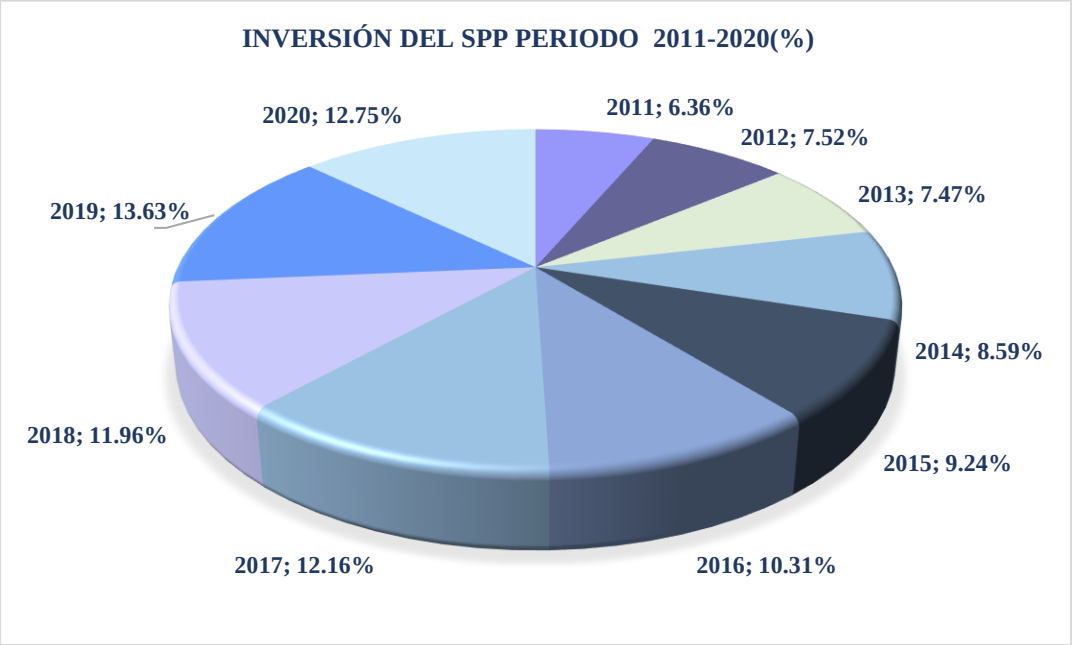
Inversión del SPP periodo 2011-2020(%)

AÑOS	INVERSIÓN DEL SPP (En miles de soles)	
	TOTAL INVERSIÓN	%
2011	80,479,248	6.36
2012	95,225,805	7.52
2013	94,546,755	7.47
2014	108,781,932	8.59
2015	117,016,760	9.24
2016	130,510,652	10.31
2017	153,961,294	12.16
2018	151,354,642	11.96
2019	172,587,220	13.63
2020	161,431,545	12.75
TOTAL, SPP	**1,265,895,852**	**100**

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Gráfico 12:

Inversión del SPP periodo 2011-2020 (%)



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Se puede analizar del periodo 2011-2020 que el año con mayor inversión total fue el 2019 que representó el 13.63% y el año con menor inversión total fue el 2011 con un 6.36%.

Instrumentos de inversión del Sistema Privado de pensiones en el Perú

Tabla 28:

Instrumentos de inversión del SPP, según entes emisores

INVERSIÓN	INSTITUCIONES	INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN MÁS UTILIZADOS
LOCAL	Gobierno y BCRP	Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP
		Bonos del Gobierno Central
	Sistema Financiero	Certificados y Depósitos a Plazo
		Bonos
		Acciones y Valores representativos sobre Acciones
	Empresas no Financieras	Bonos de Empresas no Financieras
		Acciones y Valores representativos sobre Acciones
	Administradoras de Fondos	Fondo de Inversión Tradicional
		Fondo de Inversión Alternativo
EXTERIOR	Gobierno	Títulos de Deuda
	Sistema Financiero	Certificados y Depósitos a Plazo
	Empresas no Financieras	Bonos Corporativos
		Acciones y Valores representativos sobre Acciones
	Administradoras de Fondos	Fondos Mutuos Alternativos del Extranjero
		Fondos Mutuos del Extranjero

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

Del análisis de los boletines estadísticos mensuales de la Superintendencia de Banca, y Seguros y AFP, se identificó que las inversiones tienen la siguiente clasificación: local y exterior, ambas inversiones se clasifican a su vez en Gobierno, Sistema Financiero, Empresas no Financieras y Administradoras de Fondos de los cuales sus instrumentos financieros más utilizados fueron: a nivel local: Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP , Bonos del Gobierno Central, Certificados y Depósitos a Plazo, Bonos, Acciones y Valores representativos sobre Acciones, Bonos de Empresas no Financieras, Fondo de Inversión Tradicional, Fondo de Inversión Alternativo; y a nivel exterior: Títulos de Deuda, Bonos Corporativos, Fondos Mutuos Alternativos del Extranjero y Fondos Mutuos del Extranjero.

Cabe resaltar que estas inversiones han sido realizadas con los aportes de las cuentas individuales de capitalización de los afiliados de las empresas AFP para generar la mayor rentabilidad posible y asegurar una pensión que dignifique la vida de los afiliados en el futuro.

Así mismo, estas inversiones han generado ingresos y egresos como se muestra en la tabla 29 y se puede apreciar a mayor detalle en el anexo 3.

Tabla 29:

Tabla resumen de ingresos y egresos del SPP, periodo 2011-2020 (En miles de soles)

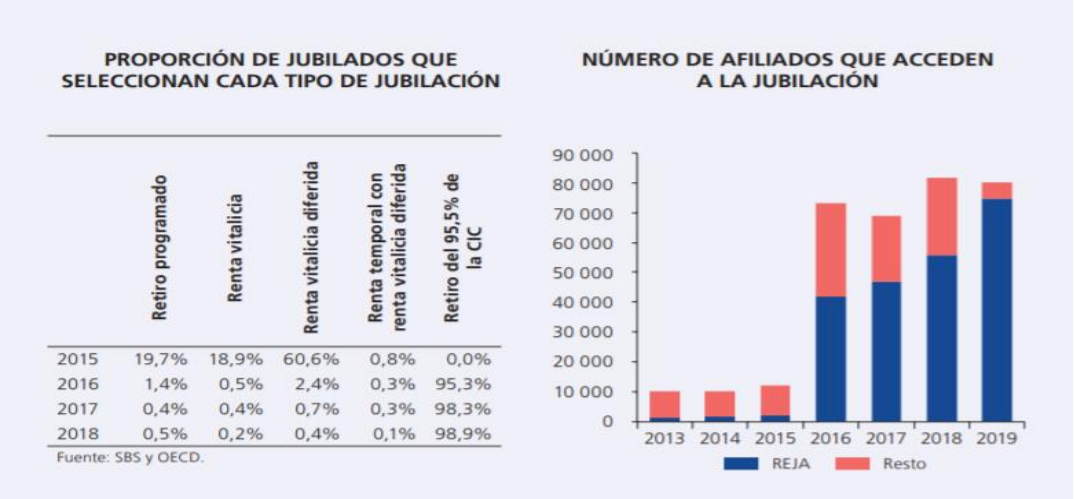
AÑOS	Ingresos	(%)	Egresos	(%)	Utilidad	(%)
2011	6,218,338.20	100	3,155,467.10	50.74	3,062,871.10	49.26
2012	7,209,744.20	100	2,962,925.10	41.10	4,246,819.10	58.90
2013	8,053,391.60	100	3,326,221.20	41.30	4,727,170.40	58.70
2014	8,751,823.20	100	4,174,318.60	47.70	4,577,504.60	52.30
2015	9,492,259.70	100	4,807,163.30	50.64	4,685,096.40	49.36
2016	9,958,336.00	100	9,415,197.90	94.55	543,138.10	5.45
2017	10,827,115.30	100	9,115,199.30	84.19	1,711,916.00	15.81
2018	13,793,487.70	100	13,730,037.10	99.54	63,450.60	0.46
2019	14,524,815.60	100	14,111,812.00	97.16	413,003.60	2.84
2020	11,286,262.40	100	9,655,233.60	85.55	1,631,028.80	14.45

Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

En el periodo 2011-2020 se puede analizar que en sus primeros años la utilidad ha ido en aumento, pero a partir del 2016 la utilidad se redujo considerablemente esto debido a los retiros de los fondos de los pensionistas ya que en ese año el Congreso dispuso la Ley N° 30425 con la finalidad de que los afiliados puedan adquirir hasta el 95,5% del total de su fondo acumulado. (BCRP, 2020) y a partir de ese año el mayor porcentaje de los jubilados optaron por este tipo de jubilación (por encima del 95%) como se muestra en el gráfico 13.

Gráfico 13:

Proporción de jubilados que seleccionan cada tipo de jubilación

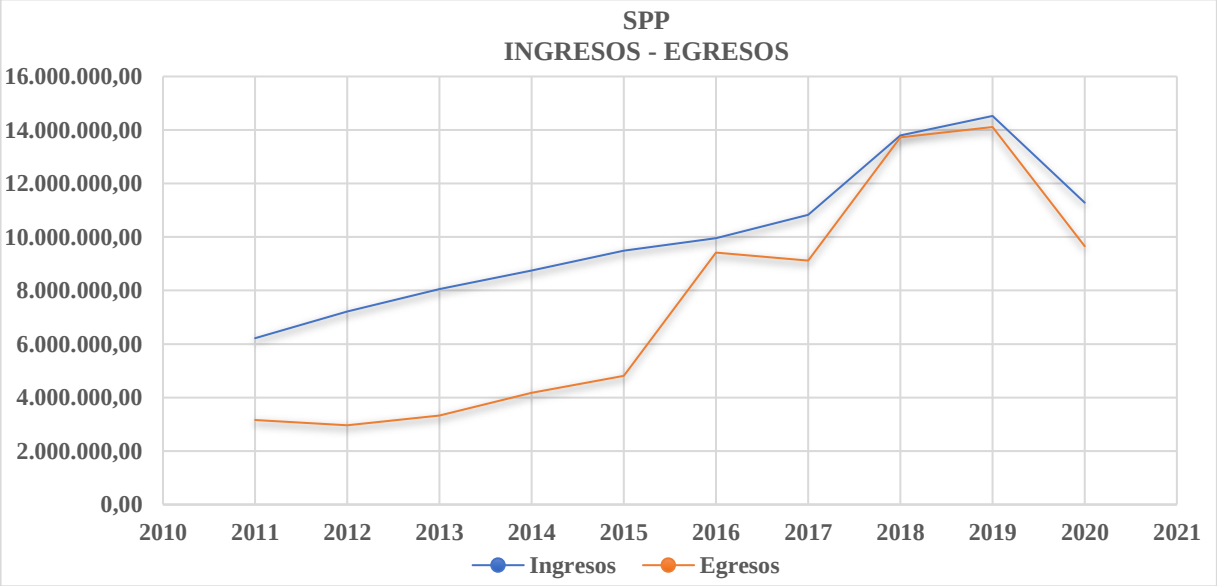


Fuente: *BCRP (2020)*

Y se confirmó que, en el año 2020, un total de 325 181 afiliados retiró del 95,5% de su CIC, esto representa un total de S/ 28, 610 millones, también se estimó que el retiro promedio por afiliado fue de S/ 87, 982 (BCRP, 2020). Por otra parte, en el año 2020, el Congreso aprobó un nuevo retiro de las AFP a todos los afiliados, tanto aportantes como no aportante quienes pudieron disponer hasta 4 UIT, que equivalen a S/ 17,600 de sus aportes.

Gráfico 14:

Ingresos y egresos del SPP, periodo 2011-2020 (En miles de soles)



Fuente: SBS (2020)
Elaboración: propia

En el gráfico 14 se muestran los ingresos y egresos del SPP, donde se puede confirmar que los ingresos han aumentado cada año, pero a partir del año 2016 los egresos han sido muy significativos a comparación de los ingresos, siendo los años 2016, 2018 y 2019, en donde se acercaron en mayor porcentaje al valor de los ingresos, representando el 94,55%, 99.54% y 97.16% respectivamente. Además, se puede observar que en el año 2019 los ingresos fueron de 14,524,815.60 (en miles de soles) y en el año 2020 fueron de 11,286,262.40 (en miles de soles) lo que significa que hubo una disminución de 22.3% de los ingresos a comparación del año anterior, esta disminución se relaciona con la pandemia COVID-19 que afectó a nivel mundial.

Aplicación de la metodología del Autor Jorge Rojas para el cálculo de las rentabilidades

Del análisis del libro titulado “El sistema privado de pensiones en el Perú” del autor Jorge Rojas se menciona que para medir correctamente la rentabilidad del SPP peruano es importante tener en claro las diferencias entre los conceptos de rentabilidad bruta o nominal, rentabilidad real, y rentabilidad neta real o neta de comisiones. Para ello el autor nos propone una serie de fórmulas que nos permitirán determinar la rentabilidad de los fondos de pensiones de los afiliados al SPP en cualquier periodo de análisis.

Para fines didácticos en nuestro trabajo de investigación se analizó el método para calcular la rentabilidad Nominal y Real aplicada a la empresa Habitat:

- **Rentabilidad nominal (Rt):** Para calcular la rentabilidad nominal el autor nos propone la siguiente formula.

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

Donde:

* R_t= Rentabilidad nominal actualizada de los últimos "n" meses calculados al mes "t"
* VC= Valor de 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, …)

- **Rentabilidad Real (Rt):** Para hallar la rentabilidad real se toma en cuenta la rentabilidad nominal y el IPC, la fórmula es la siguiente:

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

Donde:

* Rt= Rentabilidad nominal actualizada de los últimos "n" meses calculados al mes "t"
* 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"

Aplicación de las fórmulas:

1. Primero se calculó el valor cuota promedio mensual de la empresa Habitat. El mes que se eligió para el análisis fue el mes de mayo del tipo de fondo 2, como se muestra a continuación en la tabla 30. En el anexo 4 y 5 se aprecia la información más detallada de los valores cuota promedio de los fondos de pensión.

Tabla 30:

Valor cuota promedio -mayo (tabla resumen)

AÑOS	VALOR CUOTA PROMEDIO MENSUAL MAYO – TIPO DE FONDO 2
2017	14.22
2018	15.64
2019	16.02
2020	16.24

Fuente: HABITAT (2020)
Elaboración: propia

2. Reemplazamos los valores cuota promedio en la fórmula de la rentabilidad nominal propuesta por el autor Jorge Rojas y se obtuvo los siguientes resultados:

   - Para la comparación de los años **2020-2019:** $R_t = \left(\frac{16.24}{16.02}\right)^{\frac{12}{12}} - 1$

     El valor de la rentabilidad nominal resultó ser 1.37%.

   - Para la comparación de los años **2020-2018**: $R_t = \left(\frac{16.24}{15.64}\right)^{\frac{12}{24}} - 1$

     El valor de la rentabilidad nominal resultó ser 1.91%.

   - Para la comparación de los años **2020-2017**: $R_t = \left(\frac{16.24}{14.22}\right)^{\frac{12}{36}} - 1$

     El valor de la rentabilidad nominal resultó ser 4.53%.

3. Luego se recopiló la información promedio anual del Índice del Precio al Consumidor (IPC) del periodo 2011-2020, el cual presentó el siguiente comportamiento como se observa en la tabla 31 y en el gráfico 15:

Tabla 31:

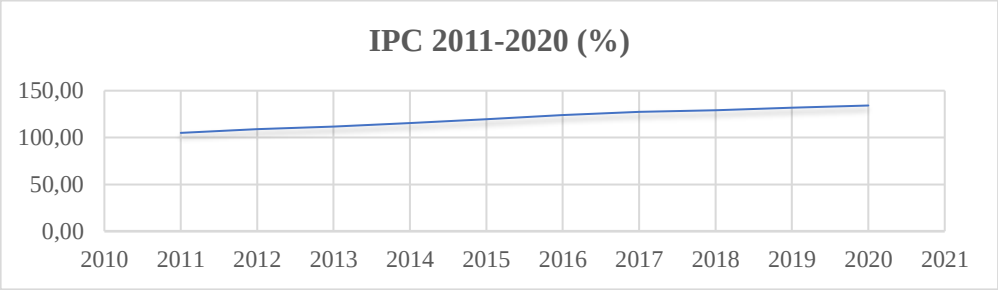
Índice de precios del consumidor periodo 2011-2020

AÑO IPC	ÍNDICE	VARIACIÓN (%)
2011	104.95	3.37
2012	108.79	3.66
2013	111.84	2.81
2014	115.47	3.25
2015	119.57	3.54
2016	123.86	3.60
2017	127.34	2.81
2018	129.01	1.32
2019	131.77	2.14
2020	134.18	1.83

Fuente: INEI
Elaboración: propia

Gráfico 15:

IPC



Fuente: INEI
Elaboración: propia

4. Y para el cálculo de la rentabilidad real, se tuvo en cuenta el mismo periodo de análisis de la rentabilidad nominal que corresponde a los años 2017 al 2020, donde el IPC pertenece al mes de mayo como se observa en la tabla 32, los cuales se reemplazaron en la fórmula de la rentabilidad real.

Tabla 32:

IPC mes de mayo 2017-2020

AÑOS	IPC MES MAYO
2017	127.199476
2018	128.383312
2019	131.881921
2020	134.231951

Fuente: INEI
Elaboración: propia

Reemplazando los valores en la fórmula de la rentabilidad real obtuvimos lo siguiente:

- Para la comparación de los años **2020-2018**: $r_t = \frac{1+1.37\%}{\left(\frac{134.23}{131.88}\right)^{\frac{12}{12}}} - 1$

  El valor de la rentabilidad real resultó ser -0.40%.

- Para la comparación de los años **2020-2018**: $r_t = \frac{1+1.91\%}{\left(\frac{134.23}{128.38}\right)^{\frac{12}{24}}} - 1$

  El valor de la rentabilidad real resultó ser -0.34%.

- Para la comparación de los años **2020-2017**: $r_t = \frac{1+4.53\%}{\left(\frac{134.23}{127.19}\right)^{\frac{12}{36}}} - 1$

  El valor de la rentabilidad real resultó ser 2.67%.

En la tabla 33 se puede apreciar el cuadro resumen de los valores obtenidos del cálculo de la rentabilidad nominal y real según las fórmulas brindadas por el autor Jorge Rojas:

Tabla 33:

Rentabilidad real y nominal

AÑOS	RENTABILIDAD NOMINAL	RENTABILIDAD REAL
2020-2019	1.37%	-0.40%
2020-2018	1.91%	-0.34%
2020-2017	4.53%	2.67%

Elaboración: propia

En resumen, en el análisis del capítulo cuatro referente a los resultados y discusiones, se manifiesta que la rentabilidad promedio acumulada de los fondos de pensiones de las AFP correspondiente al periodo 2011-2020 obtuvo el mayor valor en el fondo tipo 1 con 92.42% de rentabilidad nominal y 45.31% de rentabilidad real, presentando como tasa promedio compuesta a 6.76% y 3.81% en la rentabilidad nominal y real respectivamente. Además, los resultados del promedio simple de las rentabilidades anualizadas del periodo de análisis fueron de 5.28% de rentabilidad nominal y 2.40% de rentabilidad real.

Se determinó que la empresa AFP que generó la mayor rentabilidad en todos los fondos de pensiones fue Habitat y la empresa con menor rentabilidad en los fondos 1,2,3 fue Integra, pero con respecto al fondo 0 fue Prima. Teniendo en cuenta que durante este periodo de estudio la rentabilidad tuvo disminuciones debido a los sucesos económicos que afectaron de manera negativa en los años: 2011, 2013, 2018 y 2020.

Además, para que las empresas AFP hayan generado rentabilidad en los fondos de pensiones han tenido que realizar inversiones, siendo el mayor porcentaje de inversiones a nivel local y los instrumentos financieros más utilizados se realizaron en instituciones locales. Finalmente, para fines didácticos se calculó la rentabilidad real y nominal en diferentes periodos, según la metodología del autor Jorge Rojas.

Conclusiones

- Se determinó que en el periodo 2011-2020, en el Sistema Privado de Pensiones (SPP) la rentabilidad acumulada con mayor porcentaje lo obtuvo el fondo tipo 1 siendo su tasa promedio compuesta de 6.76% y 3.81% de la rentabilidad nominal y real respectivamente, además, haciendo uso del promedio simple se calculó el promedio la rentabilidad nominal y real anualizada del periodo: 5.28% y 2.40% respectivamente, siendo estos resultados positivos, pero cabe recalcar que durante ese periodo de análisis se suscitaron diferentes crisis económicas que influyeron negativamente en la rentabilidad, sin embargo, las empresas AFP pudieron contrarrestar los efectos de estas crisis. Iniciaron con una rentabilidad negativa y en el trascurso de los años la rentabilidad fue mejorando, pero se debe de tener en cuenta que la rentabilidad real descuenta el IPC por lo que es el cálculo más exacto y es el valor más importante para calcular la rentabilidad de los fondos de pensiones.

- Con la recopilación histórica de los boletines informativos mensuales de la SBS se pudo concluir que, la mayor rentabilidad real acumulada generada en los fondos 1,2,3 y 0 lo lideró la empresa Habitat con 56.25%, 59.18%, 44.08% y 10.15% respectivamente. Por otro lado, la empresa con menor rentabilidad real acumulada en los fondos 1, 2, y 0 del SPP fue la empresa Integra con: 37.81%, 43.72%, y 7.95% respectivamente y en el fondo 3 fue la empresa Prima con una rentabilidad real acumulada de 17,45%.

- A raíz de la investigación, se demostró que los sucesos que más impactaron en el periodo 2011-2020 fueron: La caída del precio de los metales y el petróleo que ocurrió en el año 2013, en donde la rentabilidad nominal anualizada pasó de 11.62% a 0.13% y la rentabilidad real anualizada pasó de 8.74% a -2.66%, representando una caída de 98.92% y 130.42% respectivamente; La caída del precio del cobre y la guerra comercial entre EE.UU y China que ocurrieron en el año 2018, en donde la rentabilidad nominal anualizada pasó de 9.57% a -0.91% y la rentabilidad real anualizada pasó de 8.10% a -2.35%, representando una caída de 102.17% y 129.03% respectivamente; y finalmente en el 2020 se dio la pandemia del COVID-19 en dónde la rentabilidad nominal anualizada pasó de 9.71% a 7.30% y la rentabilidad real anualizada pasó de 7.66% a 5.23% representando una caída de 24.8% y 31.81% respectivamente, teniendo en cuenta que las comparaciones se realizaron respecto a su año anterior y, además, se verificó del gráfico 7 su tendencia y estructura de la rentabilidad.

- Se concluyó que las inversiones para generar rentabilidad en los fondos de pensiones se realizaron a nivel local y a nivel exterior y que los instrumentos más utilizados por las empresas AFP fueron: a nivel local: Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP , Bonos del Gobierno Central, Certificados y Depósitos a Plazo, Bonos, Acciones y Valores representativos sobre Acciones, Bonos de Empresas no Financieras, Fondo de Inversión Tradicional y Fondo de Inversión Alternativo; y a nivel exterior: Títulos de Deuda, Bonos Corporativos, Fondos Mutuos Alternativos del Extranjero y Fondos Mutuos del Extranjero.

- Además, se determinó los ingresos y egresos del periodo 2011-2020, donde se pudo observar que los ingresos han ido en aumento cada año, pero a partir del año 2016 los egresos han tenido un valor muy cercano a los ingresos, siendo en los años 2016, 2018 y 2019 en donde los egresos representaron el 94,55%, 99.54% y 97.16% de los ingresos respectivamente. También se determinó que en el año 2019 los ingresos fueron de 14,524,815.60 (en miles de soles) y en el año 2020 fueron de 11,286,262.40 (en miles de soles) lo que significó que hubo una disminución de 22.3% por lo cual, se concluye que esta disminución se debió a la pandemia del COVID-19 que afectó a nivel mundial.

- Por otro lado, se validó que la utilidad en el periodo 2011-2020 ha ido en aumento, pero a partir del 2016 se redujo considerablemente como consecuencia de la Ley N° 30425 en donde se dispuso el retiro del 95,5% del fondo acumulado de las CIC y la mayoría de los jubilados optaron por este tipo de jubilación. Otro motivo fue que en el año 2020 el Congreso aprobó un nuevo retiro de las AFP a todos los afiliados que tuvo un equivalente a S/ 17,600 de sus aportes. Concluyendo que estos retiros tempranos de los fondos limitaron el logro de los objetivos de los fondos de pensiones, que es tener una pensión rentable en el futuro y no resulta recomendable retirar el fondo de pensión en el corto plazo, debido a que se pierde la rentabilidad que se hubiese generado en ese periodo y por ende el valor de la pensión disminuye.

- Finalmente, se aplicó la metodología del Autor Jorge Rojas para el cálculo de las rentabilidades nominal y real, dónde se llegó a concluir que las fórmulas propuestas por el autor nos permiten determinar las rentabilidades en cualquier año o periodo de análisis.

Recomendaciones

Impartir educación financiera desde el nivel secundario sobre el Sistema Privado de Pensiones (SPP), donde los temas de estudio serían sobre: rentabilidad nominal, rentabilidad real, primas de seguro, comisiones, los beneficios de cada tipo de fondo, inversiones, las empresas administradoras de los fondos de pensiones (AFP) y otros temas que sean de importancia para entender al Sistema Privado de Pensiones.

Las empresas AFP deben poner énfasis en hacer publicidad sobre la diferencia de las rentabilidades tanto real como nominal, informar el valor de las rentabilidades para un mejor entendimiento y en cuánto aumentaron cada año. Esto con la finalidad de poder incentivar a la población en ahorrar para su fondo de pensiones, recomendamos que se utilicen videos cortos de 30 segundos y que estos sean compartidos en las aplicaciones más usadas por la sociedad peruana, especialmente a los afiliados, además, las AFP deben preocuparse en generar las rentabilidades adecuadas a sus afiliados para lograr una mayor confianza en sus clientes y permitir que más personas deseen ahorrar para su futuro.

La cultura de ahorro debe ser otro tema muy importante a promover en las personas, por lo tanto tiene que ser incluido en la formación académica, teniendo como tema principal las Cuentas Individuales de Capitalización (CIC) en una AFP que ayudará a la sociedad a tener una mejor planeación financiera, ya que se trata de una alternativa de ahorro a futuro cuando las personas terminan su vida laboral y por otro lado ayudará al estado a tener menos egresos, ya que sería la misma población en hacerse cargo de su bienestar a futuro con las rentabilidades adecuadas que les brindaría las AFP.

Finalmente se recomienda investigar el portafolio de las inversiones de las AFP peruanas por tipo de fondos (1,2,3 y 4) para una mejor compresión de cómo se administran los fondos de pensiones de los afiliados para obtener sus rentabilidades futuras.

Bibliografía

A.G, Asociación de Aseguradores de Chile. (2015). *Nueve miradas expertas: Escáner a las Rentas Vitalicias los éxitos, los riesgos y las grandes oportunidades del futuro.* Chile: AACh.

AAFP. (2014). *Asociación de AFP*. Obtenido de ¿Dónde invierten las AFP?: http://www.asociacionafp.com.pe/wp-content/uploads/SDR-Donde-Invierten-las-AFP.pdf

AAFP. (2020). *Asociacion de AFP*. Obtenido de http://estadisticas.asociacionafp.pe/ActiveAffiliatesAccordingAfp

AFP Habitat. (23 de 04 de 2020). Obtenido de https://www.afphabitat.com.pe/aprende-de-prevision/inversiones/impacto-del-covid-19-fondos-de-pensiones/

Ames, J. C. (2014). Desempeño de las administradoras de fondos de pensiones y mecanismo de selección basado en la probabilidad de pérdida. *Revista PUCP*, 15-48.

Araya, S., & Rojas, L. (2019). Eficiencia Tecnicas de las AFP Chilenas. *Dimensión empresarial*.

Arenas, A. (2019). *Los sistemas de pensiones en la encrucijada Desafíos para la sostenibilidad en América Latina.* Santiago: Naciones Unidas. Obtenido de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44851/4/S1900521_es.pdf

Banco Mundial. (13 de 10 de 2020). *Banco Mundial*. Obtenido de bancomundial.org/es/country/peru/overview

Banco Mundial. (2020). *PIB (US$ a precios actuales)*. Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2020&start=2011

Banco Mundial. (2020). *PIB (US$ a precios actuales) - Peru*. Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD?end=2020&locations=PE&start=2011

Banco Mundial. (2020). *PIB (US$ a precios actuales) - United States*. Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD?end=2020&locations=US&start=2011

BCRP. (11 de 2020). *Banco Central de Reserva del Perú* . Obtenido de Reporte de estabilidad financiera : https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2020/noviembre/ref-noviembre-2020-recuadro-3.pdf

Bertolotto, J. (2016). Cálculo de pensiones de jubilación en el Sistema privado de pensiones. destapando la caja negra. *Revista PUCP*, 117-134.

CONEXIÓN ESAN . (14 de 11 de 2011). *ESAN BUSINESS*. Obtenido de La caída de los fondos de pensiones, ¿una bajada momentánea?: https://www.esan.edu.pe/conexion-esan/la-caida-de-los-fondos-de-pensiones-una-bajada-momentanea

Cruz, M. A., Mendoza, J., & Seminario, B. (2014). El sistema previsional del Perú: diagnóstico 1996-2013, proyecciones 2014-2050 y reforma. *Centro de investigación: Universidad del Pacífico*, 1-41.

Cruz, M. A., Seminario, B., Leiva, F., Moreno, C., & Zegarra, M. A. (2018). *La desestructuración de sistema peruano de pensiones.* Lima: Fondo Editorial Universidad del Pacífico.

Díaz, C., & Higuera, F. (2004). Fondos de pensiones: riesgo y rentabilidad; un análisis al caso chileno. *Forum empresarial*, 2-21.

Doménech, R. (2004). *Pensiones, Bienestar y Crecmiento económico.* Obtenido de BBVA Research, Universidad de Valencia : https://www.ieaf.es/images/Publicaciones-FEF/Pensiones/PENSIONES_BIENESTAR_Y_CRECIMIENTO_ECONOMICO.pdf

Económica. (06 de 11 de 2018). *Incertidumbre en mercado de metales: Caída del precio del cobre*. Obtenido de https://economica.pe/incertibumbre-en-mercado-de-metales-caida-del-precio-del-cobre/

El Comercio. (02 de 04 de 2020). *El Comercio*. Obtenido de https://elcomercio.pe/economia/peru/martin-vizcarra-las-afp-han-tenido-un-comportamiento-abusivo-y-ha-llegado-el-momento-de-una-reforma-integral-coronavirus-peru-sistema-de-pensiones-nndc-noticia/?ref=ecr

Estrada, R. E. (2015). *Estimación de la frontera eficiente para las AFP y evaluación de los multifondos: 2007-2012.* Lima: Universidad del Pacífico.

Finandina, B. (17 de 10 de 2019). *Banco Finandina* . Obtenido de https://www.bancofinandina.com/finanblog/noticias/2019/10/17/fondo-de-pensiones-en-colombia

Gestión. (18 de 08 de 2018). *Diario Gestión*. Obtenido de Aporte a la AFP: ¿En qué se invierte mi fondo?: https://gestion.pe/tu-dinero/aporte-afp-invierte-mi-fondo-241889-noticia/?ref=gesr

Gestión. (20 de 01 de 2021). ¿Qué proponen las AFP para mejorar la rentabilidad de los fondos? *Gestión*. Obtenido de https://gestion.pe/economia/mercados/que-proponen-las-afp-para-mejorar-la-rentabilidad-de-los-fondos-noticia/

Guardia, V. R., & Ibañez, E. (2013). *Evaluación de la eficiencia financiera de las restricciones a la inversión de los fondos de las AFP.* Lima: Universidad del Pacífico.

HABITAT. (2020). *AFP HABITAT*. Obtenido de Resultados de rentabilidad por tipo de fondo y por AFP: https://www.afphabitat.com.pe/rentabilidad/

HABITAT. (25 de 05 de 2020). *HABITAT*. Obtenido de ¿Qué es un activo financiero? Su relación con tu fondo de pensiones: https://www.afphabitat.com.pe/aprende-de-prevision/afp/que-es-un-activo-financiero-afp/

Habitat, A. (13 de 01 de 2020). *HABITAT AFP*. Obtenido de https://www.afphabitat.com.pe/aprende-de-prevision/afp/que-es-una-afp/

Integra, A. (2013). *AFP Integra* . Obtenido de https://www.integra.com.pe/wps/portal/integra/personas/beneficios-y-pensiones/jubilacion

Lara, D., López, F., & Morgado, A. (2016). Fondos de pensiones: ¿Existe un líder de rentabilidad? *Facultad de Economía y Negocios de la Universidad Alberto Hurtado*, 1-36.

López, F. (2016). Industria de AFP chilena: ¿Cuánto gana y cuánto debería ganar? *Revista de análisis económico*, 101-114.

López, P. K., & Mora, V. R. (2019). La guerra comercial entre Estados Unidos y China: un enfrentamiento más allá de los aranceles. *Inter Sedes*.

Medina, A., Gallegos, C., Vivallo, C., Cea, Y., & Alarcón, A. (2013). Efecto sobre la rentabilidad que tiene para el afiliado la comisión cobrada por las administradoras de fondos de pensiones. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24-33.

Morrón, E., & Carranza, E. (12 de 2003). *Diez años del sistema Privado de Pensiones: Avances, retos y reformas: 1993-2003* (Primera Edición ed.). Lima: Universidad del Pacífico- Centro de investigación.

Naczyk, M., & Domonkos, S. (2016). The financial crisis and varieties of pension privatization reversals in Eastern Europe. *Governance*, 167-184.

Paredes, R. (2012). Las Pensiones de Vejez que genera el Sistema de AFP en Chile: Estimaciones de tasas de remplazo. *Dictud S.A.*

PARODI, C. (02 de 02 de 2012). *GESTIÓN*. Obtenido de Crisis europea: https://gestion.pe/blog/economiaparatodos/2012/02/crisis-europea.html/?ref=gesr

Perú21. (14 de 12 de 2020). ¿Sería recomendable que las AFP puedan invertir un mayor porcentaje en el extranjero? Obtenido de https://peru21.pe/economia/seria-recomendable-que-las-afp-puedan-invertir-un-mayor-porcentaje-en-el-extranjero-ncze-noticia/

Prialé, G. (03 de 12 de 2018). ¿En que consiste la rentabilidad de las AFP. *RPP*. Obtenido de https://rpp.pe/campanas/contenido-patrocinado/en-que-consiste-la-rentabilidad-de-las-afp-noticia-1167010

Prialé, G. (12 de 10 de 2020). Unas 2,250 entidades públicas deben S/ 12,912 millones a trabajadores por concepto de AFP. *Gestión*. Obtenido de https://gestion.pe/economia/afp-descuento-de-afp-unas-2250-entidades-publicas-deben-s-12912-millones-a-trabajadores-por-concepto-de-afp-sistema-privado-de-pensiones-nndc-noticia/

Rodríguez, M. (04 de 04 de 2020). *El Nuevo Líder*. Obtenido de https://www.ellider.pe/2020/04/04/quienes-tienen-aportes-situacion-actual-de-los-fondos/

Rojas, J. (2003). El sistema privado de pensiones y su papel en la economía peruana. *Revista PUCP*, 14-20.

Rojas, J. (2014). *El sistema privado de pensiones en el Perú.* Lima: Fondo editorial - Pontificia Universidad Católica del Perú.

RPP, N. (10 de 12 de 2018). *RPP Noticas* . Obtenido de https://rpp.pe/campanas/contenido-patrocinado/cuanto-sabes-de-bancos-seguros-o-afp-noticia-1168585?ref=rpp&fbclid=IwAR0ZgU1tB_pU1Ne0IAEOkQ8vCWGafmnR9OK4T4Ub1Q2KwW2l6cMYP7P7WAA

Sandoval, A. (31 de 12 de 2019). *Altonivel*. Obtenido de https://www.altonivel.com.mx/economia/los-20-sucesos-economico-financieros-que-han-marcado-al-siglo-xxi/

SBS. (2015). *Superintendencia de banca, seguros y AFP*. Obtenido de https://www.sbs.gob.pe/portals/3/educacion-financiera-pdf/cartilla%20adultos%202-%20SISTEMA%20DE%20PENSIONES.pdf

SBS. (2020). *Superintendencia de Banaca, Seguros y AFP*. Obtenido de https://www.sbs.gob.pe/sistema-privado-de-pensiones/temas-de-interes-del-spp/fondo-de-pensiones

SBS. (2020). *Superintendencia de Banca Seguros y AFP*. Obtenido de Boletín estadistico mensual AFP: https://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=31#

SBS. (2020). *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*. Obtenido de https://www.sbs.gob.pe/usuarios/informacion-de-pensiones/afiliacion-y-aportes/tipos-de-fondo

SBS. (2021). *Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP*. Obtenido de Tipos de fondo: https://www.sbs.gob.pe/usuarios/informacion-de-pensiones/afiliacion-y-aportes/tipos-de-fondo

Soria, D. (7 de 04 de 2021). Más retiros de las AFP desequilibra los mercados financieros y debilita los fundamentos macro. *Gestión*.

SPP, T. Ú. (2019). Obtenido de https://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/LEYES_SPP/TUO_Ley_SPP_01-01-2019.pdf

Valdiviezo, L. (06 de 12 de 2017). 25 años de las AFP en el Perú: ¿Cómo fue su llegada? *El Comercio*.

Westreicher, G. (2018). Jubilacion. *Economipedia*.

Zúniga, S., Chebair, M., & Tapia, P. (2013). Selección entre multifondos de jubilación. Una nueva metodología y un caso de estudio. *Gestión y política pública*, 1-33.

Anexos

Anexo 1:

Rentabilidad Acumulada del SPP del periodo 2011-2021(En porcentaje)

TIPO DE FONDO	AFP	AÑO 2011 (Dic 2011/ Dic 2010)		AÑO 2012 (Dic 2012/ Dic 2011)		AÑO 2013 (Dic 2013/ Dic 2012)		AÑO 2014 (Dic 2014/ Dic 2013)		AÑO 2015 (Dic 2015/ Dic 2014)		AÑO 2016 (Dic 2016/ Dic 2015)		AÑO 2017 (Dic 2017/ Dic 2016)		AÑO 2018 (Dic 2018/ Dic 2017)		AÑO 2019 (Dic 2019/ Dic 2018)		AÑO 2020 (Dic 2020/ Dic 2019)	
		Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
TIPO 1	Horizonte	4.21	-0.50	12.88	9.96																
	Habitat											10.54	7.08	10.64	9.15	1.17	-1.00	15.62	13.47	10.65	8.51
	Integra	2.19	-2.43	12.95	10.04	0.00	-2.78	7.85	4.48	6.26	1.79	7.92	4.54	9.33	7.85	0.34	-1.81	12.47	10.37	8.14	6.05
	Prima	3.30	-1.37	12.04	9.15	0.11	-2.67	7.76	4.39	4.27	-0.12	8.64	5.23	9.60	8.12	0.73	-1.43	15.27	13.12	9.91	7.79
	Profuturo	2.05	-2.56	11.35	8.48	0.24	-2.55	7.80	4.43	6.12	1.65	6.52	3.18	8.60	7.14	0.50	-1.66	13.30	11.19	9.53	7.41
	Promedio	3.02	-1.64	12.44	9.54	0.10	-2.69	7.81	4.44	5.59	1.14	7.87	4.49	9.27	7.80	0.56	-1.60	13.83	11.71	9.32	7.21
TIPO 2	Horizonte	-7.92	-12.08	11.93	9.04																
	Habitat									7.43	2.91	11.01	7.53	13.80	12.26	-2.60	-4.69	15.41	13.26	14.64	12.42
	Integra	-6.87	-11.08	11.32	8.45	1.11	-1.70	8.86	5.46	5.39	0.95	10.32	6.87	12.57	11.05	-1.87	-3.98	12.14	10.05	9.78	7.65
	Prima	-7.13	-11.34	12.36	9.46	-2.43	-5.14	9.61	6.19	4.91	0.49	10.18	6.73	12.16	10.65	-0.89	-3.01	13.08	10.97	8.89	6.79
	Profuturo	-5.93	-10.19	11.30	8.42	0.87	-1.94	8.23	4.85	6.32	1.85	9.10	5.69	10.65	9.16	-0.89	-3.01	12.92	10.81	11.74	9.57
	Promedio	-7.06	-11.26	11.78	8.89	-0.04	-2.82	8.92	5.52	5.66	1.21	9.94	6.50	11.92	10.41	-1.30	-3.42	12.92	10.81	10.52	8.38
TIPO 3	Horizonte	-15.91	-19.72	12.30	9.40																
	Habitat											12.03	8.52	14.55	13.00	-5.93	-7.95	12.89	10.79	13.29	11.10
	Integra	-16.33	-20.12	9.00	6.19	1.53	-1.29	6.09	2.78	1.83	-2.46	10.79	7.31	13.64	12.10	-4.46	-6.51	7.79	5.78	5.03	3.00
	Prima	-19.83	-23.46	11.52	8.64	-2.78	-5.48	7.61	4.25	1.27	-2.99	10.01	6.56	12.06	10.55	-3.90	-5.96	5.75	3.77	3.01	1.02
	Profuturo	-16.27	-20.05	9.68	6.84	3.11	0.24	6.27	2.95	4.74	0.33	10.28	6.82	11.19	9.69	-2.62	-4.71	8.79	6.77	9.19	7.08
	Promedio	-17.32	-21.06	10.63	7.78	0.32	-2.47	6.69	3.36	2.41	-1.91	10.46	7.00	12.44	10.92	-3.80	-5.87	7.82	5.81	6.34	4.28
TIPO 0	Habitat													5.07	3.65	4.20	1.96	4.60	2.65	3.55	1.54
	Integra													4.81	3.40	3.56	1.34	4.03	2.09	2.91	0.92
	Prima													4.35	2.95	3.61	1.39	4.36	2.42	2.99	1.00
	Profuturo													4.75	3.34	3.86	1.64	4.33	2.39	3.05	1.05
	Promedio													4.66	3.25	3.71	1.49	4.26	2.32	3.02	1.03

Adaptado de: SBS (2010-2020)

Anexo 2:

Inversiones del SPP, periodo 2011-2020

AFP	AÑO 2011 (En miles de soles)		AÑO 2012 (En miles de soles)		AÑO 2013 (En miles de soles)		AÑO 2014 (En miles de soles)		AÑO 2015 (En miles de soles)		AÑO 2016 (En miles de soles)		AÑO 2017 (En miles de soles)		AÑO 2018 (En miles de soles)		AÑO 2019 (En miles de soles)		AÑO 2020 (En miles de soles)	
	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR	INVERSIÓN LOCAL	INVERSIÓN EXTERIOR
Horizonte	13,287,198	5,603,519	15,824,075	6,761,244																
Habitat					47,208	31,888	295,783	201,995	908,667	588,941	1,806,819	1,171,940	2,991,072	2,500,224	3,996,379	3,370,064	6,003,496	4,964,049	6,757,949	6,753,660
Integra	17,474,628	6,762,461	20,266,111	8,361,837	26,635,378	14,746,201	25,731,792	18,817,295	29,554,773	19,725,922	32,651,901	19,390,554	35,857,033	25,536,161	33,142,848	25,423,705	35,472,708	29,359,679	30,097,210	29,646,594
Prima	18,017,102	7,228,513	20,731,242	8,999,130	18,839,992	11,409,418	20,855,461	14,669,797	20,750,871	15,465,828	25,384,258	16,235,784	26,757,996	21,803,927	25,691,352	21,126,804	29,888,158	23,760,420	23,154,812	24,971,298
Profuturo	8,866,154	3,239,673	10,200,064	4,082,103	13,514,121	9,322,550	15,967,092	12,242,717	16,387,825	13,633,933	19,472,985	14,396,412	21,317,708	17,197,172	20,469,391	18,134,099	23,249,025	19,889,685	20,167,563	19,882,460
TOTAL SPP	**57,645,081**	**22,834,167**	**67,021,491**	**28,204,313**	**59,036,699**	**35,510,056**	**62,850,128**	**45,931,804**	**67,602,136**	**49,414,624**	**79,315,962**	**51,194,690**	**86,923,809**	**67,037,485**	**83,299,971**	**68,054,671**	**94,613,387**	**77,973,833**	**80,177,533**	**81,254,012**

Fuente: Boletín Estadístico Mensual SBS Diciembre (2011-2020)
Elaboración: propia

Anexo 3:

Ingresos y Egresos del SPP, periodo 2011-2020(En miles de soles)

AFP	AÑO 2011 (Ene 2011/ Dic 2011)		AÑO 2012 (Ene 2012/ Dic 2012)		AÑO 2013 (Ene 2013/ Dic 2013)		AÑO 2014 (Ene 2014/ Dic 2014)		AÑO 2015 (Ene 2015/ Dic 2015)		AÑO 2016 (Ene 2016/ Dic 2016)		AÑO 2017 (Ene 2017/ Dic 2017		AÑO 2018 (Ene 2018/ Dic 2018)		AÑO 2019 (Ene 2019/ Dic2019)		AÑO 2020 (Ene 2020/ Dic 2020)	
	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos
Horizonte	1,443,109.16	-719,171.60	1,705,221.40	-718,486.70	-21,534,054.47	-459,099.20														
Habitat					80,683.30	-122.10	400,015.20	-5,531.90	954,724.50	-28,841.30	1,404,775.30	-12,208.20	2,073,420.80	-210482.00	2,786,468.30	-616,122.00	3,507,221.00	-898,568.10	3,658,911.30	-867,783.40
Integra	1,484,449.44	-938,804.90	1,964,597.10	-818,631.80	13,506,992.69	-1,107,642.10	3,051,980.90	-1,851,954.00	3,282,422.40	-2,042,166.80	3,300,080.70	-3,948,030.60	3,287,420.80	-3657688.60	4,094,055.50	-5,272,590.20	3,933,225.30	-5,137,000.20	2,820,991.40	-4,573,319.50
Prima	2,198,821.18	-995,673.00	2,388,953.39	-940,009.40	3,434,555.58	-1,057,009.20	2,968,657.50	-1,209,315.90	2,842,185.40	-1,512,096.80	3,116,219.40	-3,048,204.50	3,065,656.90	-3076860.30	4,072,905.90	-4,925,799.30	4,391,489.50	-4,890,145.60	2,533,154.00	-2,220,045.10
Profuturo	1,091,958.42	-501,817.60	1,150,972.30	-485,797.20	12,565,214.50	-702,348.60	2,331,169.60	-1,107,516.80	2,412,927.40	-1,224,058.40	2,137,260.60	-2,406,754.60	2,400,616.80	-2170168.40	2,840,058.00	-2,915,525.60	2,692,879.80	-3,186,098.10	2,273,205.70	-1,994,085.60
TOTAL SPP	6,218,338.20	-3,155,467.10	7,209,744.20	-2,962,925.10	8,053,391.60	-3,326,221.20	8,751,823.20	-4,174,318.60	9,492,259.70	-4,807,163.30	9,958,336.00	-9,415,197.90	10,827,115.30	-9115199.30	13,793,487.70	-13,730,037.10	14,524,815.60	-14,111,812.00	11,286,262.40	-9,655,233.60

Fuente: Boletín Estadístico Mensual SBS Diciembre (2011-2020)
Elaboración: propia

Anexo 4:

Valor cuota año 2019-mes de mayo

DÍA	FONDO 0	FONDO 1	FONDO 2	FONDO 3
30-04-2019	S/ 11.4641148	S/ 16.0372046	S/ 16.1605939	S/ 15.0366959
01-05-2019	S/ 11.4654804	S/ 16.0304642	S/ 16.14	S/ 15.0045453
02-05-2019	S/ 11.4663397	S/ 16.0235494	S/ 16.14	S/ 15.0092353
03-05-2019	S/ 11.4677684	S/ 16.0357338	S/ 16.13	S/ 15.0078199
04-05-2019	S/ 11.4677684	S/ 16.0357338	S/ 16.13	S/ 15.0078199
05-05-2019	S/ 11.4677684	S/ 16.0357338	S/ 16.1338465	S/ 15.0078199
06-05-2019	S/ 11.4722875	S/ 16.0306306	S/ 16.1140076	S/ 14.9874119
07-05-2019	S/ 11.4734815	S/ 16.0089317	S/ 16.0626179	S/ 14.9260702
08-05-2019	S/ 11.4766451	S/ 16.0136942	S/ 16.0282182	S/ 14.8623863
09-05-2019	S/ 11.4781359	S/ 15.9886220	S/ 15.9844404	S/ 14.8066605
10-05-2019	S/ 11.4793086	S/ 16.0155038	S/ 15.9844067	S/ 14.7645448
11-05-2019	S/ 11.4793086	S/ 16.0155038	S/ 15.9844067	S/ 14.7645448
12-05-2019	S/ 11.4793086	S/ 16.0155038	S/ 15.9844067	S/ 14.7645448
13-05-2019	S/ 11.4831653	S/ 15.9909400	S/ 15.9232951	S/ 14.6679562
14-05-2019	S/ 11.4843446	S/ 15.9811958	S/ 15.8576051	S/ 14.5609221
15-05-2019	S/ 11.4855835	S/ 16.0101787	S/ 15.9035273	S/ 14.6116749
16-05-2019	S/ 11.4870548	S/ 16.0147843	S/ 15.9307879	S/ 14.6379037
17-05-2019	S/ 11.4882533	S/ 16.0526922	S/ 15.9762035	S/ 14.6824434
18-05-2019	S/ 11.4882533	S/ 16.0526922	S/ 15.9762035	S/ 14.6824434
19-05-2019	S/ 11.4882533	S/ 16.0526922	S/ 15.9762035	S/ 14.6824434
20-05-2019	S/ 11.4919728	S/ 16.0754573	S/ 15.9824649	S/ 14.6687677
21-05-2019	S/ 11.4932687	S/ 16.1283616	S/ 16.0086789	S/ 14.6738565
22-05-2019	S/ 11.4946435	S/ 16.1362469	S/ 16.0107709	S/ 14.6476143
23-05-2019	S/ 11.4963214	S/ 16.1555455	S/ 16.0179134	S/ 14.6243564
24-05-2019	S/ 11.4971369	S/ 16.1695466	S/ 15.9939397	S/ 14.5776479
25-05-2019	S/ 11.4971369	S/ 16.1695466	S/ 15.9939397	S/ 14.5776479
26-05-2019	S/ 11.4971369	S/ 16.1695466	S/ 15.9939397	S/ 14.5776479
27-05-2019	S/ 11.5014748	S/ 16.1932945	S/ 16.0323085	S/ 14.6119574
28-05-2019	S/ 11.5027640	S/ 16.2075674	S/ 16.0406861	S/ 14.5996570
29-05-2019	S/ 11.5044628	S/ 16.2181716	S/ 16.0398551	S/ 14.5982756
30-05-2019	S/ 11.5063967	S/ 16.2261499	S/ 16.0618517	S/ 14.6293248

Anexo 5:

Valor cuota año 2020, mes de mayo

DÍA	FONDO 0	FONDO 1	FONDO 2	FONDO 3
30-04-2020	S/ 11.9703835	S/ 16.0485858	15.8156089	S/ 13.4044331
01-05-2020	S/ 11.9714083	S/ 16.0290090	15.7476718	S/ 13.3037940
02-05-2020	S/ 11.9714083	S/ 16.0290090	15.7476718	S/ 13.3037940
03-05-2020	S/ 11.9714083	S/ 16.0290090	15.7476718	S/ 13.3037940
04-05-2020	S/ 11.9735933	S/ 15.9508307	15.6275212	S/ 13.2399570
05-05-2020	S/ 11.9755529	S/ 16.0807866	15.7547892	S/ 13.3133116
06-05-2020	S/ 11.9767374	S/ 16.1584073	15.8792583	S/ 13.4406731
07-05-2020	S/ 11.9781416	S/ 16.1999142	15.9171063	S/ 13.4856691
08-05-2020	S/ 11.9783722	S/ 16.3692497	16.1319248	S/ 13.6642596
09-05-2020	S/ 11.9783722	S/ 16.3692497	16.1319248	S/ 13.6642596
10-05-2020	S/ 11.9783722	S/ 16.3692497	16.1319248	S/ 13.6642596
11-05-2020	S/ 11.9810875	S/ 16.4787332	16.2752308	S/ 13.7442417
12-05-2020	S/ 11.9822195	S/ 16.4990277	16.3173170	S/ 13.8798043
13-05-2020	S/ 11.9845923	S/ 16.4642947	16.2694816	S/ 13.8237353
14-05-2020	S/ 11.9855729	S/ 16.4682719	16.2299140	S/ 13.7309616
15-05-2020	S/ 11.9866943	S/ 16.4524025	16.1963098	S/ 13.6922124
16-05-2020	S/ 11.9866943	S/ 16.4524025	16.1963098	S/ 13.6922124
17-05-2020	S/ 11.9866943	S/ 16.4524025	16.1963098	S/ 13.6922124
18-05-2020	S/ 11.9895813	S/ 16.5639985	16.3345126	S/ 13.8223153
19-05-2020	S/ 11.9910473	S/ 16.6014443	16.3639134	S/ 13.8908832
20-05-2020	S/ 11.9918875	S/ 16.6250406	16.3640375	S/ 13.8857707
21-05-2020	S/ 11.9940225	S/ 16.7298142	16.4340548	S/ 13.9091560
22-05-2020	S/ 11.9951021	S/ 16.8139993	16.4763034	S/ 13.8810476
23-05-2020	S/ 11.9951021	S/ 16.8139993	16.4763034	S/ 13.8810476
24-05-2020	S/ 11.9951021	S/ 16.8139993	16.4763034	S/ 13.8810476
25-05-2020	S/ 11.9976065	S/ 16.8482899	16.5047119	S/ 13.9046551
26-05-2020	S/ 11.9988385	S/ 16.9315183	16.6233053	S/ 14.0241291
27-05-2020	S/ 12.0000755	S/ 16.9563665	16.6719848	S/ 14.1149380
28-05-2020	S/ 11.9998502	S/ 16.9513742	16.6625654	S/ 14.1009294
29-05-2020	S/ 12.0006144	S/ 16.9514908	16.6705536	S/ 14.1113885
30-05-2020	S/ 12.0006144	S/ 16.9514908	16.6705536	S/ 14.1113885

Recibo digital

Este recibo confirma quesu trabajo ha sido recibido por Turnitin. A continuación podrá ver la información del recibo con respecto a su entrega.

La primera página de tus entregas se muestra abajo.

Autor de la entrega:	Melquiades Alejandro De La Torre Pretel
Título del ejercicio:	INFORME FINAL DE TESIS
Título de la entrega:	Rentabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensione...
Nombre del archivo:	27-04-2022-_INFORME_DE_TESIS-AFP-2010-2020.docx
Tamaño del archivo:	1.12M
Total páginas:	74
Total de palabras:	18,824
Total de caracteres:	101,501
Fecha de entrega:	01-may.-2022 02:16p. m. (UTC-0500)
Identificador de la entre...	1825385497

UNIVERSIDAD NACIONAL PEDRO RUIZ GALLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
ESCUELA PROFESIONAL DE ADMINISTRACIÓN

Rentabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones del Perú: Análisis del periodo 2011-2020

Tesis presentada por:

DAMIÁN CHAPOÑÁN, GERALDINE KARINA
NARVAEZ ALVA, KATHERIN

Para obtener el Título Profesional de
LICENCIADAS EN ADMINISTRACIÓN

Lambayeque - Perú
Mayo - 2022

Derechos de autor 2022 Turnitin. Todos los derechos reservados.

Rentabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones del Perú: Análisis del periodo 2011-2020

INFORME DE ORIGINALIDAD

15%	15%	2%	7%
INDICE DE SIMILITUD	FUENTES DE INTERNET	PUBLICACIONES	TRABAJOS DEL ESTUDIANTE

FUENTES PRIMARIAS

1	tesis.ucsm.edu.pe Fuente de Internet	2%
2	hdl.handle.net Fuente de Internet	1%
3	dspace.unitru.edu.pe Fuente de Internet	1%
4	www.sbs.gob.pe Fuente de Internet	1%
5	docplayer.es Fuente de Internet	1%
6	repositorio.unp.edu.pe Fuente de Internet	1%
7	gestion.pe Fuente de Internet	1%
8	www.afphabitat.com.pe Fuente de Internet	<1%
9	tesis.pucp.edu.pe Fuente de Internet	

		<1 %
10	elcomercio.pe Fuente de Internet	<1 %
11	mag.elcomercio.pe Fuente de Internet	<1 %
12	www.redalyc.org Fuente de Internet	<1 %
13	intranet2.sbs.gob.pe Fuente de Internet	<1 %
14	repositorio.ucv.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
15	Submitted to Universidad Continental Trabajo del estudiante	<1 %
16	repositorio.upt.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
17	Submitted to Fundación Universitaria del Area Andina Trabajo del estudiante	<1 %
18	www.bancomundial.org Fuente de Internet	<1 %
19	Submitted to Pontificia Universidad Catolica del Peru Trabajo del estudiante	<1 %

20	unac.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
21	www.aiosfp.org Fuente de Internet	<1 %
22	repositorio.esan.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
23	Submitted to Universidad Privada Antenor Orrego Trabajo del estudiante	<1 %
24	www.coursehero.com Fuente de Internet	<1 %
25	www.slideshare.net Fuente de Internet	<1 %
26	1library.co Fuente de Internet	<1 %
27	www.google.com Fuente de Internet	<1 %
28	vsip.info Fuente de Internet	<1 %
29	www.interior.cl Fuente de Internet	<1 %
30	www.mef.gob.pe Fuente de Internet	<1 %
31	repositorio.ulima.edu.pe	

Fuente de Internet

<1 %

32	repository.unad.edu.co Fuente de Internet	<1 %
33	www.spvs.gov.bo Fuente de Internet	<1 %
34	repositorio.unprg.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
35	noticias.juridicas.com Fuente de Internet	<1 %
36	www.perucontable.com Fuente de Internet	<1 %
37	ezproxybib.pucp.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
38	www.scielo.cl Fuente de Internet	<1 %
39	repository.ugc.edu.co Fuente de Internet	<1 %
40	www.bcn.cl Fuente de Internet	<1 %
41	es.slideshare.net Fuente de Internet	<1 %
42	www.bcentral.cl Fuente de Internet	<1 %

43	repositorio.uancv.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
44	repositorio.unjfsc.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
45	www.bbc.com Fuente de Internet	<1 %
46	Submitted to Universidad de Lima Trabajo del estudiante	<1 %
47	www.altonivel.com.mx Fuente de Internet	<1 %
48	repositorio.udh.edu.pe Fuente de Internet	<1 %
49	www.sagpya.mecon.gov.ar Fuente de Internet	<1 %
50	Submitted to Universidad Cesar Vallejo Trabajo del estudiante	<1 %

Excluir citas	Activo	Excluir coincidencias	< 15 words
Excluir bibliografía	Activo		