

El sistema privado de pensiones y su papel en la economía peruana¹

Jorge Rojas - PUCP

La pregunta central que nos planteamos en esta investigación es: ¿cuál es la rentabilidad neta real del Sistema Privado de Pensiones (SPP) en el Perú? A través del análisis correspondiente, esperamos demostrar que la tasa de retorno aludida no es la adecuada para garantizar el crecimiento saludable del SPP en el Perú, por lo que sería necesario revisar las reglas de juego que actualmente rigen este sistema.

El SPP peruano: sus principales características

El SPP se crea en 1992, tomando como modelo el sistema chileno, y sufre diversos cambios en su marco legal entre 1995 y 2002, los cuales en su gran mayoría buscaban estimular -casi compeler- a los asalariados a optar por el SPP sobre la Oficina de Normalización Previsional (ONP) o enfrentar situaciones coyunturales -como dar facilidades especiales a los desempleados para acceder a la jubilación anticipada-, sin preocuparse por aspectos más importantes concernientes a la eficiencia del SPP.

Cuando se revisan las dos variables básicas representativas del tamaño del SPP en el Perú (el número de afiliados y el monto de los fondos manejados), hallamos que nuestro país se encuentra rezagado con respecto a otros países de la región en cuanto a la captación de afiliados, aunque no tanto con respecto del tamaño del fondo manejado. En el caso de la captación de afiliados, es claro que un problema central es la informalidad, pues menos del 3% de los trabajadores sin contrato de trabajo está afiliado al SPP. Destaca también la caída de la proporción de afiliados activos dentro del total de afiliados, lo que hace que si bien en estos momentos dicho total sea aproximadamente

«...hallamos que nuestro país se encuentra rezagado con respecto a otros países de la región en cuanto a la captación de afiliados, aunque no tanto con respecto del tamaño del fondo manejado»



tres millones, solo una tercera parte de ellos está aportando. Asimismo, llama la atención el relativamente bajo nivel de ingreso promedio de los afiliados al SPP, cuando se le compara, por ejemplo, con el sueldo urbano promedio calculado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

Con relación al peso relativo de los fondos acumulados por el SPP dentro del sistema financiero peruano, podemos señalar que a fines del año 2001, la cartera administrada por las AFP había llegado a representar más de la cuarta parte del total de las obligaciones del sistema bancario con el sector privado. Esto refleja que los fondos administrados por el SPP crecen a una tasa más alta que aquella a la que crecen los pasivos del sistema bancario, mientras que la parte de la cartera de las AFP invertida en obligaciones de la banca privada, llegó a representar casi el 9% del total de las obligaciones de la banca.

La rentabilidad y los costos del SPP

El análisis de la evolución del valor cuota del SPP (rentabilidad) y de las comisiones cobradas por las AFP (costos), es de particular importancia para la presente in-

1/ Resumen del documento homónimo, desarrollado en el marco del Concurso 2001, auspiciado por ACIDI-IDRC. Podrá descargar la versión completa de este documento, desde www.consorcio.org/programa2001.asp

«...a fines del año 2001, la cartera administrada por las AFP había llegado a representar más de la cuarta parte del total de las obligaciones del sistema bancario con el sector privado»

investigación. Tal como se puede observar en el cuadro 1, el valor cuota, cuyo valor nominal inicial en junio de 1993 fue de 10 nuevos soles, había alcanzado los 31,38 soles a fines de 2001, lo cual implica un rendimiento nominal acumulado de más de 200%. La rentabilidad nominal anual, calculada como la variación relativa del valor cuota, alcanza cifras de dos dígitos en todos los años, salvo dos de los nueve años considerados (1998 y 2000). Precisamente, en estos dos años, la rentabilidad real del SPP se hace negativa.

Más allá de la rentabilidad bruta del SPP, es de interés que revisemos las cifras sobre las comisiones cobradas por las AFP, pues la rentabilidad neta debe depender tanto de la rentabilidad bruta del SPP como de las comisiones pagadas por los afiliados. Una manera de ilustrar la importancia de las comisiones cobradas por las AFP, es comparando el monto de las comisiones cobradas con sus utilidades netas. Como se puede ver en el cuadro 1, hacia el año 2001, el 41,7% de los ingresos por comisiones se había traducido en utilidades de las AFP.

La rentabilidad del SPP peruano

La rentabilidad del SPP peruano se debe medir distinguiendo y enfatizando la importancia de la diferencia entre rentabilidad neta y rentabilidad bruta. Para realizar dicha medición, podemos usar varias metodologías en diversos niveles y para diferentes períodos. Puesto que las dos metodologías que proponemos para medir la rentabilidad neta del SPP se aplican a afiliados activos que no se han jubilado, debemos examinar, finalmente, la rentabilidad del SPP para un afiliado que se ha jubilado.

La medición de la rentabilidad neta del SPP

La pregunta que nos interesa responder, en este punto, es: ¿cuál es la rentabilidad neta del SPP después de diez años de funcionamiento y cómo se compara con la rentabilidad bruta calculada por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS)? Para responder a esta pregunta existen varias opciones, las cuales, esencialmente, se basan en dos metodologías: una consiste en aplicar el cálculo actuarial a los pagos realizados por los afiliados y al valor de sus fondos de pensiones; y la otra consiste en derivar -bajo ciertos supuestos- una relación analítica entre la rentabilidad neta y una serie de variables que la explican (la rentabilidad bruta, la tasa de aportación, la comisión y el tiempo transcurrido), relación que debe tomar la forma de una ecuación, lo que implica recurrir al análisis numérico.

Cuadro 1

Los costos y la rentabilidad del SPP en el Perú: 1993-2002

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Valor cuota (S./.)	11,50	14,38	16,74	19,79	23,39	23,62	29,08	28,28	31,38	35,44
Rentabilidad nominal (%)	n.d.	25,05	16,34	18,28	18,16	1,00	23,10	-2,75	10,95	12,95
Rentabilidad real (%)	n.d.	8,58	5,55	5,83	11,11	-4,77	18,67	-6,74	11,07	11,25
Comisión fija (S./.) ^{1/}	0,88	2,52	3,31	3,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comisión variable (%) ^{1/}	0,64	2,05	1,98	2,02	2,34	2,35	2,36	2,39	2,39	2,27
Prima de seguro (%)	2,25	1,96	1,14	1,33	1,38	1,38	1,38	1,34	1,34	1,24
AFP										
- Ingreso por comisiones ^{2/}	1,39	66,97	141,79	237,50	330,45	399,37	434,69	489,91	504,89	532,08
- Utilidad neta ^{2/}	-63,99	-88,70	-38,38	-57,55	14,43	34,23	88,92	185,72	210,32	217,59
- Utilidad/Comisiones (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,4	8,6	20,5	37,9	41,7	40,9

n.d.: Información no disponible

1/: Fin de período.

2/: Millones de soles.

Fuente: SAFF (1993-1999). *Memorias*. Lima; SPP (2000). *Compendio estadístico y (2001-2002)*. *Boletín informativo mensual*. Lima: diciembre



El cálculo actuarial aplicado a cuentas individuales

El cálculo actuarial puede ser aplicado a las cuentas individuales de los afiliados a las cuatro AFP existentes. Así, se calculan las rentabilidades netas y brutas, sea en términos reales o nominales, de esas cuentas individuales. Estos cálculos los hemos realizado usando, como base de datos, las aportaciones de un afiliado a la AFP Profuturo durante el período noviembre 1993-noviembre 2002. Los resultados obtenidos se presentan en el cuadro 2. Como puede observarse, en el caso de la rentabilidad neta (nominal o real) distinguimos entre rentabilidad producida (por el SPP) y rentabilidad percibida (por los afiliados).

Esta distinción resulta de la existencia, hasta junio de 1995, de un impuesto de 18% (impuesto general a las ventas o IGV) a las comisiones pagadas por los afiliados. Debemos también recalcar que esta diferencia entre rentabilidad neta producida y rentabilidad neta percibida, existe solo en el caso de los afiliados al SPP antes de julio de 1995. En todo caso, es claro que después de nueve años de aportaciones, la rentabilidad neta real es todavía negativa.

Estos resultados podrían ser contrastados con los calculados para los afiliados de otras AFP. Sin embargo, no ha sido posible conseguir tal información, sobre todo para un período relativamente largo (9 años), como el que cubre el cuadro 2.

La rentabilidad así calculada de un fondo de pensiones en la AFP Profuturo, puede ser también comparada con la rentabilidad correspondiente publicada por la SBS. En este caso, se encuentra que las cifras publicadas por la SBS son claramente mayores que las obtenidas por nosotros, en el caso de la rentabilidad bruta (ver el cuadro 2).

El cálculo actuarial aplicado a cuentas simuladas

El cálculo actuarial también puede ser aplicado a una cuenta ficticia, la cual se simula a partir de un vector de remuneraciones mensuales.

Los resultados de un primer ejercicio, usando este método, son presentados en el cuadro 3. En este caso, la rentabilidad es calculada para el período enero 1994-noviembre 2002, básicamente para los primeros nueve años de funcionamiento del SPP. Los cálculos se han hecho para un afiliado ficticio, con un ingreso mensual fijo de 1.000 nuevos soles de junio de 1994, y lo que se obtiene es que la rentabilidad neta real percibida por el afiliado ha sido de 1,35% anual; mientras que la rentabilidad neta real producida por el SPP ha sido 2,31%, cifras muy por debajo de la rentabilidad bruta real (6,09%).

Una crítica obvia a estos cálculos es que considerar un plazo relativamente corto, no toma en cuenta el hecho de que las comisiones cobradas por las AFP son un porcentaje de los salarios de los afiliados y no del valor del fondo, por lo que tales comisiones deben ir perdiendo peso con relación al valor del fondo al pasar los años. Esto debe repercutir en un aumento de la rentabilidad neta, si se considera un período más largo. Aunque admitir este argumento implica aceptar que las AFP no introducirán eventualmente

Cuadro 2

Rentabilidad anual de cuenta individual en la AFP Profuturo: noviembre 1993-noviembre 2002 (Porcentajes)

	Bruta nominal	Neta nominal Producida	Neta nominal Percibida	Bruta real	Neta real Producida	Neta real Percibida
Nuestros cálculos	9,79	3,14	3,05	5,79	-0,34	-0,41
Cifras SBS	13,55	n.d	n.d.	6,40	n.d	n.d.

n.d.: Información no disponible

Fuente: Cálculos propios y SBS [SPP (2002). Boletín informativo mensual. Lima: noviembre]

Cuadro 3

Rentabilidad anual promedio de afiliado con ingreso real fijo: 1994-2002
(Porcentajes)

	Neta nominal			Neta real		
	Bruta nominal	Producida	Percibida	Bruta real	Producida	Percibida
Integra	11,01	6,89	5,89	6,43	2,72	1,68
Horizonte	10,79	6,69	5,77	6,22	2,53	1,58
Profuturo	10,32	5,93	5,01	5,78	1,84	0,88
Unión Vida	10,12	5,90	5,02	5,66	1,87	0,94
Sistema	10,65	6,45	5,52	6,09	2,31	1,35

Fuente: Cálculos propios, usando datos de enero 1994-noviembre 2002 de la SBS (SPP (2002). *Boletín informativo mensual*. Lima: noviembre]

una comisión que sea un porcentaje del valor del fondo, si procedemos a emplear el cálculo actuarial para proyectar la rentabilidad neta del SPP a 30 años, obtenemos una tasa de 4,75%.

El análisis numérico aplicado a la proyección de la rentabilidad neta

Una última posibilidad es derivar una ecuación, que sirva para calcular la rentabilidad neta del SPP a partir de la tasa de rentabilidad bruta (6,09%), la tasa de aportación (8%), las comisiones cobradas por las AFP (2,27%) y el tiempo transcurrido. La solución numérica de dicha ecuación debe arrojar una estimación menos precisa que la obtenida usando cálculo actuarial. El análisis numérico requerido para calcular la rentabilidad neta del SPP en este punto, fue realizado utilizando el programa *Mathematica*.

Al utilizar dicho programa, encontramos que los valores de la tasa anual de rentabilidad neta son: 0,68% luego de 10 años, 3,72% luego de 20 años, 4,65% luego de 30 años y 5,08% luego de 40 años. La cifra correspondiente a un período de 30 años (4,65%) está bastante cerca de la rentabilidad proyectada a 30 años para el afiliado supuesto (4,75%), lo cual en alguna medida respalda la precisión de estos resultados.

La rentabilidad en el caso de afiliados no activos y jubilados

La rentabilidad real que percibe un jubilado por sus fondos es igual a la tasa de descuento usada para cal-

cular su pensión mensual, a partir de su cuenta individual de capitalización. Aunque esta tasa de descuento es regulada por la SBS, solo es de 4%, tasa aun menor que la rentabilidad acumulada neta real percibida por un afiliado activo luego de 30 años (poco menos de 5%) y mucho menor que la rentabilidad neta percibida por un afiliado activo que tiene 30 o más años de aportaciones (que debe ser poco más de 6%, de estar cerca de la rentabilidad histórica). Debemos añadir que estas comparaciones no toman en cuenta que la legislación autoriza a las AFP a cobrar comisiones sobre rentas temporales y retiros programados pagados a los jubilados.

Explicación de la rentabilidad y planteamiento de cambios al SPP

Debemos pasar a discutir ahora diversas piezas de evidencia relacionadas con la rentabilidad del SPP peruano (su rentabilidad bruta, su rentabilidad neta y las reglas de juego, y su rentabilidad privada), para luego considerar algunas reformas que han sido propuestas (o pueden proponerse) con el propósito de renovar el sistema.

La rentabilidad bruta del SPP

Aunque nuestra intención es discutir mayormente la rentabilidad neta del SPP, es importante examinar previamente su rentabilidad bruta, puesto que esta es una variable clave en la explicación de la tasa de rentabilidad neta.

La comparación de la rentabilidad bruta del SPP

La pregunta básica que tendríamos que responder es: ¿qué tan bien se compara, durante el período 1994-2002, la rentabilidad bruta del SPP con activos financieros alternativos disponibles en el mercado? Una primera comparación la tendríamos que hacer con el rendimiento promedio de las acciones transadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Si bien hasta fines de 1999, y de forma más clara aun hasta mediados de 1997, la BVL tiene un rendimiento promedio que supera al del SPP, a partir de entonces (año 2000 en adelante), el SPP, apoyándose en su mayor estabilidad, sale claramente adelante.

Una segunda posibilidad es comparar la rentabilidad bruta del SPP con el rendimiento promedio de un depósito en soles a 360 días, en la banca comercial peruana. En este caso, el SPP pierde terreno frente a la banca comercial a partir de 1998 y la desventaja no es solamente en términos de rentabilidad, sino también de estabilidad.

En general, podemos decir que la rentabilidad bruta del SPP, si bien no es la mayor del mercado, tampoco se compara mal con importantes alternativas, por lo que podría estar muy cerca del rendimiento promedio de los activos financieros disponibles en el mercado.

La rentabilidad neta del SPP y las reglas de juego

Si aceptamos que la rentabilidad bruta del SPP es razonable, el problema no sería entonces una deficiencia de las AFP en su papel de inversionistas o de administradores de fondos de inversión, sino que la deficiencia se originaría en una asimetría en la relación entre las AFP y sus afiliados, que permitiría a las primeras el cobro de excesivas comisiones. Pero, ¿cómo podemos explicar las excesivas comisiones cobradas

«¿cómo podemos explicar las excesivas comisiones cobradas por las AFP y la actitud de las autoridades reguladoras al respecto? El problema se originaría en el reducido número de AFP que subsisten en el mercado (solo cuatro), lo que ha configurado un oligopolio»



por las AFP y la actitud de las autoridades reguladoras al respecto? El problema se originaría en el reducido número de AFP que subsisten en el mercado (solo cuatro), lo que ha configurado un oligopolio.

Esta situación se ve agravada porque dicho oligopolio dispone de un mercado cautivo y porque las autoridades no han buscado fomentar, en alguna medida, la competencia entre las AFP. Mientras que un monopolio (u oligopolio) común y corriente puede tener el poder para fijar el precio de su producto, los consumidores o demandantes pueden siempre tener la opción de no comprar o de comprar un producto sustituto, si no están dispuestos a pagar el elevado precio cobrado por el monopolio. Si los demandantes no disponen de esta opción, entonces se trata de un mercado cautivo. Tal es el caso del SPP, en el cual los trabajadores (dependientes) no tienen la opción de retirarse del sistema y escoger otro tipo de inversión, si consideran como muy elevadas las comisiones cobradas por todas las AFP.

Esta situación, que conjuga un oligopolio con un mercado cautivo, hace que sea muy importante el papel que desempeña la regulación, que debe tener como uno de sus objetivos básicos compensar a los afiliados en su relación asimétrica con las AFP. Hasta el momento, las autoridades han sido renuentes a fijar las comisiones cobradas por las AFP². Tal vez ello no sea nece-

2/ Rodríguez (1999) señala que en Chile tales comisiones están “fuertemente reguladas por el gobierno” [Rodríguez, Jacobo (1999). *Chile's Private Pension System at 18: Its current state and future challenges*, Cato Social Security Privatization, Nº 17. Washington, D.C.: Cato Institute, p. 7]; mientras que Yermo (2000) indica que la comisión total en Chile no puede ser más de 3% y en Bolivia, más de 1%, aunque en este caso se cobra también un porcentaje del valor del fondo [Yermo, Juan (2000). “Institutional investors in Latin America: Recent trends and regulatory challenges”, en OECD. *Private pension systems and policy issues*, Private Pension Series, Nº 1. París: OECD, p. 143].

sario pero, al mismo tiempo, la SBS no parece interesada en aprovechar una serie de oportunidades para fomentar la competencia entre ellas.

Las comisiones como porcentaje del valor del fondo

Las comisiones cobradas por las AFP son excesivas, si las comparamos con las cobradas por entidades similares en otros países. Se puede realizar otro tipo de comparación, que podría ser más pertinente, con los fondos mutuos que operan en el Perú, por cuanto los fondos mutuos son el tipo de institución financiera más parecido a una AFP y porque no estamos saliendo fuera del país para hacer la comparación. Según algunos autores, el alto costo del SPP es "un mito" porque la serie comisiones/fondos tendría, a 30 años, un promedio que resulta inferior a la comisión anual que suelen cobrar los fondos mutuos en el Perú. Nuestra estimación de dicho promedio, a 30 años, arroja cifras entre 1,6% y 1,7%. Sin embargo, no podemos terminar de hacer la comparación mientras que la SBS no publique cifras sobre las comisiones cobradas por los fondos mutuos en el Perú.

El nivel de ingreso de los afiliados y la rentabilidad del SPP

El nivel de ingreso de los afiliados puede ser importante para la rentabilidad del fondo de pensiones manejado por cada AFP, por dos razones. Los afiliados de mayores ingresos pueden estar mejor informados sobre si su fondo tiene una rentabilidad apropiada y solicitar su traspaso hacia otra AFP, si consideran que la suya no es la más rentable. En este caso, el nivel de ingreso del afiliado promedio de una AFP reaccionaría ante cambios en la rentabilidad de sus fondos. Otra posibilidad sería que los afiliados de mayores ingresos pueden ser más exigentes y demandar un mayor rendimiento de su AFP, la cual se vería obligada a invertir más recursos en un mejor manejo de los fondos. En ese caso, la relación entre el ingreso del afiliado promedio y la rentabilidad seguiría siendo positiva, pero más bien en el largo plazo.

La importancia del ingreso de los afiliados como posible variable explicativa de la rentabilidad del SPP, puede reflejarse en el hecho de que los afiliados de mayores ingresos parecen ser "más exigentes" con sus AFP. El que el valor promedio de la cartera de un afiliado que pide traspaso es de unos 72.000 soles, mientras que el valor promedio de la cartera de un afiliado al SPP es de unos 5.000 soles, podría ser tomado como evidencia en este sentido. El bajo número de afiliados que solicita traspaso desde el año 2000, no debería hacernos pensar que estas solicitudes no tienen importancia para las AFP pues, como acabamos de mencionar, el valor promedio de la cartera

de estos afiliados es casi 15 veces el de la cartera del afiliado promedio, lo cual, a su vez, sugiere un nivel de ingreso promedio mayor.

Los aportes voluntarios y la rentabilidad neta del SPP

En 1995, con la reducción de la tasa de aportación de 10% a 8%, el SPP peruano se convirtió en el sistema con la más baja tasa de aportación capitalizable en la región. Esta medida debe afectar severamente la rentabilidad neta del sistema en el largo plazo, porque si bien hubo una reducción concomitante de las comisiones cobradas por las AFP, esta reducción fue solo temporal (y producto de la eliminación del IGV a las comisiones) y se revirtió en enero de 1997, lo que condujo a un fuerte aumento de la ratio Comisiones/Aportaciones.

Una posibilidad de enmendar, en alguna medida, esta situación sería tratar de promover los aportes voluntarios. En efecto, las normas contemplan la posibilidad de aportes voluntarios; sin embargo, no existen cifras sobre dichos aportes en las estadísticas del sistema.

La rentabilidad privada de las AFP

Las excesivas comisiones cobradas por las AFP, a su vez, se traducen en elevadas utilidades para ellas, tal como se puede observar en el cuadro 4. En él mostramos que si medimos la rentabilidad privada de una AFP por la ratio utilidades/patrimonio neto y tomamos en cuenta las 300 empresas de mayores ingresos en el Perú en el año 1999 (de las 2.081 que incluye la base de datos del INEI), encontramos que tres de las cuatro AFP que operan en el mercado tienen una rentabilidad de alrededor de 50%, lo que las coloca en el decil superior (entre las 30 más rentables) de las 300 empresas más grandes del país.

Debemos tener en cuenta, además, que si bien la posición relativa de las AFP en 1999 era muy venta-

Cuadro 4

La rentabilidad de las AFP en 1999

AFP	Rentabilidad	Orden
Horizonte	52,9%	22
Integra	50,8%	23
Unión	47,2%	25
Profuturo	7,3%	124

Fuente: Ranking INEI, ejercicio 1999 (tomado de la página web de Conasev)
Elaboración propia



josa (tal como se ha mostrado en el cuadro 4), en los años subsiguientes, tal posición debe haber ido mejorando aún más, en razón del tremendo crecimiento de las utilidades de dichas empresas desde entonces. En efecto, las utilidades de las AFP pasaron de unos 89 millones de soles en 1999 a unos 216 millones en el año 2002.

Algunos cambios propuestos o a ser propuestos

Algunos cambios ya han sido propuestos por diversos autores del país o de la región y, aunque las propuestas son muy interesantes e imaginativas, por lo general, se contentan con proponer limitadas reformas del sistema privado.

Por ejemplo, Italo Muñoz, asociado al IPE (Instituto Peruano de Economía), propone reformas al sistema peruano como cerrar el ingreso de los nuevos trabajadores al SNP, simplificar “las regulaciones y las excesivas cargas administrativas que se impone al SPP”, obligar a las AFP a licitar el seguro de invalidez y so-

brevivencia, permitir a las entidades bancarias y a las compañías de seguros administrar directamente los fondos de pensiones, permitir que los aportes de los afiliados al SPP se deduzcan de su monto imponible, flexibilizar las regulaciones sobre los límites a la inversión, entre otras.

Reformas más radicales, que contemplen, por ejemplo, la posibilidad de un sistema único, tal vez multifondo, cuyo manejo sea entregado (tras una licitación) a un consorcio financiero que garantice la mejor combinación de comisiones cobradas y rentabilidad producida, no son generalmente consideradas. Tampoco se considera la posibilidad de que las comisiones cobradas por las AFP dependan de la rentabilidad del fondo, haciendo así que los ingresos de una AFP dependan –al menos parcialmente– de su rendimiento como administradora de fondos.

Si opciones en esta dirección no son tomadas en cuenta, habría que examinar la posibilidad de hacer que la afiliación a cualquiera de los sistemas de pensiones –el público o el privado– sea opcional bajo ciertas condiciones. Consideraciones de este tipo serían más pertinentes en momentos en que se está viendo la posibilidad de reemplazar la Compensación por Tiempo de Servicio (CTS) por la contratación de un Seguro de Desempleo.

«...tres de las cuatro AFP que operan en el mercado tienen una rentabilidad de alrededor de 50%, lo que las coloca en el decil superior (entre las 30 más rentables) de las 300 empresas más grandes del país»