

JORGE ROJAS

EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN EL PERÚ



FONDO
EDITORIAL

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN EL PERÚ

Jorge Rojas

EL SISTEMA PRIVADO
DE PENSIONES EN EL PERÚ



FONDO
EDITORIAL

PONTIFICIA **UNIVERSIDAD CATÓLICA** DEL PERÚ

El Sistema Privado de Pensiones en el Perú
Jorge Rojas

© Jorge Rojas, 2014

© Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2014
Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú
Teléfono: (51 1) 626-2650
Fax: (51 1) 626-2913
feditor@pucp.edu.pe
www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: noviembre de 2014
Tiraje: 1000 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2014-17047
ISBN: 978-612-317-057-8
Registro del Proyecto Editorial: 31501361401133

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa
Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

ÍNDICE

Introducción	9
Capítulo 1. Sobre el estudio de los sistemas de pensiones	23
1.1 ¿Qué es un sistema de pensiones?	25
1.2 ¿Por qué es importante el estudio de los sistemas de pensiones?	27
1.3 ¿Por qué existen los sistemas de pensiones?	36
1.4 ¿Cómo puede organizarse un sistema de pensiones?	40
1.5 ¿Qué efectos tiene un sistema de pensiones sobre la economía?	45
1.6 ¿Cómo se puede evaluar la <i>performance</i> de un sistema de pensiones?	49
1.7 ¿Por qué se reformaron los sistemas de pensiones?	52
Capítulo 2. Creación y evolución del Sistema Privado de Pensiones peruano	55
2.1 El Sistema Público de Pensiones hasta 1992	56
2.2 La creación del Sistema Privado de Pensiones en 1992	70
2.3 Las reformas de Fujimori	85
2.4 Las reformas de Toledo	89
2.5 Las reformas de García	91
2.6 Las reformas de Humala	93
Anexo 2.1. Compromisos y observaciones referentes al SPP en cartas de intención, 1991-2007	98
Anexo 2.2. Ejercicio de simulación de evolución de valor de fondos según tipo de comisión	103
Anexo 2.3. El número de afiliados activos, cotizantes y promotores del SPP en el Perú, (diciembre 1993-junio 2010)	104
Capítulo 3. Las principales características del Sistema Privado de Pensiones	105
3.1 El SPP en la economía peruana	106
3.2 La cobertura del Sistema Privado de Pensiones	110
3.3 Los beneficios previsionales del SPP	116

3.4	La cartera de inversiones del Sistema Privado de Pensiones	119
3.5	El SPP y el mercado financiero peruano	125
3.6	El Sistema Privado de Pensiones y el sector público peruano	130
3.7	La rentabilidad del SPP peruano	133
3.8	La rentabilidad del SPP y de la Bolsa de Valores de Lima	138
3.9	La rentabilidad del SPP y de las cuentas CTS	140
3.10	La rentabilidad del SPP y la rentabilidad privada de las AFP	141
3.11	Los costos de administración del SPP peruano	148
Anexo 3.1.	Cifras originales empleadas en cuadro 3.1	151
Anexo 3.2.	SPP cartera administrada por tipo de instrumento, 1993-2012 (fin de periodo, millones de nuevos soles)	152
Anexo 3.3.	Porcentajes	162
Capítulo 4.	Las reglas de juego del Sistema Privado de Pensiones	163
4.1	Las reglas de afiliación al SPP	165
4.2	Los entes administradores especializados: las AFP	169
4.3	Los aportes y las comisiones	171
4.4	Los tipos de fondos y la administración de las carteras	177
4.5	Las pensiones y otros beneficios	184
4.6	El marco tributario	190
Capítulo 5.	La rentabilidad y eficiencia del Sistema Privado de Pensiones	191
5.1	La importancia de la rentabilidad de un SPP	193
5.2	Rentabilidad bruta vs. rentabilidad neta en un SPP	196
5.3	La medición de la rentabilidad bruta	202
5.4	Medición de la rentabilidad neta usando el cálculo actuarial	207
5.5	Proyección de la rentabilidad neta usando el análisis numérico	214
5.6	La rentabilidad del fondo CIC de un jubilado	218
5.7	Proyección de la tasa de reemplazo con comisión por flujo y perfil salarial decreciente	223
5.8	Proyección de la tasa de reemplazo con comisión por flujo y perfil salarial creciente	235
5.9	Proyección de la tasa de reemplazo con comisión por saldo	240
Anexo 5.1.	El uso del método de la pendiente en el análisis numérico	244
Conclusiones		249
Bibliografía		261
Publicaciones periódicas		276

INTRODUCCIÓN

Los sistemas de pensiones alrededor del mundo enfrentan problemas muy serios, los cuales tienden a agravarse por una serie de razones que discutiremos más adelante, y que se manifiestan en una corriente a favor de aumentar la edad de retiro y disminuir las prestaciones. Es importante, entonces, examinar en qué medida dichos problemas afectan también al sistema de pensiones en el Perú. Estrechamente ligada a este asunto está la necesidad de evaluar la eficiencia del Sistema Privado de Pensiones (SPP) peruano en el cumplimiento de sus funciones, para lo cual es preciso revisar la *performance* de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), así como examinar las reglas de juego que rigen el SPP, con el fin de —eventualmente— proponer cambios que coadyuven no solo a aumentar su eficiencia y su contribución al bienestar de la gente mayor de nuestro país, sino también a ganar legitimidad frente a los trabajadores.

Resaltamos el problema de la legitimidad, pues parece obvio que el trabajador promedio no tiene una imagen positiva, y mucho menos una idea clara, de la forma en que funciona el SPP. Es muy difícil que alguno de nosotros haya escuchado alguna vez de la jubilación de un amigo o familiar mayor como un evento que haya sido celebrado con gran alegría por el monto de la pensión por recibir, aunque eso también tiene que ver con el número de años que estuvo contribuyendo.

Otro síntoma de la falta de legitimidad del SPP peruano es la continua vitalidad del Sistema Nacional de Pensiones (SNP) en lo concerniente a la captación de nuevos afiliados. Y también el hecho de que el gobierno de Ollanta Humala se haya visto forzado a posponer por un año la afiliación forzada de trabajadores independientes al SPP.

Debemos señalar que nuestra preocupación por el futuro del SPP peruano surge también de observar los problemas que en general afectan a los sistemas de pensiones en todo el mundo, y que se suelen atribuir a cambios demográficos (el envejecimiento de la población) y a la generosidad de las prestaciones y mala administración de los sistemas públicos de pensiones, tal como lo hace, por ejemplo, el Banco Mundial en el capítulo 1 de un estudio clásico *Averting the Old Age Crisis*, publicado en 1994. Evidencia reciente de tales problemas es presentada, por ejemplo, en otro estudio del Banco Mundial sobre los sistemas de pensiones de 53 países, en el cual se usa un modelo de simulación de pensiones utilizado por los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), y encuentra —entre otras cosas— que la pensión esperada de un jubilado peruano es de un 39.1% de su ingreso promedio, muy por debajo del 59.4% promedio que corresponde a otros ocho países latinoamericanos incluidos en el estudio (Whitehouse, 2007, tabla 5.1).

Por nuestra parte, tenemos la sospecha de que los problemas —actuales y eventuales— que enfrentan los sistemas de pensiones no van a poder ser resueltos simplemente si se aumenta la edad de jubilación de los trabajadores y se reducen los beneficios; asimismo, se requieren diagnósticos y soluciones menos simples, más imaginativas. Existen, pues, razones para que se sienta cierta inquietud en relación con la capacidad de las AFP para poder cumplir sus tareas a favor de la población asalariada de nuestro país y para que se lleve adelante una nueva investigación al respecto.

Previamente, empero, debemos reconocer la existencia de un importante volumen de literatura sobre el SPP peruano. Esta información será útil para tratar de hacer un conciso recuento de los resultados más importantes, con el fin de poder usarlos, sea como puntos de referencia para nuestro estudio, sea para resaltar sus contribuciones, pero también para poder resaltar algunas omisiones que justificarían la tarea de escribir un nuevo libro sobre el SPP peruano.

Debemos empezar por reconocer que una evaluación exhaustiva de la literatura sobre el SPP peruano no es una tarea factible, no solamente por el gran número de publicaciones, sino también por su variedad en lo que concierne a los autores, a las entidades patrocinadoras (públicas, privadas, no gubernamentales, organismos multilaterales, gremios empresariales, etcétera), a los temas que desarrollan (recuentos generales, balances económicos, o algún tema específico), al tipo de publicación (libro, artículo, documento de trabajo, tesis profesional, documento o reporte de instituciones públicas y privadas, etcétera), a su importancia o repercusión, a su calidad, a la fecha y lugar de publicación (antes o después de la reforma; en el país o en el extranjero), etcétera. En nuestro caso, distinguiremos simplemente entre los trabajos que comprenden un análisis general del SPP peruano —su creación, evolución, características, logros y deficiencias— y aquellos orientados al estudio de cuestiones más específicas, ordenándolos cronológicamente.

Antes de empezar este recuento de la literatura existente, debemos mencionar una publicación previa a la creación del SPP, que contiene las conferencias dictadas en Lima por Carmelo Mesa-Lago en la Universidad del Pacífico en 1985, esto es, siete años antes de la creación del SPP, y publicadas en un libro editado por Morales y Slodky (1985). En estas conferencias, Mesa-Lago realiza un análisis comparativo de las características de la seguridad social en veinte países latinoamericanos hacia 1980 (Primera Parte); luego, con más detalle, se enfoca en la seguridad social peruana desde su creación y su evolución

hasta 1983 (Tercera Parte); para terminar con una serie de breves propuestas para reformar el sistema de seguridad social peruano, ninguna de las cuales considera la creación de un sistema privado. Esto último, en alguna medida, llama la atención, pues el sistema privado chileno ya había sido creado hacía cuatro años.

Luego, un primer estudio general de importancia es el documento de trabajo de Ortiz de Zevallos y otros (1999), que está relacionado con el asunto de la creación del SPP como opción política, y tiene el interés de contener un recuento de reformas institucionales en el Perú en las áreas de educación, salud y pensiones. En el caso de las reformas del sistema de pensiones (pp. 35-50), este documento presenta en detalle las maniobras políticas y de *lobbying* durante el periodo 1991-1992 que llevaron a la creación del SPP, subrayando el papel promotor jugado por el ministro de Economía Carlos Boloña, quien fue el que persuadió al presidente Fujimori sobre la necesidad de la reforma, para lo cual contó con la ayuda de José Piñera, quien fuera ministro de Trabajo y Previsión Social de Chile durante la reforma del sistema de pensiones en ese país.

Ítalo Muñoz (2000), por su parte, presenta un muy breve resumen de la situación del SNP al momento de la creación del SPP, de las reglas de juego según las cuales fue creado el SPP, de las reformas efectuadas a partir de 1995 y de algunos indicadores de su situación hacia fines de la década de 1990. El interés de este trabajo reside en el punto 4, «La agenda pendiente», en el cual se hace un listado de algunas de las deficiencias que por entonces presentaba el SPP, y a partir de lo cual se proponen algunas medidas para su solución, tales como no permitir al SNP admitir nuevos afiliados o extender la pensión mínima garantizada por el Estado a los trabajadores afiliados al SPP, entre otras.

En otro estudio de importancia, Morón y Carranza (2003) justifican la creación del SPP por la deplorable situación financiera del sistema público, pero olvidan —al igual que Muñoz (2000)— mencionar la severa caída de los salarios reales como uno de los factores más

importantes detrás de dicha situación. Presentan luego una reseña de las reglas de juego del nuevo sistema, así como un resumen estadístico de su situación luego de diez años de su creación. Un argumento central del libro gira alrededor de las comisiones cobradas por las AFP a sus afiliados, las cuales afirman —de manera algo apresurada— no podían ser consideradas elevadas, para lo cual elaboran el concepto alternativo de «comisión anual equivalente», que busca tomar en cuenta que las comisiones por flujo tienen una tendencia decreciente en relación con el monto del fondo acumulado. Los autores buscan también mostrar que el SPP no podía ser considerado oligopólico, para lo cual idean el ratio Índice de Herfindahl *realizado*/Índice de Herfindahl *mínimo*, el cual permite prescindir de manera poco convincente del número de firmas en una industria al momento de evaluar su grado de concentración.

Está también la publicación del Banco Mundial (2004), cuyo argumento central gira en torno a la necesidad de consolidar un sistema de pensiones de pilares múltiples (o multipilar), del tipo que había sido propuesto diez años antes por el mismo Banco Mundial (1994), compuesto por dos sistemas obligatorios (uno público y otro privado) y un sistema voluntario, y que explicaría la sobrevivencia del sistema público en el Perú. El estudio arguye que el sistema público representa una carga fiscal para el Estado y reconoce algunas deficiencias del SPP privado, particularmente sus elevados costos (o comisiones) y la volatilidad de su rentabilidad, que resultan de su administración por un oligopolio privado, e insiste en que para salir adelante se requiere una solución comprehensiva.

Están luego dos informes importantes de la Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales del Ministerio de Economía y Finanzas (2004 y 2004a), que presentan valiosos análisis comparativos de los sistemas de pensiones público y privado en lo que concierne a sus reglas de juego (legislación), situación financiera y su impacto sobre las cuentas fiscales. Parte del interés de estos estudios es que contienen lo que se puede considerar «réplicas oficiales» a ciertas críticas que ya se estaban

haciendo al SPP respecto a su baja cobertura y elevadas comisiones, en comparación con otros países de la región (Banco Mundial, 2004). En el primer caso se aduce que el SPP peruano era uno de los más jóvenes, y que —además— operaba paralelamente con el SNP. En el segundo caso, sostiene que las comisiones son elevadas en todos los países de la región y pone en duda la validez de usar el rendimiento neto de comisiones como indicador de la *performance* —desempeño— de las AFP, aduciendo, entre otras cosas, sus «limitaciones metodológicas» (2004, p. 17).

Dos importantes trabajos más recientes son el libro de Bernal y otros (2008) y el ensayo de Bjeletic y Tuesta (2010), que tienen en común un autor (David Tuesta) y haber sido auspiciados por el BBVA. Ambos buscan hacer una evaluación global del SPP, así como realizar algunas proyecciones de variables claves asociadas al SPP peruano. En general, reconocen algunas deficiencias del sistema, particularmente su bajo nivel de cobertura, y realizan algunas proyecciones no muy optimistas de los niveles de las pensiones y de las tasas de reemplazo, además de proponer algunas reformas con el propósito de mejorar las perspectivas del sistema.

Entre los estudios más puntuales, sobre algún aspecto —a veces más de uno— del SPP, y que generalmente envuelven cuestiones más sofisticadas, el primero que debemos mencionar es el ensayo de Vega-Centeno y Remenyi (1996). Se trata de un trabajo extenso y detallado, que resume los resultados de un estudio realizado por los autores para la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFP), en el cual destacan cálculos que proyectan los pagos por los bonos de reconocimiento creados para compensar a los trabajadores que se trasladasen al SPP por sus aportaciones al sistema público. De mayor interés y sofisticación son las estimaciones que realizan de las pensiones que serán percibidas por afiliados al SPP según diferentes escenarios concernientes a las características del afiliado (nivel salarial, años de aportación, etcétera), la rentabilidad del fondo y el tipo de pensión.

El ensayo de Carlos Wong (1994), funcionario de la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFP), por su parte, constituye el primer trabajo de importancia publicado domésticamente sobre el SPP. En este trabajo destaca la presentación de una metodología de cálculo del capital requerido unitario (CRU), variable que permite establecer una relación entre el capital acumulado por un afiliado al momento de su jubilación y el monto de la pensión por recibir.

Entre tanto, Cheikh Kane (1995), del Banco Mundial, se interesa en la reforma del sistema de pensiones peruano básicamente desde un punto de vista fiscal y hace una estimación de la deuda implícita consolidada de los tres sistemas de pensiones (decretos leyes 19990, 20350 y SPP). El documento de Kane tiene el interés adicional de presentar un análisis crítico de la propuesta de ley de reforma del SPP, además de proponer la unificación de los sistemas de pensiones existentes.

Asimismo, Boris Galarza y Javier Olivera (2001), en su estudio sobre la competencia en el SPP, encuentran, por un lado, que la selección que hace un afiliado de una AFP no guarda mayor relación con su rentabilidad, sino más bien por el tamaño de su fuerza de ventas y su gasto en publicidad, y que no hay evidencia de competencia vía precios entre las AFP¹.

Castillo y Rojas (2007), por su parte, buscan mostrar que «las asignaciones de inversión de las AFP y, por tanto, [...] el portafolio de pensiones privado tiene una distribución eficiente que representa, en promedio, las preferencias de los afiliados».

Un último trabajo de importancia es el de Gonzalo Camargo (2011). Por el lado empírico, su interés reside en el uso de una muestra de casi 900 000 afiliados al SPP (casi 20% del total), con datos exhaustivos sobre remuneraciones, ocupación, fondos individuales acumulados, aportaciones, edad, etcétera, lo cual permite al autor determinar características muy detalladas sobre las condiciones de los afiliados al SPP.

¹ Ver también Galarza (2009).

Luego estima y proyecta estocásticamente la rentabilidad de los diferentes componentes de la cartera del SPP, y encuentra una rentabilidad anual representativa de 13.9% (y una tasa de inflación anual de 2%), con la cual un afiliado que cotiza de manera continua entre los 25 y los 65 años de edad debe recibir una pensión que supera fácilmente el valor de su remuneración al momento de jubilarse. Es evidente que es la elevada rentabilidad anual proyectada la que hace posible resultados tan optimistas.

Si se tiene tal volumen de literatura disponible, ¿por qué es, entonces, necesaria la publicación de un nuevo libro? Básicamente porque es preciso elaborar un estudio comprehensivo que presente de manera sistemática y actualizada algunos resultados que ya son conocidos, y otros que han sido omitidos en la literatura existente, o que no han recibido la importancia que debe dárseles. En cierta manera, pues, se trata de subsanar algunas omisiones en la literatura existente sobre el SPP peruano, para lo cual resulta necesario:

- Analizar el proceso de transición del sistema público (SNP) al sistema privado (SPP), y enfatizar el hecho de que la reforma no solo resultó de un cambio de paradigma (promovido por organismos multilaterales), sino que además tuvo como propósito por parte del Estado no solo sacarse de encima la deuda que había acumulado con los contribuyentes al SNP, sino también transferir a los trabajadores los riesgos asociados a un sistema de beneficios definidos (como es el del SNP).
- Mostrar que los problemas enfrentados por el SNP al momento de la reforma podían explicarse no tanto por su deficiente administración o la supuesta generosidad de sus prestaciones, de las cuales se suele poner como ejemplo el régimen de cédula viva, sino más bien, y sobre todo, por la severa caída de los salarios reales durante los años previos y —por otro lado— por la acumulación por parte del Estado de una cuantiosa deuda con dicho sistema.

- Subrayar que los gremios representantes de los trabajadores, los agentes económicos más interesados y afectados por la *performance* del SPP, no jugaron ningún rol en la creación y el diseño de sus reglas de juego, lo cual lleva a pensar que tal sistema no fue necesariamente creado teniendo en mente el bienestar de sus afiliados.
- Mostrar que las sucesivas reformas del SPP realizadas desde su creación—concernientes, por ejemplo, a la tasa de aportación, las comisiones cobradas por las AFP, las reglas de afiliación y de jubilación, los límites de inversión aplicados a los fondos administrados, el régimen tributario y las reglas de juego del SPP en general— han tenido como objetivo básico simplificar las tareas de las AFP y apoyarlas en su competencia con el SNP, y no tanto incrementar la eficiencia del sistema, con la excepción —tal vez— de la última reforma iniciada en 2012.
- Hacer notar la desproporcionada participación de los asalariados de mayores ingresos dentro de los afiliados al SPP, y que las AFP no parecen muy interesadas en invertir para atraer trabajadores de menores ingresos, quienes —en principio— deberían ser el objetivo central de un sistema de pensiones con contribuciones obligatorias.
- Destacar que las reglas de juego del SPP y el poder oligopólico de las AFP les ha permitido a estas cobrar comisiones muy elevadas cuando son comparadas con las de otros países de la región, lo cual ha aumentado su rentabilidad y reducido la rentabilidad neta de los fondos; problema agravado por las bajas tasas de descuento aplicadas al momento de determinar el monto de las pensiones.
- Enfatizar las ventajas de usar la rentabilidad del SPP como el indicador básico de su eficiencia, y a partir de ello distinguir

entre la rentabilidad bruta producida por el SPP y la rentabilidad neta percibida por los afiliados, la cual es calculada tomando en cuenta las comisiones cobradas por las AFP.

- Mostrar que otros indicadores de la *performance* del SPP, tales como las tasas de reemplazo y de cobertura, tienen la desventaja de depender no solo de la eficiencia de las AFP, sino también de otros factores externos al SPP. Específicamente en el caso de la tasa de reemplazo, debe reconocerse la alta variabilidad de sus proyecciones, lo cual limita su uso como indicador de la *performance* de cualquier sistema de pensiones.
- Tomar en cuenta no solo que las fuerzas del mercado juegan un rol muy limitado en el desenvolvimiento del SPP peruano, sino también que al privatizarse el sistema de pensiones se creó un mercado cautivo y oligopólico, por lo que tal privatización en la práctica entrañó la concesión de un servicio público a empresas privadas, pero se omitió —sin embargo— la regulación correspondiente de las comisiones cobradas por las AFP².
- Llamar la atención sobre la rigidez de las reglas de juego del SPP en lo que concierne a los afiliados, quienes tienen que aceptar, por un lado, la tasa de aportación fijada por el gobierno (que equivale a la cantidad por ser comprada) y, por otra parte, la comisión de administración fijada por las AFP (que equivale al precio por ser pagado); de tal manera que los afiliados no tienen ninguna manera de manifestar sus preferencias, pues enfrentan tanto un precio como una cantidad dados, lo cual impide que las fuerzas del mercado puedan jugar un rol que les permita contribuir a mejorar la eficiencia del SPP peruano.

² La necesidad de tal regulación es —en alguna medida— reconocida por la última reforma del SPP, con la introducción de la licitación de afiliaciones.

- Subrayar que la sola eficiencia del SPP no garantiza su viabilidad —medida, por ejemplo, por sus tasas de reemplazo y de cobertura—, y que factores tales como la evolución de los salarios reales, las tasas de interés y la inflación son de mucha importancia en ese sentido. Es por eso que sostenemos que la principal amenaza en el futuro —sino en estos momentos— bien puede ser la caída de las tasas de interés a nivel mundial que se inició hace unos treinta años.
- Proponer reformas alternativas a las ya planteadas o realizadas, orientadas básicamente a la flexibilización de las reglas de juego, sobre todo en lo que concierne a la oportunidad que debe ofrecerse a los trabajadores a decidir sus tasas y modalidades de ahorro, lo cual debe permitir un aumento de la eficiencia del sistema y del bienestar de los trabajadores.

Luego de justificar el interés y la importancia del estudio de los sistemas de pensiones, en el capítulo 1 presentamos los diversos ángulos desde los cuales suelen estudiarse los sistemas de pensiones y los planteamos en forma de preguntas, tales como: ¿qué es un sistema de pensiones y por qué es importante su estudio? ¿Cuál es la función y por qué existen los sistemas de pensiones? ¿Cómo pueden o deben ser organizados los sistemas de pensiones? ¿Qué efectos puede tener un sistema de pensiones sobre la economía de un país? ¿Cómo se puede medir la eficacia de un sistema de pensiones para cumplir con sus objetivos? ¿Por qué y cómo se llevaron adelante las reformas de los sistemas de pensiones en nuestros países? Señalamos luego que una tarea de importancia de nuestra investigación es medir y proyectar la rentabilidad neta de los fondos administrados por el SPP en el Perú, que sirva luego para evaluar su eficacia en el cumplimiento de sus objetivos. Indicamos también que esperamos mostrar que la rentabilidad del SPP peruano no es la adecuada para garantizar su crecimiento saludable, lo cual implica que deberían revisarse las reglas al respecto.

Así pues, al evaluar, como cuestión previa, los problemas que presentaba el SNP al momento de crearse el SPP en 1992, en el capítulo 2 se discute el proceso de su creación y evolución —desde la legislación inicial y algunos antecedentes. Al respecto, se presta especial atención a la serie de reformas que diferentes gobiernos han introducido desde entonces y se remarca que un denominador común de las reformas ha sido disminuir el costo de oportunidad, o el monto efectivo que deben aportar los afiliados. Enfatizamos, también, que la más importante de las reformas ha sido la introducida por el gobierno de Ollanta Humala en 2013.

Con el fin de evaluar la importancia del SPP dentro de la economía peruana, en el capítulo 3 se hace un resumen de las características principales que tiene actualmente, en relación con su importancia para la fuerza de trabajo, el mercado financiero, así como la rentabilidad que ofrece a sus afiliados. En este caso, en la medida de lo posible, se recurre a la comparación de la situación del SPP peruano con los de otros países, básicamente latinoamericanos³.

En el capítulo 4 examinamos detalladamente las reglas de juego del SPP. Aquellas implican aspectos tales como los pilares del sistema de pensiones peruano (básicamente el SNP y el SPP), los entes administradores (AFP), los tipos de fondos, el manejo de la cartera (los límites de inversión por tipo de instrumento y por emisor, en general y por tipo de fondo), las tasas de aportaciones y de comisiones, los beneficios previsionales, algunas garantías ofrecidas a los trabajadores y el marco tributario. Buscamos, para cada uno de estos aspectos, reseñar las reglas de juego, ilustrar cómo estas se plasman en la realidad, y compararlas con las de otros SPP de la región.

³ En un estudio realizado para el Banco Mundial, Edward Whitehouse (2007, p. 3) enfatiza la importancia de la comparación entre países al momento de estudiar los sistemas de pensiones.

Asimismo, en el capítulo 5 mostramos que existen diferentes formas en que se suele evaluar la *performance* de un sistema de pensiones —alcance o cobertura, rentabilidad y tasa de reemplazo— y enfatizamos la importancia de usar la rentabilidad como el indicador básico de la eficiencia y viabilidad de un sistema de pensiones. En este punto manejamos algunas cuestiones que no se suelen encontrar en la literatura. La primera es la diferencia que existe, en el caso de un sistema privado de pensiones, entre la rentabilidad bruta producida por los entes administradores (las AFP) y la rentabilidad neta que perciben los afiliados, para lo cual se pone de relieve que la relación entre ambas es algo complicada en el caso de un sistema con comisión por flujo; así pues, se plantean luego dos metodologías para medir y proyectar la rentabilidad neta del SPP. La segunda es la necesidad de considerar no solamente la rentabilidad que perciben los afiliados mientras permanecen activos, sino también la que reciben una vez que se jubilan, y que —conjuntamente con la tasa de inflación— determina el valor real de las pensiones. Buscamos luego proyectar la tasa de reemplazo según diferentes condiciones en relación con el comportamiento del salario de los afiliados, la densidad de cotización, la tasa de inflación y el tipo de comisión del sistema (por flujo o por saldo), resaltando la gran variabilidad de las proyecciones, lo cual relativiza la importancia de este indicador.

Finalmente se presentan las conclusiones, mediante las cuales se busca hacer un resumen de lo que serían los principales aportes de nuestro trabajo al estudio del Sistema Privado de Pensiones en nuestro país, para presentar luego una serie de propuestas de reforma que permitan aumentar su eficiencia y legitimidad.

CAPÍTULO 1

SOBRE EL ESTUDIO DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Los sistemas de pensiones pueden ser estudiados de diferentes maneras, y los ángulos desde los cuales se aborda dicho análisis pueden ser económicos, financieros, fiscales, sociales, jurídicos, laborales, históricos, etcétera. Pueden, a su vez, ser más abstractos (al discutir cuestiones teóricas pertinentes al funcionamiento de los sistemas de pensiones) o más empíricos; más generales (al comprender diversos ángulos) o más específicos, etcétera. En todo caso, a pesar de la gran diversidad de enfoques posibles, podemos decir que los aspectos de un sistema de pensiones que se suelen examinar pueden resumirse en siete preguntas concernientes a su funcionamiento:

1. ¿Qué es un sistema de pensiones y cuál es su lugar dentro de un sistema de seguridad social? Cualquiera que sea el ángulo de nuestro estudio, una cuestión previa es contestar esta pregunta.
2. ¿Por qué existen —o es necesario que existan— los sistemas de pensiones? Esta pregunta, que puede verse también como una cuestión teórica previa, es en relación con las funciones que cumple un sistema de pensiones en una economía de mercado.
3. ¿Por qué es particularmente importante el estudio de los sistemas de pensiones en estos momentos? Es decir, es necesario resaltar la importancia de los sistemas de pensiones como material de estudio y para ello aludiremos tanto a su importancia económica,

como a los problemas que enfrentan actualmente los sistemas de pensiones alrededor del mundo y que son de urgente resolución.

4. ¿Cómo puede —o debe— ser organizado un sistema de pensiones? Es necesario en este caso examinar las ventajas y desventajas de las diversas reglas de juego bajo las cuales estos sistemas pueden ser organizados y analizar la pertinencia de la opción entre sistemas de reparto de beneficio definido y sistemas de capitalización individual de aportaciones definidas.
5. ¿Cuál es el impacto de un sistema de pensiones —y de la manera en que está organizado— sobre la economía de un país? Se deben contestar preguntas concernientes a, por ejemplo, cuál es su efecto sobre el mercado laboral, la tasa de ahorro y el crecimiento económico, la distribución del ingreso, el sistema financiero, las cuentas fiscales, etcétera.
6. ¿Cómo se puede evaluar la eficacia con que un sistema de pensiones cumple con su objetivo básico, que es el de garantizar un nivel de pensiones adecuado para sus afiliados? Se deben estudiar las diferentes maneras de realizar esta evaluación y discutir las ventajas y desventajas de cada una, con el fin de elegir el método óptimo. Esta es una cuestión empírica central de nuestro estudio.
7. ¿Por qué se llevaron a cabo los procesos de reforma de los sistemas públicos de pensiones? Esta cuestión se refiere a la necesidad de analizar y explicar la transición del sistema público al sistema privado, durante los últimos veinte o treinta años en países latinoamericanos.

Aunque algunas de estas cuestiones son específicas (o de mayor interés) en el caso de los sistemas de pensiones públicos (de reparto), y otras en el caso de los sistemas privados (de capitalización individual), pensamos que —de todas maneras— es pertinente plantearlas para los sistemas de pensiones en general.

Empezaremos, entonces, haciendo un breve recuento de cómo se suelen plantear y contestar en la literatura actual las preguntas que hemos esbozado líneas arriba respecto a los sistemas de pensiones.

1.1 ¿QUÉ ES UN SISTEMA DE PENSIONES?

Aunque en el ambiente académico se suele usar la expresión «seguridad social» para referirse a sistemas de pensiones¹, debemos distinguir entre el concepto más general de seguridad social y el concepto más particular de sistema de pensiones. El concepto de seguridad social alude usualmente a un conjunto de provisiones, generalmente promovidas por el Estado, que buscan proveer a los ciudadanos de «protección social», y que puede comprender un sistema de pensiones, un seguro de salud, un seguro de desempleo, así como también programas de asistencia social o de ayuda a los más necesitados en la forma de ayuda alimentaria, hospitales y albergues públicos, educación pública, créditos educativos, etcétera. Tal como señala Feldstein (2005), existe también una diferencia muy importante entre los programas de seguridad social (*social security* o *social insurance*) y de asistencia social (*welfare programs*): la seguridad social no tiene —en principio— un propósito redistributivo, como sí lo tiene la asistencia social, y requiere que los beneficiarios realicen algún tipo de aporte obligatorio.

Por otro lado, el concepto de sistema de pensiones por lo general alude a esquemas de diverso tipo que tienen como propósito específico el pago de una renta, casi siempre vitalicia, a aquellas personas que se retiran del mercado laboral, sea esto en razón de su edad o por problemas de salud (invalidez o discapacidad), y en el cual la participación del Estado suele ser de menor importancia que en la seguridad social.

¹ Ver, por ejemplo, Kotlikoff (1987).

Así, la definición más amplia de seguridad social la provee la Oficina Internacional del Trabajo (1984), que señala que tal expresión:

[...] tiene un significado más amplio en unos países que en otros, pero en lo esencial puede interpretarse como la protección que la sociedad proporciona a sus miembros, mediante una serie de medidas públicas, contra las privaciones económicas y sociales que de otra manera derivarían de la desaparición o de una fuerte reducción de sus ingresos como consecuencia de enfermedad, maternidad, accidente del trabajo o enfermedad profesional, desempleo, invalidez, vejez y muerte; también la protección en forma de asistencia médica y de ayuda a las familias con hijos (p. 3).

En todo caso, es importante enfatizar que —aunque puede haber diferentes variedades de sistemas de pensiones— tal concepto es mucho más particular y específico que el de seguridad social. Asimismo, se debe resaltar que mientras un sistema de seguridad social necesariamente implica la participación del Estado, como financista o administrador, en el caso de un sistema de pensiones tal participación puede —y suele— ser de menor importancia; es decir, los sistemas de pensiones pueden ser públicos, privados, o una combinación de ambos, y son generalmente financiados con contribuciones de los trabajadores.

Aunque históricamente las *Poor Laws* inglesas que datan de la Edad Media suelen ser consideradas como el hito más antiguo de la seguridad social en los países occidentales, lo cierto es que deben ser tomadas más bien como medidas para reprimir la vagancia y la mendicidad, y es recién con la *Poor Law* de la reina Isabel, del año 1601, y la *Poor Relief Act* de 1662, que estas leyes empiezan a tomar la forma de asistencia social administrada a nivel local (parroquial).

En lo que concierne más específicamente a sistemas de pensiones, estos tuvieron su origen en diferentes países, generalmente en beneficio de servidores públicos. Por ejemplo, la aprobación en 1832 por el gobierno inglés de una pensión anual para el presidente de la Cámara

de los Lores al abandonar el cargo —la *Lord Chancellor's Pension Act 1832*— se suele considerar como la precursora de un sistema público de pensiones. En el caso peruano tenemos la Ley General de Goces de 1850 promulgada por el gobierno del presidente Ramón Castilla, que estableció un régimen de jubilación para los servidores públicos (Hidalgo, 2004).

En cuanto a los sistemas modernos de pensiones en el mundo occidental, en beneficio de los trabajadores en el sector privado, generalmente se reconoce al canciller alemán Otto von Bismarck como el pionero en la aprobación de legislación, pues introdujo la seguridad social —y el pago de pensiones en dinero para los trabajadores en el sector privado— en Alemania a fines del siglo XIX².

1.2 ¿POR QUÉ ES IMPORTANTE EL ESTUDIO DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES?

En general, podemos justificar nuestro interés por el estudio de los sistemas de pensiones debido a la gran importancia económica que han alcanzado estos en muchos países, tanto en relación con el mercado de trabajo y el bienestar de la población — esto tiene que ver tanto con el aumento del número de afiliados y beneficiarios—, como respecto a los mercados financieros, por el gran valor de los fondos que manejan. Pero de manera más específica, podemos validar nuestro interés en razón de los serios problemas que estos sistemas —sean públicos o privados— enfrentan en muchos países desde hace unos veinte años, lo cual hace necesario su cuidadoso estudio. Dichos problemas se manifiestan, en primer lugar, en el deterioro de la situación financiera de los fondos de pensiones y, en segundo lugar, y como consecuencia de lo anterior, en la disminución de los beneficios percibidos por los pensionistas, lo cual se expresa en el aumento de la edad de jubilación y en la caída

² Kotlikoff (1987), p. 413.

del valor real de las prestaciones en general y de las pensiones en particular. Los sistemas privados también presentan problemas tales como baja cobertura, baja tasa de rendimiento neto real, problemas administrativos (evasión de pagos), etcétera.

En cuanto a las dificultades financieras de los fondos de pensiones públicos, un ejemplo es el de los países europeos, donde un estudio comisionado por el Banco Central Europeo para 19 de ellos señala que —si se contabiliza el valor presente de las pensiones pagadas y por pagarse— en la mayoría de ellos, el sistema de pensiones tenía, en el año 2006, una deuda implícita que superaba el 200% de su producto interno³. Otro ejemplo es el de los Estados Unidos, donde en su último reporte anual, el *Board of Trustees* de la Seguridad Social, se ha recortado el número de años esperado para el agotamiento de los fondos de pensiones de ese país, de tal forma que ahora dicho agotamiento debe ocurrir en 2016, en el caso del *Disability Program*; en 2024, para Medicare, y en 2035 respecto a las pensiones de jubilación (*Senior Citizens*)⁴. En el caso del Perú, la situación financiera del SNP indica que hay 500 000 pensionistas (marzo 2013) con una pensión promedio mensual de menos de quinientos nuevos soles. En 2012 la recaudación bruta fue de unos 2500 millones de nuevos soles, mientras que el monto total de pensiones fue de 4420 millones, lo cual arroja un déficit de casi 2000 millones, según la Oficina de Normalización Previsional (ONP)⁵.

En relación con la reducción de los beneficios percibidos por los pensionistas, este es un fenómeno que en los países ricos empezó a manifestarse ya hace unos treinta años, tal como lo hizo notar Aldrich (1982), quien encontró en una muestra de doce países que el monto

³ Véase Müller, Raffelhüschen y Weddige (2009, p. 165). Los autores usan el concepto de *Implicit pension debt* o *accrued-to-date liabilities*.

⁴ Ver Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds (2012, p. 3).

⁵ Ver www.onp.gob.pe, Información General, Estadísticas ONP.

de las pensiones como porcentaje de los ingresos de los afiliados al momento de su jubilación (la tasa de reemplazo) había dejado de crecer hacia 1980. Posteriormente, la situación entra en franco deterioro, y no solamente en el caso de los sistemas de beneficio definido —sistemas generalmente públicos, que garantizan a los trabajadores una pensión por un monto dado—, sino también en el caso de los sistemas de contribución definida —generalmente privados y que ya no garantizan pensiones por un monto dado a los trabajadores—. En Estados Unidos, los sistemas de contribución definida empezaron a ganar fuerza hace unos treinta años, con las cuentas IRA (*Individual Retirement Account*) y los planes 401(k), que otorgaban beneficios tributarios a los asalariados que constituyesen un fondo de pensiones individual, independiente de sus empleadores. Tal como nos hace saber Teresa Ghilarducci (2013), estos sistemas, especialmente en el caso de las cuentas 401(k), pueden ser considerados como un experimento fracasado, al menos desde el punto de vista de los trabajadores, en gran medida porque no fueron diseñados teniendo en mente los intereses de los trabajadores, sino más bien los de gigantescos consorcios financieros (en este caso, los fondos mutuos).

Si bien durante el proceso de creación de los sistemas privados de pensiones en nuestros países, sus promotores enfatizaron que los problemas de los sistemas públicos surgieron como resultado básicamente de su deficiente administración, en realidad podemos afirmar que detrás de tales problemas también estaban factores «exógenos», que ahora igualmente afectan a los sistemas privados, tales como cambios demográficos, el retraso de los salarios reales (asociado al aumento del nivel de precios), el aumento del desempleo y la informalidad, y la persistente caída durante las últimas tres décadas de las tasas de interés a nivel mundial.

Los efectos desfavorables de los cambios demográficos sobre los sistemas de pensiones en los países ricos fueron inicialmente advertidos en dos publicaciones muy importantes: *Averting the Old Age Crisis*,

del Banco Mundial (1994) y *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 1998). La preocupación central de estas publicaciones giraba en torno al «envejecimiento» de la población de los países ricos como resultado del aumento de la esperanza de vida —que conlleva un aumento no solo del periodo de vida que un jubilado vive de su pensión, sino también del número de pensionistas por afiliado— y la manera en que sus sistemas de pensiones se verían afectados por este fenómeno, así como las medidas que se debían tomar al respecto.

La discusión de estos cambios demográficos ha mantenido su vigencia, y generalmente se admite que detrás del «envejecimiento» de la población están básicamente el constante aumento de la esperanza de vida de la población y la disminución de la tasa de natalidad o fertilidad (el número de hijos por matrimonio), pues la manera tradicional en que una pareja aseguraba su futuro era criando y educando varios hijos, de quienes luego recibirían apoyo económico durante su vejez. Dichos cambios representan un problema no solamente para los sistemas de pensiones, sino también para las economías en su conjunto, por el efecto negativo que tienen sobre la participación de la población en la fuerza de trabajo (esto es, el mercado laboral), y por el aumento de las pensiones como proporción del producto nacional que provocan. Es más, dichos cambios también son de interés para los países en desarrollo, no solo porque también serán eventualmente afectados por dicho problema, sino también porque ocurrirá de manera más abrupta.

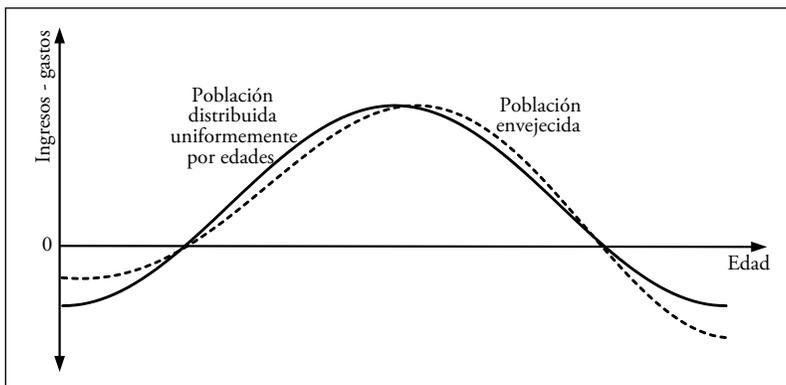
Sin embargo, debemos señalar que —en principio— el envejecimiento de la población no debería poder continuar de manera indefinida, por lo que este problema tiene una importancia menor a la que generalmente se le atribuye, sobre todo si lo comparamos con aquellos como el retraso de los salarios reales, el aumento del desempleo y la informalidad, y la caída de las tasas de interés. Y esto a pesar de advertencias en el sentido de que las proyecciones oficiales pueden estar subestimando en varios años el aumento de la esperanza de vida al

nacer de la población⁶, pues tales errores corresponden a proyecciones realizadas para un horizonte muy lejano y son, por tanto, menos precisas. Pero la imprecisión de las proyecciones no es la razón principal por la cual no debemos exagerar la importancia del problema demográfico, sino que es, más bien, el carácter estático de una proyección dinámica, tal como explicaremos más adelante. Previamente, en los dos gráficos siguientes, mostramos una manera de sugerir que el envejecimiento de la población no debe causar necesariamente problemas muy serios, aún si nos contentamos con un enfoque estático del problema.

En el gráfico 1.1, las curvas representan los ingresos netos (ingresos-gastos) por grupos de edad (cohortes) de un país (población) dado, y tienen valores positivos solamente durante la edad activa de las personas, siendo las intersecciones con el eje horizontal las edades de ingreso y salida de la fuerza laboral. Vistos en un periodo (momento) dado en el tiempo, los ingresos netos conforman una serie de corte transversal cuya suma total es un indicador directo de la capacidad de ese país para mantener su nivel de vida. La curva continua —que no tiene que ser necesariamente simétrica— está asociada a una estructura dada de ingresos de una población con distribución uniforme por grupos de edad; la curva discontinua, asimétrica (o más asimétrica), está asociada a la misma estructura de ingresos por grupo de edad, luego de un envejecimiento de la población como resultado de una disminución de la tasa de natalidad y un aumento de la esperanza de vida. El resultado que debe ser remarcado es que el ingreso neto total no debe cambiar de manera significativa, pues si bien aumentan los gastos asociados al mantenimiento de la población retirada, por otro lado se reducen los gastos asociados a la manutención de la población de menores que aún no se han incorporado a la fuerza de trabajo, lo cual, por lo menos parcialmente, compensa el aumento de los gastos asociados con la población retirada.

⁶ Véase, por ejemplo, Olshansky y otros (2009, p. 850) para proyecciones de esperanza de vida al nacer en el año 2050 en Estados Unidos.

Gráfico 1.1
Ingresos menos gastos de la población por grupos de edad
en un periodo dado de tiempo



Cálculos propios.

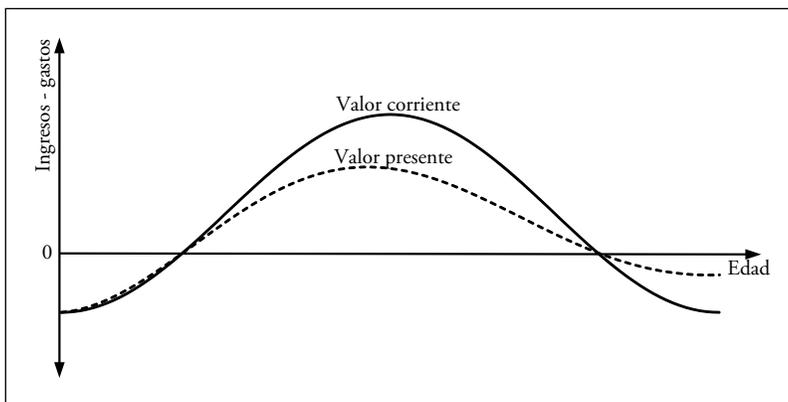
Otra manera de ilustrar el hecho de que los efectos del envejecimiento de la población pueden estar siendo exagerados es mediante el planteamiento de una visión dinámica de la estructura de ingresos netos de una población por grupos de edad, tal como se hace en el gráfico 1.2. En este caso la curva continua es una serie temporal que representa los ingresos netos de una persona (o cohorte) a lo largo de toda su vida. Ahora, una cuestión muy importante es tomar en cuenta que, si se trata de ingresos a lo largo de un periodo, debemos distinguir entre valores corrientes (línea continua) y valores presentes (línea discontinua), que obtenemos usando una tasa de descuento dada⁷. Al usar la serie de valor presente de ingresos netos, observamos que los gastos de manutención durante la vejez pierden mucha importancia⁸,

⁷ En el gráfico 1.2 se ha usado una tasa de descuento de 1% (anual, para un individuo de hasta 80 años de edad), de tal manera que la línea discontinua mide los valores presentes al momento del nacimiento del individuo.

⁸ En realidad, también habría que tener en cuenta el menor valor presente de los ingresos del individuo (o cohorte) durante su permanencia en la fuerza laboral.

por lo cual un eventual envejecimiento de la población no afectaría de manera significativa la sostenibilidad (el bienestar económico) en el tiempo de esta población.

Gráfico 1.2
Ingresos menos gastos de un individuo a lo largo
de todo su periodo de vida



Cálculos propios.

En resumen, el problema del envejecimiento de la población debe analizarse de manera integral, y para ello es preciso, en primer lugar, distinguir entre el efecto específico sobre los sistemas de pensiones y aquel que se produce sobre las economías en su conjunto, y enfatizar que ambos efectos están estrechamente relacionados, aunque el segundo debe ser el precedente. En segundo lugar, es necesario poner más énfasis en el aspecto dinámico/temporal del problema, y tomar en cuenta que en un momento las mediciones de gasto e ingreso deben ser hechas usando una tasa de descuento apropiada. Y por último, también hay que considerar que la disminución de la importancia de la población joven/infantil, que es la otra causa del aumento relativo de la población mayor, debe tener como consecuencia la mayor participación

de las mujeres en la fuerza laboral, pero también una disminución del trabajo infantil⁹, y que este último podría tener un efecto negativo sobre una economía tan importante como el aumento de la población mayor (retirada).

Por otro lado, el *retraso de los salarios reales* —especialmente en los países ricos— que se inicia luego de la crisis del petróleo de 1973, ha tenido como resultado el retraso del valor real de las aportaciones de los trabajadores a los sistemas de pensiones. Reich (2010) señala que inicialmente el retraso de los salarios (en Estados Unidos) fue en parte compensado con la entrada de las mujeres a la fuerza laboral y con el aumento del número de horas trabajadas. De esta forma, encontramos que el retraso de los salarios reales, luego de la entrada de las mujeres a la fuerza laboral, explica en gran parte la caída de la tasa de natalidad, el fenómeno central detrás del envejecimiento de la población. En el caso del Perú, según información del Ministerio de Trabajo, los sueldos y los salarios reales empezaron a caer de manera casi continua luego de alcanzar un pico en 1973, de tal manera que hacia 1989 habían perdido alrededor de dos tercios de su valor, mientras que durante el periodo 1994-2009 —y a pesar del celebrado crecimiento económico— los salarios reales se han mantenido básicamente constantes (ver Webb & Fernández Baca, 1990, tabla 19.5; 1999, tabla 16.1; 2004, tabla 16.1 y 2011, tabla 9.1).

Más recientemente, esta situación se ha complicado por el aumento del desempleo en la gran mayoría de países a partir del año 2008. En los países pobres, el panorama ha empeorado aún más por el aumento de la informalidad, la cual puede verse como un subproducto del desempleo, pero sobre todo de la caída de los salarios reales. En el Perú, la baja tasa de cobertura de los sistemas de pensiones refleja la importancia de la informalidad en el mercado de trabajo: mientras que la población

⁹ La cual en el Perú asciende al 23.4% de la población de niños y niñas de 6 a 17 años, según la Encuesta Nacional de Hogares 2011. Ver Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo del Perú (2012).

económicamente activa (PEA) estimada es actualmente de dieciséis millones (Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2012, p. 20), el número de afiliados cotizantes del SPP es de 2.14 millones (de un total de 4.96 millones de afiliados activos); esto es, solo el 13% de la PEA. El número total de afiliados al SNP es de 1.26 millones, a la Caja de Pensiones Militar Policial es de 150 000 (Mendoza, 2012) y a la Derrama Magisterial es de 100 000; lo cual hace un total de 3.65 millones, es decir, alrededor del 23% de la PEA estimada.

Pero tan importante como el retraso de los salarios reales es la *caída de las tasas de interés* a nivel mundial durante las últimas tres décadas —estudiada por Schiller (2005)— pues no solamente conlleva una disminución de la rentabilidad de los planes de pensiones de contribución definida, sino también el encarecimiento del financiamiento de los planes de beneficio definido. Aunque la política monetaria expansiva de los países ricos a partir del año 2011, y el fenómeno del exceso global de liquidez que empieza a manifestarse desde 2000 (Rüffer & Stracca, 2006; y Becker, 2009), contribuyen a mantener reducidas las tasas de interés a nivel mundial, debemos notar que dicha caída no puede ser vista como un fenómeno puramente monetario, pues debe guardar correspondencia con una caída de la rentabilidad de las empresas del sector real, por la escasez de oportunidades de inversión. Por esta última razón, no podemos esperar que este fenómeno pueda ser revertido en los países ricos, recurriendo únicamente a la política monetaria.

Por último, un factor que puede agravar significativamente tanto la caída de los salarios reales como de la tasa de interés real es la inflación de precios. Aunque en el Perú, en los últimos veinte años, el comportamiento de la inflación no ha sido motivo de preocupación, es muy importante tomar en cuenta que en estos momentos la economía mundial puede tener que usar la inflación de precios con el fin de reducir la carga que las deudas representan para las familias, las empresas y los gobiernos alrededor del mundo —esto último fue reconocido por Reinhart y Rogoff (2011), y también por Krugman (2012).

Debemos notar aquí que, a diferencia de una caída de las tasas de interés, un eventual aumento de la inflación de precios podría ser considerado como un fenómeno puramente monetario que, en este caso, estaría asociado a la política de expansión monetaria de los países ricos mencionada en el párrafo anterior. De esta manera, entonces, podría ser más fácil revertir un eventual aumento de la inflación que la actual caída de las tasas de interés.

1.3 ¿POR QUÉ EXISTEN LOS SISTEMAS DE PENSIONES?

La pregunta de por qué existen —o qué funciones u objetivos tienen— los sistemas de pensiones en una economía de mercado ha estado siendo considerada en publicaciones especializadas por lo menos desde la década de 1980. La respuesta prevaleciente es dada por el Banco Mundial (1994), que señala que la gente, al envejecer, ve disminuir sus ingresos, lo que hace que muy pocas personas mayores puedan mantenerse plenamente con sus ingresos corrientes, lo que las lleva a depender de transferencias de familiares, de inversiones y ahorros acumulados, y de programas de seguridad social. De esta manera, el propósito central de los sistemas de pensiones sería prevenir la pobreza entre la gente de mayor edad.

En el mismo sentido, Nicholas Barr, del London School of Economics, afirma que la función económica de un sistema de pensiones es simplemente «suavizar» el nivel de consumo de los individuos en el largo plazo (*lifetime consumption smoothing*), al hacer que los consumidores gasten menos durante su periodo de ingresos más altos, con el fin de que puedan gastar más durante su periodo de retiro y de bajos ingresos (Barr, 2004, p. 188). Un punto de vista similar al de Barr es proporcionado por Ludwig von Mises, luminaria de la Escuela Austríaca de Economía, quien señala que, a final de cuentas, una pensión representa una restricción a la libertad de los asalariados de gastar su dinero según les parezca, siendo forzados a reducir su consumo

presente con el fin de proveer para su vejez (Mises, 1950). El punto de divergencia entre el Banco Mundial y autores como Mises y Barr radica en que, para estos últimos, los efectos positivos de un sistema de pensiones sobre el bienestar de los trabajadores no están garantizados.

En todo caso, argumentos similares a los del Banco Mundial (1994) —el deseo de transferir recursos a gente necesitada de mayor edad, o la preocupación de gobiernos paternalistas por la capacidad de ahorro de las familias o que el mercado no provea ciertos tipos de seguros— son presentados por autores como Kotlikoff (1987), quien añade una razón adicional. Se trata de que la seguridad social permita ciertos intercambios y acuerdos de riesgo compartido inter-generacionales que pueden implicar una mejora de tipo paretiano en el bienestar¹⁰, aunque admite que tal mejora es muy difícil de probar.

La aceptación de Kotlikoff (1987), de que no es posible probar que la creación de un sistema de pensiones implique una mejora de tipo paretiano en el bienestar¹¹, nos permite decir, entonces, que en la literatura económica no se encuentran argumentos sólidos que justifiquen la creación en una economía de mercado de un sistema de pensiones universal y compulsivo, sea este de administración pública o privada. Al principal argumento que va en esa dirección —esto es, la falla en los mercados de seguros privados, que no pueden proveer de renta vitalicia de jubilación o de sobrevivencia (*annuities*)— podemos responder señalando que podría haber maneras más directas de solucionar tal problema.

En esta situación, la necesidad de que el Estado intervenga de una u otra manera —desde simplemente apoyar a los sistemas privados de ahorro voluntario hasta fijar las reglas de un sistema público obligatorio— viene siendo argüida desde hace más de veinte años,

¹⁰ Esto es, una mejora en las que los ganadores no lo hagan a costa de otros que pierden.

¹¹ Kotlikoff (1987) utiliza la expresión *social security* para referirse a sistemas de pensiones.

principalmente por el Banco Mundial (1994), que señala que la dependencia de la población de mayor edad de las transferencias familiares y de sus inversiones y ahorro no es siempre confiable, especialmente porque es difícil que la gente joven pueda anticipar cuáles serán sus necesidades cuando sea mayor, por un problema de «miopía» (Hills, 2005; van de Ven, 2010).

Pero tanto el Banco Mundial como los autores citados podrían ser más precisos y aclarar que no se refieren a la «miopía» de los jóvenes en general, sino a la de aquellos de la clase asalariada, la mayoría de los cuales no puede mantener una tasa de ahorro apropiada porque sus bajos ingresos se los impiden. Efectivamente, aunque es un hecho que estuvo sujeto a cierto debate en la teoría económica, la evidencia empírica más reciente muestra que la tasa de ahorro de la gente de mayores ingresos es más alta que la de bajos ingresos¹². Esto es particularmente importante porque si un sistema de pensiones cubre básicamente a los asalariados con mayores ingresos, entonces su efecto sobre el ahorro —aunque positivo— no es del tipo que soluciona el problema de la «miopía».

En todo caso, es sencillo argumentar que la salida óptima a tal coyuntura no es un sistema de ahorro compulsivo, sino la educación de los jóvenes, para promover el ahorro previsional, el aumento de la competitividad y la eficiencia del sistema bancario (y financiero en general), así como su formación como consumidores y como deudores (prestatarios) con el fin de evitar el gasto de consumo promovido por la publicidad comercial. Debemos agregar también que el público generalmente se opone a la imposición de obligaciones del tipo de ahorro compulsivo. Un ejemplo de ello es la reticencia de la gente en Estados Unidos ante la previsión de la reforma de la salud del presidente Obama, que obliga a los residentes a adquirir un seguro de salud (Zengerle, 2012).

¹² Ver Dynan, Skinner y Zeldes (2004), particularmente el cuadro 3, en la p. 416; y también Wilcox (2008), cap. 1.

También se debe tener en cuenta que la «miopía» puede ser vista como un problema que el libre mercado no puede resolver, o sea, como una limitación —sino una falla— del mercado asociada al escaso horizonte temporal de un agente económico típico (individuo), lo que hace necesaria la intervención del Estado. Pero, aun si no existiera tal inconveniente, en cuyo caso la gente joven tomaría las decisiones de ahorro correctas, puede surgir el problema, especialmente en los países en desarrollo, de la falta de instrumentos de ahorro adecuados, mercados de capitales poco desarrollados, fallas en los mercados de seguros, etcétera. Por ejemplo, un factor que impediría un mayor desarrollo del libre mercado de pensiones y de seguros de vida es el hecho de que las empresas aseguradoras sufren un problema de «selección adversa», que resulta de la falta de información sobre la esperanza de vida de sus asegurados individuales, al no poder distinguir entre buenos y malos riesgos, lo que hace que los buenos riesgos —aquellos clientes que temen o simplemente esperan morir jóvenes— no estén dispuestos a pagar las primas cobradas por las empresas aseguradoras.

Al referirse a este problema, Joseph Stiglitz señala que los países desarrollados se vieron forzados a crear sus sistemas de seguridad social porque los mercados de seguros privados no lograron ofrecer los seguros correspondientes, y que incluso actualmente los individuos no pueden asegurarse contra la inflación (Stiglitz, 2002, p. 55). Se trataría, pues, de un caso extremo de falla del mercado, en el cual la selección adversa impide la existencia de toda transacción. Las empresas de seguros todavía juegan un rol en un sistema de pensiones, pero generalmente recién en el momento de ofrecer una pensión a los afiliados cuando estos se jubilan.

1.4 ¿CÓMO PUEDE ORGANIZARSE UN SISTEMA DE PENSIONES?

Aunque la manera más sencilla en que se suelen clasificar, en un libro de texto, las distintas formas en que puede organizarse un sistema de pensiones consiste en distinguir entre sistemas de reparto de beneficio definido y sistemas de capitalización individual de contribuciones definidas¹³, Whitehouse (2007, p. 5) señala que la tipología de sistemas de pensiones es muy variada y que ha llegado a ser muy confusa. Debemos notar que esto resulta del hecho de que la clasificación de los sistemas de pensiones puede hacerse según diversos criterios: si son sistemas obligatorios o voluntarios, de acuerdo con el grado de financiamiento por parte de los trabajadores, según el tipo de administración (pública centralizada o privada descentralizada), según sean sistemas únicos o variados y de acuerdo con su origen.

En todo caso, lo que los autores generalmente hacen es usar la tipología introducida por el Banco Mundial (1994), la cual distingue tres «pilares» sobre los cuales se puede organizar un sistema de pensiones: un sistema público de reparto, planes ocupacionales y sistemas de capitalización individual; con énfasis en que, en la práctica, los sistemas de pensiones combinan dos o más de estos pilares. Aunque el Banco Mundial (1994) solo distingue tres pilares —tal como lo hace también Hemming (1998)—, Whitehouse (2007) reconoce uno más, el cual resulta del hecho de que el tercero de los pilares distinguidos por el Banco Mundial y por Hemming puede organizarse de dos diferentes maneras.

De esta manera, los cuatro pilares que podemos distinguir son los siguientes:

1. Un sistema público de reparto de beneficios definidos (*defined benefit*), que es parte de un sistema de seguridad social universal y obligatoria. Los beneficios no están vinculados actuarialmente a las aportaciones de los asegurados, las cuales toman la forma

¹³ Véase, por ejemplo, Barr (2004, p. 189).

de impuestos a los salarios. Según la National Academy of Social Insurance, un sistema de reparto —*pay-as-you-go*— es aquel que sigue una política de financiamiento que hace que sus ingresos corrientes sean suficientes para financiar sus gastos corrientes (pago de beneficios y gastos administrativos), mientras mantiene una reserva de contingencia (Diamond, 1999, p. 147). En el Perú, el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) conforma un sistema público de reparto.

2. Fondos de pensiones privados, o planes ocupacionales (*occupational pension schemes* o *employers schemes*), usualmente promovidos por los empleadores, a los que el gobierno otorga una serie de incentivos tributarios, como una manera de atraer o retener a sus trabajadores. Estos fondos, que son de mucha importancia en los países desarrollados¹⁴, solían ser de beneficios definidos y solo parcialmente financiados, pero han ido ganando importancia aquellos de contribuciones definidas —en los que los beneficios dependen de las aportaciones y de la rentabilidad de las inversiones— y con mayor grado de financiamiento. En el Perú, los sistemas más cercanos a los planes ocupacionales —sin ser propiamente tales— serían: la Derrama Magisterial¹⁵, la Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador¹⁶ y la Caja de Pensiones Militar—Policial¹⁷, aunque en estos casos el promotor no es una empresa privada individual.

¹⁴ Los fondos de los planes ocupacionales (*occupational pensions*) representaban, en el año 2000, el 77% del PBI en Holanda, el 70% en Suiza, el 55% en Gran Bretaña, el 45% en Estados Unidos y el 28% en Canadá (página web del Banco Mundial, www.worldbank.org).

¹⁵ Creada en 1965 por DS 078, en sustitución de la Asociación Mutualista Magisterial, fundada en 1932. Esta legislación —y la que se cite en adelante— puede consultarse en el Archivo Digital de la Legislación en el Perú, página web del Congreso peruano.

¹⁶ Creada en 1965 por DS 001, actualmente en reestructuración (ver RM 337-2000-PE).

¹⁷ Creada en 1972 por DL 19846, que unifica el régimen de pensiones militares y policiales.

3. Un sistema de capitalización individual de contribuciones definidas (*individual defined contribution retirement plans*), totalmente financiado (*funded*)¹⁸. Puesto que los beneficios no están definidos, los trabajadores asumen todos los riesgos asociados a la inversión de sus ahorros. Pueden tomar la forma de simples planes voluntarios de ahorro personal o de planes de ahorro obligatorio bajo administración pública o privada. Los sistemas de capitalización individual también pueden ser clasificados según sean los fondos manejados por instituciones especializadas —tipo administradoras de fondos de pensiones (AFP) — o por instituciones financieras en general, sean estos bancos, compañías de seguros, etcétera; o según sea un sistema complementario o alternativo al sistema público, de carácter universal o no. En el Perú, el SPP está orientado a la capitalización individual y toma la forma de planes de ahorro compulsivo, con fondos administrados por instituciones privadas especializadas. En los Estados Unidos, los planes que más se acercan a un sistema de capitalización individual son dos tipos de *do-it-yourself pension plans*, según los denomina Ghilarducci (2013), que son las cuentas *Individual Retirement Account* (IRA) y las cuentas 401(k), planes de contribuciones definidas a los que los asalariados pueden hacer contribuciones libres de impuestos hasta por un porcentaje dado de sus ingresos.
4. Un sistema de capitalización individual de aportaciones virtuales (*notional defined contribution*), en el cual las aportaciones de los trabajadores son acreditadas a sus cuentas individuales solo de manera virtual, siendo en la práctica usadas para pagar

¹⁸ Existe financiamiento total o prefinanciamiento cuando la acumulación de reservas cubre el 100% del valor presente de las obligaciones por concepto de pensiones contraídas con los afiliados.

- las pensiones de aquellos que ya están retirados¹⁹. Puesto que, en la práctica, las cuentas no existen, tampoco se requiere un administrador público o privado que las maneje. Hay dos rasgos importantes de este tipo de sistema que debemos resaltar. Primero, los beneficios que perciben los trabajadores al retirarse dependen de —o de alguna manera estarán vinculados a— sus aportaciones. Segundo, la rentabilidad que reciban generalmente dependerá de indicadores tales como la tasa de crecimiento del producto, de los salarios, de la inflación, etcétera.
5. Debemos advertir, sin embargo, que existen otras maneras —no del todo diferentes— de clasificar los posibles pilares de un sistema de pensiones. Por ejemplo, Fox y Palmer (2001) distinguen solo dos: (1) un sistema público o cuasipúblico, de beneficios definidos, que puede o no estar prefinanciado; y (2) un sistema prefinanciado, de contribuciones definidas, en el cual los beneficios dependen de las contribuciones del trabajador, y que puede tomar la forma de fondos previsionales (*provident funds*) administrados por el gobierno o cuentas individuales administradas por empresas privadas. Por otro lado, Disney (2004) distingue dos tipos de sistemas públicos: (1) *bismarckian programmes* —en alusión al canciller alemán—, en los cuales los beneficios percibidos por los jubilados están vinculados con sus aportaciones durante su periodo activo; y (2) *beveridgean programmes* —en alusión al economista y funcionario inglés William Beveridge—, en los cuales no existe vínculo entre aportaciones y beneficios.

¹⁹ Véase Edward Palmer (2006) y John Williamson (2005). Boado-Penas y otros (2007) usan la expresión «cuentas nocionales de aportación definida». Otra expresión en inglés, usada por Palmer (2006, p. 17) es *non-financial defined contribution*.

Por otro lado, Valdés (2002) distingue tres pilares: (1) programas de ayuda a ancianos pobres, financiados por el Estado; (2) programas que obligan a los trabajadores a ahorrar una parte de sus ingresos y adquirir seguros para la vejez; y (3) programas de incentivos fiscales a los individuos que adquieran voluntariamente ahorros y seguros para la vejez. Dado que dentro del primer tipo de programa Valdés también incluye sistemas públicos universales financiados con contribuciones de los trabajadores o por el Estado, se puede decir —en términos generales— que también distingue los tres pilares que pone de relieve el Banco Mundial.

Otro tipo de clasificación tiene que ver con la manera en que han sido combinados los diferentes pilares luego de las denominadas «reformas estructurales». Katharina Muller (2002) la atribuye a Carmelo Mesa-Lago, quien habría hecho una diferenciación entre: (1) el modelo sustituto, cuando el antiguo sistema público de reparto desaparece, siendo reemplazado por el nuevo sistema de capitalización individual y administración privada; (2) el modelo paralelo, cuando se introduce el nuevo sistema pero sin abolirse el antiguo, de tal manera que ambos coexisten y compiten entre ellos; y (3) el modelo mixto, en el cual se introduce un componente de capitalización individual, pero de manera complementaria al antiguo sistema público de reparto. De esta manera, la reforma peruana habría conformado un modelo —en principio—paralelo, pues el antiguo sistema público de reparto no ha desaparecido, e incluso continúa captando nuevos afiliados y ha triplicado el número total de afiliados contribuyentes en los últimos diez años²⁰.

²⁰ Ver www.onp.gob.pe, Información General, Estadísticas ONP.

1.5 ¿QUÉ EFECTOS TIENE UN SISTEMA DE PENSIONES SOBRE LA ECONOMÍA?

Un sistema de pensiones puede afectar la economía de un país en diversos aspectos. En la literatura se busca evaluar el impacto que los distintos tipos de sistemas de pensiones tienen sobre el crecimiento económico y el bienestar, y se discuten los efectos que dichos sistemas tienen sobre el empleo, el ahorro, el desarrollo del sistema financiero, la distribución del ingreso y las cuentas fiscales.

Aunque es difícil llegar a conclusiones finales sobre el efecto neto que un sistema de pensiones tendrá sobre cada una de las variables afectadas, puesto que los distintos efectos no son independientes de los demás, es de todas maneras importante revisar la literatura sobre esta cuestión.

Efectos sobre el empleo

En el caso del efecto sobre el empleo, o sobre el mercado de trabajo, se suele argumentar que un sistema de reparto tiene el problema de que, como los beneficios no dependen de las aportaciones, estas son vistas como un impuesto sobre las planillas, que crea una discrepancia entre los salarios pagados y los salarios recibidos, lo cual debe reducir el empleo a través de diferentes canales. Si son los trabajadores los que sufren el impacto del impuesto, estos se verán inducidos a reducir su oferta de trabajo —en consecuencia, a disminuir el número de horas trabajadas u optarán por jubilarse anticipadamente—; incluso podrían pensar en pasarse al sector informal, lo que afectaría la disponibilidad de trabajadores capacitados y la productividad de la mano de obra. Disney (2004) sostiene, sin embargo, que aun cuando se trate de un sistema público de reparto, los trabajadores no perciben la totalidad de sus aportaciones como un impuesto.

En el caso de los planes ocupacionales, estos problemas deben ser menos importantes, especialmente en los de contribuciones definidas, pero aquellos de beneficio definido suelen restringir los derechos adquiridos y la posibilidad de transferirlos, como resultado de lo cual fomentan la jubilación anticipada. En el caso de los sistemas de capitalización individual —de los cuales nos interesan los que toman la forma de planes de ahorro obligatorio—, el impacto negativo que estos pudieran tener sobre el mercado laboral debería ser menos marcado que el que tienen los sistemas de reparto y los planes ocupacionales.

Efectos sobre el ahorro

En lo que concierne al efecto sobre el ahorro²¹, la discusión que se suele encontrar en la literatura busca resolver el dilema de qué tipo de sistema de pensiones es más eficaz como instrumento para incrementar el ahorro, y la disyuntiva suele darse entre un sistema público de reparto y un sistema privado de capitalización individual. Aunque en esta discusión no parece haberse alcanzado aún una conclusión definitiva, podemos adelantar aquí en qué términos se da dicha cuestión. El debate más importante, a nuestro entender, implica el impacto directo que la adopción de un sistema de pensiones puede tener sobre la tasa de ahorro promedio de largo plazo de un país. En este caso, se suele enfatizar que aunque un sistema de reparto no parece tener un efecto determinado sobre la tasa de ahorro, en el caso de un sistema de capitalización individual (o planes ocupacionales) dicho impacto suele ser positivo, pues si bien las familias disminuyen su ahorro personal al afiliarse a un sistema de este tipo, tal mengua suele representar solo una fracción de la aportación que realizan al plan ocupacional (Banco Mundial, 1994, p. 173).

²¹ Nos referimos en este caso al ahorro personal privado. El efecto sobre el ahorro público (fiscal) se verá más adelante, como el efecto sobre las cuentas fiscales.

Aunque es siempre posible que si la tasa de contribución (de ahorro obligatorio) a un sistema de capitalización individual es lo suficientemente baja, su efecto sobre el ahorro sea totalmente contrarrestado por una disminución en el ahorro voluntario —lo que provoca que el impacto de un sistema de este tipo sobre la tasa de ahorro sea nulo—, una situación de este tipo es muy improbable. Pero no necesitamos de una situación tan extrema para cuestionar la ventaja relativa de un sistema de este tipo frente a uno de reparto. Así, Orszag y Stiglitz (2001) califican la afirmación de que los sistemas privados de capitalización individual incrementan el ahorro nacional como el primero de diez «mitos» sobre los sistemas de seguridad social. Para explicar su punto de vista, dichos autores examinan el concepto de prefinanciamiento (*prefunding*) y señalan que: «En un sentido limitado, prefinanciamiento significa que el sistema de pensiones está acumulando activos (suficientes) para satisfacer futuros pagos. En un sentido amplio, sin embargo, prefinanciamiento significa aumentar el ahorro nacional» (p. 21). Luego señalan que la privatización de un sistema de pensiones no es ni necesaria ni suficiente para lograr el prefinanciamiento en sentido amplio.

En suma, un efecto menos directo sobre el ahorro nacional se daría a través del impacto que tiene la creación de un sistema público sobre la disponibilidad de fondos y la tasa de interés.

Efectos sobre el sistema financiero

En cuanto al impacto sobre el sistema financiero, se puede argumentar que un sistema de capitalización individual contribuye a su profundización y a su estabilidad al ser la fuente de una mayor demanda por activos financieros (u oferta de fondos), la cual debe crecer a un ritmo estable, dadas las normas que afectan el manejo de la cartera en un sistema de este tipo, en particular en lo que concierne a las restricciones a la inversión en el extranjero. Debemos saber, pues, que la mayor oferta

de fondos favorece la estabilidad económica de la misma manera como lo hace un mayor nivel de reservas internacionales.

La mayor oferta de fondos también favorece la aparición en el mercado de una gran variedad de instrumentos financieros, así como de plazos. El rol de los fondos de pensiones como inversionistas institucionales resulta en una demanda por nuevos instrumentos o una mayor demanda por instrumentos existentes. En este caso es importante la emisión de bonos por los bancos para financiar sus créditos hipotecarios (*securitization* o *titulización* de hipotecas), que en el Perú han sido una importante alternativa de inversión para las AFP (véase Barco y otros, 2009). Pero con ello también se puede contribuir a hacer más volátil y complejo el mercado de capitales (véase Bodie, 1992).

También se suele argumentar que se favorece la institucionalidad, la competencia y la transparencia en la información financiera (ver, por ejemplo, Castillo & Rojas, 2007, p. 13), pero este es un argumento que no parece tener sólidas bases analíticas.

Efectos sobre la distribución del ingreso

En el caso de los efectos redistributivos de un sistema de pensiones, se supone que un sistema de reparto tiene como uno de sus efectos redistribuir ingresos desde afiliados de altos ingresos hacia aquellos de menores ingresos; efecto que desaparece con un sistema de capitalización individual. Debemos señalar, sin embargo, que el efecto redistributivo de un sistema de reparto es necesariamente limitado, pues se da al interior de la masa asalariada. En el caso de un sistema de capitalización individual, sin embargo, existe la posibilidad —generalmente no considerada— de una redistribución del ingreso de los trabajadores a favor de los inversionistas dueños de las AFP (bancos domésticos y extranjeros), que, como resultado de las reglas de juego asimétricas del SPP, resultan ganando mucho más que los asalariados afiliados al sistema.

Efectos sobre las cuentas fiscales

La creación de un SPP puede afectar las cuentas fiscales de dos maneras. La primera resultaría del otorgamiento de beneficios o incentivos tributarios a los afiliados, como —por ejemplo— exonerar del impuesto a la renta la parte de sus ingresos que dedican al pago de sus aportaciones al SPP, tal como se hace en otros países, Estados Unidos entre ellos. En el Perú ese tipo de exoneraciones no se ha dado, aunque sí se han otorgado tales beneficios a las AFP en la forma de la exoneración de sus comisiones del impuesto general a las ventas (IGV). Otro efecto sobre las cuentas fiscales es el relacionado con la emisión de bonos de reconocimiento a los afiliados al Sistema Público que emigran al SPP.

1.6 ¿CÓMO SE PUEDE EVALUAR LA *PERFORMANCE* DE UN SISTEMA DE PENSIONES?

Una cuestión central en el estudio de los sistemas de pensiones concierne a su eficiencia en el manejo de sus fondos, requisito indispensable para que el sistema cumpla con sus obligaciones con los afiliados de manera satisfactoria. Especialistas del Banco Mundial proponen considerar tres diferentes dimensiones, o criterios, de la *performance* de un sistema de pensiones en general: cobertura, idoneidad y sostenibilidad. La cobertura se refiere a la proporción de la población cubierta por el sistema de pensiones; la idoneidad alude al nivel de los beneficios recibidos por los pensionistas; y la sostenibilidad, a la capacidad del sistema para satisfacer sus obligaciones financieras en el corto y mediano plazo (Rofman & Olivieri, 2012). Este último criterio tiene poco interés en el caso de sistemas privados de capitalización individual.

En el caso de la cobertura, si bien su nivel es muy útil como indicador de la *performance* de un sistema de pensiones, especialmente si es medido en relación con la población económicamente activa (PEA),

presenta el problema de que depende no únicamente de la *performance* del sistema de pensiones y de su capacidad para atraer nuevos afiliados, y de las reglas de juego que lo rigen, sino también de las características de la fuerza laboral, y del entorno institucional en general. En todo caso, la información concerniente únicamente al nivel de la cobertura debe resultar insuficiente, pues es también de interés aquella relacionada a los rasgos demográficos, económicos y sociales básicos de la masa laboral afiliada al sistema.

En el caso de la idoneidad, esta alude a un resultado o producto básico de un sistema de pensiones, que es el nivel de los beneficios recibidos por los pensionistas. La manera más apropiada de medir dicho nivel son las tasas de reemplazo, que calculan el nivel de la pensión como porcentaje del salario del afiliado al momento de su jubilación (o de su salario promedio hacia el final de su periodo en actividad). Como en el caso del nivel de cobertura, la tasa de reemplazo presenta también el problema que no tiene por qué depender única ni principalmente de la *performance* (o rentabilidad) del sistema de pensiones, sino también de factores básicamente exógenos tales como la tasa de aportación (y las reglas de juego en general), la evolución del salario de los afiliados durante su vida laboral y la tasa de descuento que aplican las compañías de seguros al valor del fondo acumulado para determinar el monto de la pensión. Además, la tasa de reemplazo tiene también el problema de que se puede optar por comparar el monto de la pensión no solo con el salario del afiliado al momento de su jubilación, sino también con otros indicadores de ingreso, tales como el salario mínimo o el salario promedio.

Una tarea central que realizaremos en este estudio es la evaluación de la *performance* del Sistema Privado de Pensiones (SPP) en el Perú, que mediremos como su tasa neta (o efectiva) de retorno real, para determinar si puede garantizar que el SPP en el Perú otorgue pensiones dignas a sus afiliados. En caso de obtener una respuesta negativa,

sería necesario proponer una revisión de las reglas de juego que rigen actualmente este sistema, las cuales producen a los inversionistas —los bancos dueños de las AFP— retornos significativamente mayores que los que generan para los afiliados al sistema.

La propiedad esencial de la tasa neta de retorno es que toma en cuenta que, desde el punto de vista de un afiliado, el monto invertido en el SPP incluye no solo sus aportaciones, sino también las comisiones de administración pagadas a las AFP. De esta manera, al considerar tales comisiones, la rentabilidad neta percibida por los afiliados —la cual refleja la eficiencia de las AFP en el cumplimiento de sus funciones— depende no solo de la rentabilidad del fondo administrado, sino también de las reglas de juego del SPP. Esto último en razón de que se sobreentiende que tales comisiones están en gran medida determinadas por las reglas de juego del SPP.

Una característica de la tasa neta de retorno es que «desinfla» la rentabilidad bruta, siendo la diferencia entre ambas mayor cuanto mayor sean las comisiones cobradas por las AFP. Esto revela la gran importancia que tienen las comisiones cobradas por las AFP en la determinación de la eficiencia general del SPP y, por tanto, de la necesidad de su estudio detallado.

Otra ventaja de la tasa neta de retorno es que puede servir para comparar la eficiencia de un Sistema Privado de Pensiones no solo con la rentabilidad de otros, sino también con la de otros tipos de activos financieros, lo cual permite evaluar su *performance* en un contexto más amplio (es fácil de comparar y hay con qué compararla). Además, como veremos en el capítulo 5, las técnicas de cálculo de la tasa neta de retorno permiten no solamente su medición en un momento dado, sino también su proyección o simulación en el tiempo, a partir de ciertos supuestos sobre el comportamiento de una serie de variables y sobre las reglas de juego.

1.7 ¿POR QUÉ SE REFORMARON LOS SISTEMAS DE PENSIONES?

Tal como ya hemos señalado, en el ámbito internacional se justificó la reforma de los sistemas de pensiones por los serios problemas que enfrentaron (básicamente públicos), que resultaban de su mala administración y de factores exógenos tales como los cambios demográficos y la persistente caída durante las últimas tres décadas de las tasas de interés a nivel mundial.

El asunto, sin embargo, es más complicado. De hecho, y sin restar importancia a la mala situación que enfrentaban los sistemas públicos, una cuestión previa que debemos poner de relieve es que detrás de las reformas en los países de América Latina hubo, básicamente, tres actores interesados, cada uno con sus propios objetivos, y ninguno de los cuales representaba los intereses de los trabajadores: el Estado, la banca privada y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

En el caso del Estado, el interés era deshacerse de una deuda con los asalariados afiliados al sistema público de pensiones y descargar sobre los trabajadores todos los riesgos que envuelve un sistema de pensiones en relación con su rentabilidad y pensión de jubilación. El impacto en el corto plazo de la reforma de los sistemas de pensiones sobre las cuentas fiscales es de particular interés pues los gobiernos, al desmontar los sistemas de reparto, dejan de percibir las aportaciones de los asegurados que se trasladan al sistema privado, aunque siguen pagando las pensiones de los asegurados que ya están jubilados²².

En cuanto a la banca privada, el interés era básicamente obligar a los asalariados a ahorrar vía el sistema financiero formal, para permitir a los bancos aumentar su rentabilidad. En el caso del FMI, podemos ver sus intereses como asociados a los del sector privado (aumentar el tamaño y reducir la inestabilidad del mercado financiero doméstico) y del gobierno (reducir el déficit fiscal).

²² Nótese que este puede ser considerado un costo de la creación del sistema privado que es asumido por el Estado (ver más adelante punto 2.2 en el capítulo 2).

Pero tanto el gobierno como la banca privada y el FMI tuvieron también objetivos políticos, tales como reducir el rol del Estado en la economía y hacer que la fuerza laboral en alguna medida reconozca como suyos —o se identifique con— los intereses de la clase capitalista, al hacer que el valor de sus fondos de pensiones dependa de la evolución de los mercados financieros y de la salud de las empresas privadas en general. El hecho de que un sistema de pensiones obligatorio fuese una infracción de los principios filosóficos del libre mercado no constituyó un obstáculo para ellos.

En todo caso, aunque puede aceptarse que el desempeño deficiente de los sistemas públicos surge en gran medida como resultado de deficiencias administrativas o de pensiones excesivamente generosas, es obvio que —por lo menos en nuestro país— los factores más importantes fueron la evasión y mora de pagos por parte del gobierno central y de entidades públicas en general, y las tasas de inflación que hundieron los salarios y, por tanto, el valor real de las aportaciones y de las pensiones. El saqueo de la Caja de Pensiones Militar Policial durante el gobierno de Alberto Fujimori, efectuado por la banda liderada por el asesor presidencial Vladimiro Montesinos (Bowen & Holligan, 2003, pp. 314-321), nos hace pensar que en nuestro país la corrupción debe haber sido otro factor determinante en el declive del sistema público de pensiones.

Pero tal como señala Palacios (2003, p. 17), las deficiencias de los sistemas públicos de pensiones no fueron las únicas justificaciones para las reformas. En efecto, debemos mencionar también un importante factor político, que es el renacimiento alrededor del mundo del pensamiento político conservador y de la ortodoxia económica —o neoliberalismo— que se inicia alrededor de 1980, y que sirvió para justificar las políticas de liberalización, apertura y privatizaciones²³.

²³ Palacios (2003, p. 16) se refiere a este hecho cuando alude al Consenso de Washington.

Orenstein (2010), por su parte, habla de una «campana transnacional» para privatizar los sistemas de pensiones alrededor del mundo, que toma como punto de partida la reforma chilena de 1981, por parte de *transnational policy actors*, tales como el Banco Mundial, la U.S. Agency for International Development (USAID), el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo y otras agencias bilaterales y multilaterales, así como *transnational policy entrepreneurs* y *expert networks*.

CAPÍTULO 2

CREACIÓN Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES PERUANO

Si queremos entender el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) peruano, así como analizar sus reglas de juego, evaluar y explicar su *performance* y discutir sus perspectivas, primero debemos estudiar sus características generales, desde su creación hasta la actualidad. Con este propósito, en este capítulo describiremos inicialmente (en el punto 2.1) la situación del Sistema Nacional de Pensiones (SNP) y de los serios problemas que presentaba al momento de crearse el SPP. En este contexto, pondremos énfasis en el hecho de que la mala situación en que se encontraba era causada básicamente por la caída en el valor real de las aportaciones desde mediados de los años setenta, a su vez producto del descenso de los salarios reales, del aumento del desempleo y de la informalidad, de los problemas de evasión y mora —especialmente por parte del Estado— y de la caída del número de contribuyentes por pensionista.

Luego, en el punto 2.2, analizaremos la creación del SPP en 1992, y resaltaremos, entre otras cosas, la necesidad de ver tal creación como parte de una reorientación general del modelo económico en favor de las políticas patrocinadas por el Consenso de Washington, y la consecuente importancia que tuvieron los organismos multilaterales como

propulsores de tal evento. Asimismo, nos enfocaremos en la falta de todo tipo de deliberación al respecto al interior del país, lo cual obviamente implicó dejar de lado el parecer de los gremios laborales; en el interés fiscal del gobierno, que con la creación del SPP se sacó de encima, a bajo precio, una gran deuda acumulada con los afiliados al SNP que optaron por trasladarse al SPP; y también en el interés pecuniario del sector financiero privado en un sistema de contribuciones obligatorias, en abierta contradicción con sus principios sobre la libertad de elegir.

Finalmente, en los puntos restantes de este capítulo haremos un resumen de las reformas sucesivas de las normas que regulan el SPP y que fueron introducidas por los diferentes gobiernos (Fujimori, Toledo, García y Humala) desde 1995. En tal sentido, remarcaremos que tales reformas, en gran medida, han sido realizadas teniendo en cuenta básicamente los intereses de las AFP, aunque ello fuera al costo de reducir la tasa de contribución (= ahorro) y, por tanto, el monto de la pensión de los afiliados.

2.1 EL SISTEMA PÚBLICO DE PENSIONES HASTA 1992

Podemos decir, de manera simplificada, que los regímenes modernos de seguridad social en el Perú empezaron a funcionar de manera sucesiva; primero, hacia el año 1940, en el caso de las prestaciones de salud para los obreros; luego, hacia 1950, con las prestaciones de salud para los empleados privados; y, finalmente, hacia 1960, con las pensiones de jubilación para obreros y empleados del sector privado.

Existieron, sin embargo, algunos antecedentes. En el caso específico de los sistemas de pensiones, un primer hito lo constituye la llamada Ley de Goces de 1850 del gobierno de Ramón Castilla, que estableció un régimen sobre jubilación, cesantía y montepío para los empleados públicos (Tribunal Constitucional, 2003). Debemos tener presente, sin embargo, que este era un régimen «cerrado» (en términos del Tribunal

Constitucional) o «exclusivo» (según Hidalgo, 2004), ya que solo favorecería a los trabajadores del sector público.

Otro antecedente —tal como nos hace notar Drinot (2011)— fue la legislación laboral que se dio desde inicios del siglo XX a favor de trabajadores del sector urbano, y cuyo hito principal fue la creación en 1920 de la Sección Trabajo del Ministerio de Fomento, encargada del registro de sindicatos obreros y de mediar en conflictos laborales. Luego, durante el gobierno de Óscar Benavides (1933-1939), dicha legislación laboral es complementada con algunas medidas de política social, básicamente en la forma de asignación de fondos públicos para la construcción de barrios obreros y la apertura de restaurantes populares en varios distritos de Lima (ver también Orrego, 2009).

Finalmente, la creación de un sistema nacional de pensiones en el Perú —inicialmente contemplada en la Constitución de 1933— fue dispuesta recién en 1936 por la ley 8433 que estableció el Seguro Social Obligatorio del personal obrero, el cual cubría los riesgos de «enfermedad, maternidad, invalidez, vejez y muerte», cuya administración estaría a cargo de la Caja Nacional de Seguro Social, la cual oficialmente empezó a otorgar prestaciones solo en 1941¹, aunque el Hospital Obrero de Lima había empezado a funcionar en diciembre de 1939 (Orrego, 2009).

Sin embargo, debemos tener en cuenta que inicialmente los beneficios del Seguro Social Obligatorio se limitaban a prestaciones de salud y que el sistema de pensiones propiamente dicho recién empezó a funcionar en 1961, con la creación del Fondo de Jubilación Obrera, por ley 13640. Esta ley estableció las contribuciones de los trabajadores y de los empleadores a dicho fondo (2% de los salarios en cada caso) y permitía a los trabajadores de por lo menos 60 años de edad y 30 años de servicios jubilarse con una pensión igual al 100% de su remuneración.

¹ Ver ley 8509 de 1937, DS del 18 de febrero de 1941.

De manera similar, en el caso de los empleados, una primera medida fue la ley 10624 de 1946, que establecía, para el caso específico de las empresas privadas con un capital de más de dos millones de soles, que estas debían jubilar con sueldo íntegro a sus empleados con más de 40 años de servicios. Posteriormente, por DL 10902 de 1948 y DL 10941 de 1949, se creó el Seguro Social del Empleado (SSE), que cubría tanto prestaciones de salud como pensiones, y comprendía de manera general tanto empleados públicos como particulares. Su estatuto definitivo fue puesto en vigencia en 1956 por ley 13016. Las reglas de este régimen, no obstante, fueron sustituidas en 1961 por la ley 13724, que estableció normas más detalladas para el SSE, y creó una Caja de Maternidad-Enfermedad y una Caja de Pensiones, que cubría los requerimientos de salud y pensiones de los empleados públicos y privados. Debe tomarse en cuenta, además, que esta ley especificaba que el SSE sería una institución autónoma con personería jurídica de derecho público interno, y que contaría con fondos propios y distintos de los del Estado (artículo 1).

Paralelamente a la Caja Nacional de Seguro Social Obrero y el Seguro Social del Empleado, llegaron a existir una serie de sistemas autónomos de relativa importancia, entre los que podemos mencionar los siguientes, con sus respectivos años de creación legal²:

- El Sistema Asistencial de los Estibadores (1934)
- El Fondo de Jubilación de los Empleados Particulares (1946)
- La Caja de Protección y Asistencia Social (1946)
- El Fondo de Retiro del Chofer Profesional Independiente (1958)
- La Derrama Magisterial (1965)

² Véase Lerner (1973). La legislación pertinente es: DS 10, de octubre de 1934; ley 10624, de agosto de 1946; ley 10674, de octubre de 1946; ley 12990, de marzo de 1958; DS 01, de enero de 1965; DS 78, de diciembre de 1965; DL 16124, de mayo de 1966; DL 21021, de diciembre de 1974; y DS 10, de marzo de 1981.

- La Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador (1965)
- La Caja de Pensiones Militar-Policial (1974)
- El Fondo de Previsión Social de los Servidores del Jockey Club del Perú (1981)

De esta manera, en palabras de Mesa-Lago (1985), la seguridad social en el Perú había ido evolucionando de manera estratificada, de modo que los «grupos de presión» obtuvieron programas separados, de tal manera que «A fines del decenio del 1960 la seguridad social era un verdadero laberinto con más de 2000 disposiciones legales y docenas de fondos con su propia legislación, financiamiento y prestaciones» (p. 162).

En todo caso, podemos afirmar que la seguridad social recién empieza a jugar un rol significativo en la economía peruana a partir de la década de 1960. Una manera de corroborar esta afirmación es resaltando que mientras durante el periodo 1950-1964 los ingresos anuales de la seguridad social en el Perú representaron un promedio de 0.77% del PBI, durante los siguientes quince años —el periodo 1965-1979— este promedio subió a 2.48%³. A pesar de este incremento, podemos decir que el gasto social en el Perú sigue teniendo una mínima importancia. Al respecto, Miller y otros (2011) comparan el gasto social como porcentaje del producto en el Perú con el de otros nueve países latinoamericanos y encuentran que, hacia el año 2005, el Perú se ubicaba en último lugar tanto en salud como en educación pública, mientras que en el caso del gasto en pensiones —ámbito en el que la comparación es más difícil de hacer—, estaba en el séptimo lugar de los diez países.

³ Estas cifras han sido calculadas usando la serie Y_{ss}/PBI del Cuadro 2 de Petrerá (1985). Debe tomarse en cuenta, además, que la seguridad social en este caso comprendía tanto el sistema de pensiones como las prestaciones de salud.

El gobierno militar que tomó el poder en 1968 buscó consolidar en uno solo el sistema «estratificado» al que alude Mesa-Lago, y en 1970 se inició el proceso de unificación, que declaraba en reorganización la Caja Nacional de Seguro Social (Obrero) y el Seguro Social del Empleado (DL 18421), para luego, en abril de 1973, unificar los sistemas de pensiones de ambas entidades, con la creación del Sistema Nacional de Pensiones (SNP) por DL 19990, y la Caja Nacional de Pensiones como ente administrativo, por DL 19992. Con estas medidas, el gobierno militar buscaba eliminar las desigualdades en los beneficios otorgados por los sistemas previamente existentes, así como posibilitar el acceso de los trabajadores independientes al sistema de pensiones. Posteriormente, en noviembre del mismo año, por DL 20212 se creó el Seguro Social del Perú (SSP) encargado de la administración de la seguridad social en el Perú, tanto del sistema de pensiones (la Caja Nacional de Pensiones) como del de prestaciones de salud de la Caja Nacional de Seguro Social (Obrero) y del Seguro Social del Empleado. Debe anotarse, además, que dicha ley creó el SSP con el carácter de entidad pública descentralizada, dependiente del Ministerio de Trabajo, con lo que se revirtió el carácter de institución autónoma establecido por la ley 13724 para el SSE.

Aunque al año siguiente, 1974, el gobierno militar dio un paso atrás en el proceso de consolidación del sistema de pensiones al establecer un régimen de pensiones para aquellos servidores públicos no comprendidos en el DL 19990 (DL 20530)⁴, sus esfuerzos por reformar el sistema de pensiones parecen haber rendido inicialmente algunos frutos, tal como lo ilustra Mesa-Lago (1985), quien reporta un incremento de 25% entre 1972 y 1976 en la pensión real promedio pagada por el Sistema Nacional de Pensiones.

⁴ Más adelante, por una modificación a esta norma introducida en 1982 (ley 23495) se creó el régimen de «cédula viva» para empleados públicos. Este régimen fue derogado en noviembre de 2004 por ley 28389 (ver más adelante el punto 2.4).

Sin embargo, a partir de la segunda mitad de la década de 1970, los problemas de la seguridad social en el Perú empiezan a manifestarse en forma clara, de tal manera que el mismo autor reporta una caída de 50% en las pensiones reales entre 1976 y 1982 (Mesa-Lago, 1985b). Tales problemas, que luego se agravarían severamente durante el primer gobierno de Alan García, pueden ser vistos como una consecuencia inmediata de la caída del valor real de las aportaciones, a su vez explicada por el descenso de los salarios reales inducido, a su vez, por el aumento de la inflación, y por el incremento del desempleo y la informalidad. Este problema se complicó aún más por la disminución del número de contribuyentes por pensionista, como resultado del rápido aumento del número de jubilados y de sus mayores expectativas de vida. Otros factores de importancia detrás del agravamiento de los problemas del SSP fueron su mala administración, el crecimiento de los problemas de evasión y mora, así como el uso indebido de fondos por el Estado.

Dado que en la literatura existente se suele argumentar, de manera muy simplista, que la debacle de los sistemas de pensiones públicos fue meramente el resultado de su mala administración y de factores demográficos, es necesario que enfatizamos que el problema, tal como lo hemos señalado, fue algo más complicado. En efecto, el mismo Banco Mundial (1994, pp. 43-45) lo reconoce y hace una lista de catorce razones por las cuales los sistemas públicos de reparto suelen fracasar, entre las cuales incluye:

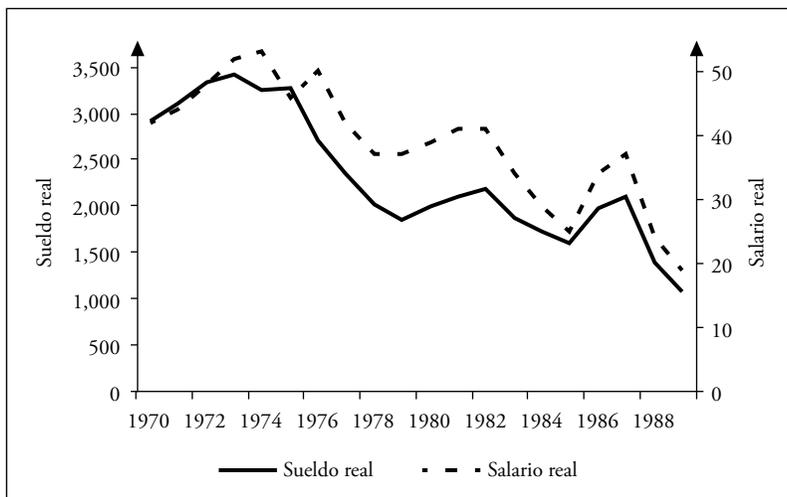
- Presiones políticas que conducen al pago de beneficios financiados con impuestos que no son sostenibles.
- Elevados impuestos a los salarios que no están vinculados a los beneficios del sistema de pensiones y que desalientan el empleo.
- Las fórmulas de financiamiento que pueden provocar una mala asignación del capital y reducir el ahorro nacional.

- Normas que contemplan la posibilidad de jubilación temprana que reducen la oferta de trabajadores experimentados.
- Las reservas del sistema de pensiones son administradas por organismos públicos de manera ineficiente, por lo cual se obtienen retornos muy bajos e incluso negativos.
- Como los beneficios no están ajustados por el índice de precios, los pensionistas ven sus ingresos caer.

Efectivamente, entre las razones de la caída del sistema público debemos tener en cuenta las planteadas por el Banco Mundial, y también otras como el uso del SSP como botín del gobierno de turno. Arce (2010, p. 127) alude a un aumento del número de empleados del Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS) de 25 000 a 45 000 entre 1985 y 1990, durante el gobierno de Alan García; mientras que Ausejo (1995, p. 137) menciona la obligación del IPSS de usar al Banco de la Nación como recaudador de las contribuciones de los trabajadores.

Sin embargo, debemos subrayar que el primer factor, crucial en la caída del SSP en el Perú —y generalmente omitido en la literatura— fue la inflación de precios. En principio, esta solamente afectará los ingresos reales de la seguridad social si es que provoca una caída en el valor real de la masa salarial —otro efecto de la inflación, como veremos más adelante, puede ser sobre el rendimiento real de los fondos manejados por el SSP—. A su vez, el valor real de la masa salarial está en relación directa con el salario real y el nivel de empleo en el sector formal de la economía. Pues bien, lo que se observa durante la segunda mitad de los años setenta es una evolución negativa de ambas variables. Por un lado, tal como se puede observar en el gráfico 2.1, los sueldos y salarios reales en Lima Metropolitana empiezan a caer a partir de 1974, y perdieron un total de 40% y 25%, respectivamente, de su valor entre 1973 y 1980, periodo durante el cual la tasa de inflación fue de un promedio anual de 41% (INEI).

Gráfico 2.1
Sueldos y salarios reales en Lima Metropolitana, 1970-1989
 (soles de 1994)



Fuente: INEL.

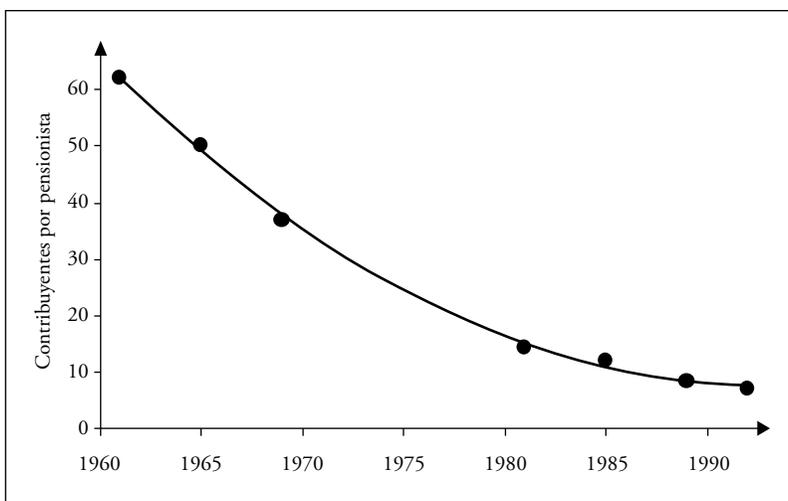
Luego de la inflación de precios —y la consecuente caída de los salarios reales— el segundo factor que contribuyó a complicar la situación del SSP fue el rápido aumento del número de pensionistas (que se multiplicó por más de once entre 1961 y 1981), a lo cual se sumó un lento aumento del número de contribuyentes (que se multiplicó por menos de tres durante el mismo periodo), de tal forma que el número de contribuyentes por pensionista cayó de 62.2 a 14.3, tal como se puede ver en el gráfico 2.2. Esta caída continuó luego durante unos diez años más, pero con menor intensidad⁵. Si bien los cambios demográficos que fueron modificando la pirámide poblacional según grupos de edad,

⁵ Ver también Verdera (1996, cuadro 12). La Asociación Internacional de Organismos Supervisores de Fondos de Pensiones, AIOS (1996), por su parte, indica que tal ratio pasó de 11.5 a 7.3 entre 1984 y 1991 (ver cuadro I.10).

al aumentar la importancia de los grupos de mayor edad dentro del total de la población del país, contribuyeron a agravar este problema, pero de forma más bien secundaria, otro fenómeno, que se da a partir de 1976, y que permitió el lento aumento del número de contribuyentes, fue un claro retraso de la tasa de crecimiento de la población económicamente activa (PEA) asalariada respecto a la PEA total. Así pues, mientras que entre 1975 y 1980 la PEA total creció en un 17%, la PEA asalariada solo se incrementó en un 7%, retraso que resulta tanto del aumento del desempleo como de la informalidad⁶.

Gráfico 2.2

Seguridad social: número de contribuyentes por pensionista, 1961-1992



Fuentes: Mesa-Lago (1985b, p. 87) (años 1961-1980) y Durnbeck (1996, p. 391) (años 1984-1992).

⁶ Ministerio de Trabajo-Dirección General del Empleo: Anuario Estadístico del Sector Trabajo 1980. Lima 1981, Cuadro 3.

El tercer factor que contribuyó a arruinar el SSP en el Perú fue su mala administración, así como los problemas de evasión y mora en el pago de las cotizaciones —sobre todo por parte del Estado— y el uso indebido de fondos. Sobre estos asuntos, Mesa-Lago señala:

Desde 1974 a 1980, aunque el número de empleados creció enormemente, no se publicaron balances contables, no se creó un registro de empleadores y asegurados, no se hicieron inventarios patrimoniales ni se llevaron series estadísticas, y no se efectuaron estudios actuariales [...] Por último, el Estado dejó de cumplir con sus obligaciones financieras, acumulándose una deuda cuantiosa (1985, pp. 164-165).

Es obvio que el carácter de entidad pública descentralizada del SSP —establecida en 1974 por ley 19990— facilitó tremendamente el uso indebido por el Estado de los fondos del SNP para financiar el gasto público; en consecuencia, se acumuló una enorme deuda con el fondo de pensiones. Es más, el requerimiento de por lo menos veinte años de aportaciones para que un trabajador pueda recibir una pensión a los 65 años de edad no solamente es arbitrario, sino que también revela el hecho de que tales aportaciones eran en gran medida vistas por el gobierno como un ingreso tributario.

La situación del SSP se agravó aún más como resultado del impacto financiero del DL 22482 de marzo de 1979 que, luego de unificar las prestaciones de salud de los regímenes de la ley 8433 (obreros) y el DL 13724 (empleados), las extendió a las familias de los asegurados. Esto en razón de que, por lo menos durante el periodo 1973-1982, los déficits de las prestaciones de salud eran financiados con préstamos del fondo de pensiones que luego permanecieron impagos (Mesa-Lago, 1990, p. 189).

En un último intento por revertir la situación —y conforme a lo estipulado en el artículo 14 de la Constitución de 1979—, el gobierno militar dio, en julio de 1980, el DL 23161, mediante el cual se creó

el Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS) como institución autónoma y descentralizada, con fondos propios distintos de los del Estado, y con personería jurídica de derecho público interno, que asumiría la administración de la seguridad social en el Perú en reemplazo del Seguro Social del Perú (SSP), el cual era un organismo público descentralizado dependiente del Ministerio de Trabajo. Esta reforma, sin embargo, no llegó a implementarse, pues nunca se llegó a aprobar en el Congreso una Ley Orgánica del IPSS, a pesar de que este adoptó su nuevo nombre.

Al fracasar la reforma planteada por la creación del IPSS, los problemas que habían empezado a manifestarse desde mediados de los años setenta siguieron agudizándose durante la década siguiente, periodo durante en el cual los sueldos y salarios en Lima Metropolitana cayeron un 50% en términos reales entre 1980 y 1989, para completar una caída total de alrededor de dos tercios de su valor entre 1973 y 1989 (ver gráfico 2.1). La situación económica del IPSS terminó de estallar durante el trienio 1988-1990 —periodo durante el cual el país sufrió una inflación anual promedio de precios al consumidor de 5050%—, cuando experimentó fuertes déficits corrientes, al parecer los primeros desde la creación del sistema a inicios de los años sesenta. Además de su efecto sobre los ingresos reales corrientes del IPSS, la hiperinflación del trienio 1988-1990 tuvo también un efecto letal tanto sobre el valor como del rendimiento real de los fondos manejados por el IPSS. Efectivamente, Mesa-Lago (1991) estima tal rendimiento en -25% anual para el periodo 1981-1987, durante el cual la tasa de inflación promedio fue de 96%⁷, lo cual colocaba al IPSS en el último lugar entre un grupo de países latinoamericanos (ver cuadro 2.1). Es, por tanto, razonable imaginar que tal rendimiento fue mucho peor durante el trienio 1988-1990, durante el cual la inflación anual fue cincuenta veces mayor.

⁷ Una tasa de rendimiento como esta durante un periodo de siete años debe reducir el valor del fondo en casi un 90%.

Cuadro 2.1
Rendimiento real promedio de los fondos de la seguridad social
en cinco países latinoamericanos durante la década de 1980

País	Periodo	Rendimiento anual (%)
Chile	1981-87	13.8
Costa Rica	1980-87	-10.5
Ecuador	1980-86	-10.0
México	1981-83	-20.8
Perú (*)	1981-87	-25.0
(*) Promedio simple de dos estimados (-20.6 y -29.4)		

Fuente: Mesa-Lago (1991, cuadro 14).

¿Qué soluciones se planteaban a fines de los años ochenta ante estos problemas? Si bien la reforma del sistema chileno ya se había iniciado en 1981, la posibilidad de adoptar tal modelo no parece haber sido considerada por las autoridades o los analistas peruanos durante aquella década. En efecto, las propuestas de reformas que se hacían comprendían cuestiones dirigidas básicamente a mejorar la situación financiera de la seguridad social en el Perú, para incrementar sus ingresos —a través de la mejora de los sistemas de registro, identificación y cobertura; la aplicación de sanciones a evasores y morosos, y mediante la eliminación de los topes de contribución a la cotización salarial— y reducir los gastos —para lo cual era preciso evitar la transferencia de recursos del programa de pensiones al de enfermedad-maternidad y reducir los beneficios otorgados por el sistema de pensiones, mediante el incremento, por ejemplo, de la edad de retiro a 65 años y la reducción de gastos administrativos—(ver, por ejemplo, Mesa-Lago, 1985).

Sin embargo, la opción de reformar el sistema público (SNP) fue descartada luego de que el nuevo gobierno de Alberto Fujimori asumiera el poder en 1990. En aquel entonces el Perú era el segundo país de la región, después de Chile, en crear un Sistema Privado de Pensiones (SPP) en 1992, el cual empezaría a funcionar al año siguiente.

De todas maneras, paralelamente a la creación del SPP, fueron realizados algunos de los cambios al sistema público previamente sugeridos. Así, de manera prácticamente simultánea a la creación del SPP, en diciembre de 1992 se dio el DL 25967, que creó la Oficina de Normalización Previsional (ONP), que debía administrar el Sistema Nacional de Pensiones del DL 19990, hasta entonces a cargo del IPSS, pero que empezó a funcionar recién en enero de 1995. De manera más importante, por el mismo decreto se restringió el acceso al goce de pensiones pagadas por el IPSS —se requería haber efectuado aportaciones por no menos de veinte años—, se dejó de vincular el monto de las pensiones al salario mínimo y se estableció un mecanismo arbitrario para calcularlas, con el propósito poco disimulado de reducir su valor (ver artículos 1 y 2). Con ello se limitaba el monto máximo de dichas pensiones a 600 nuevos soles (unos US\$ 370 al cambio de la fecha) y se autorizaba al IPSS a fijar montos mínimos de aportación. Estas arbitrariedades fueron luego objeto de demandas de inconstitucionalidad que fueron parcialmente aprobadas por el Tribunal Constitucional (Samatelo, 2005; Contraloría General de la República, 2006).

De esta manera, mediante el DL 25967 el gobierno no solo redujo los beneficios a la vez que buscaba incrementar las aportaciones al sistema SNP —a lo cual también aluden Bernal y otros (2008, p. 33), quienes refuerzan nuestra afirmación de que un propósito básico de la reforma fue de tipo fiscal—, sino que también daba marcha atrás en la decisión tomada en 1980 de hacer del IPSS un organismo autónomo. En efecto, la ONP fue definida como un organismo público del Sector Economía y Finanzas⁸, y algo similar se hizo posteriormente con el resto del IPSS, el encargado de administrar los servicios de salud, mediante la ley 26790 de Modernización de la Seguridad Social en Salud, de mayo de 1997, y con la creación del Seguro Social de Salud (EsSalud) en enero de 1999 (ley 27056).

⁸ Ver ley 26323, de mayo de 1994, y el DS 061-95-EF de 1995, que aprueba el estatuto de la ONP.

Finalmente, en el cuadro 2.2 se hace un acercamiento somero de cuál era la situación de la seguridad social en el Perú hacia 1990-1991, antes de implementarse la reforma del sistema de pensiones. Como se puede ver, aparentemente no se trataba de una situación crítica —había un superávit equivalente al 11.3% de los ingresos corrientes—, pero la gravedad de la situación del IPSS se revela en el hecho de que la pensión mensual promedio percibida por un pensionista era de solo US\$ 32.1, mientras que una simple aritmética nos indica que la contribución mensual de un afiliado era de US\$ 24.9. Tenemos, pues, que cada contribuyente casi pagaba la pensión de cada pensionista. La situación de aparente holgura resultaba del hecho de que había cinco contribuyentes por cada pensionista. Adicionalmente, dicha impresión desaparece si tomamos en cuenta que con las aportaciones no solo se financiaban el pago de las pensiones, sino también prestaciones de salud.

Cuadro 2.2
Algunos indicadores de la seguridad social en el Perú hacia 1991

Indicador	Unidad	Valor
Número de aportantes	Millones	2.344
Número de aportantes/PEA Ocupada	%	37.5
Número de pensionistas	Miles	475
Número de aportantes/número de pensionistas	Razón	4.9
Pensión mensual promedio (*)	US\$	32.1
Número trabajadores IPSS (**)	Miles	40.3
Contribuciones al IPSS	Millones US\$	700
Contribuciones al IPSS/PBI	%	2.02
Resultado económico/ingresos corrientes	%	11.3

(*) Cifra para 1992, obtenida a partir de la razón Gasto en Pensiones del IPSS/ Número Total de Pensionistas, y un tipo de cambio de 1.99 nuevos soles por dólar.
(**) Cifra para 1990.

Fuente: cifras obtenidas usando información presentada por Verdera (1996).

2.2 LA CREACIÓN DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN 1992

La decisión de crear el SPP —como una manera de darle solución a los problemas que presentaba el sistema público (SNP)— surge de manera más o menos súbita pues, tal como hemos señalado en el punto anterior, esta opción no parece haber sido considerada seriamente antes de 1990. En todo caso, la opción se hace explícita y empieza a ganar fuerza luego del *fujishock* del 9 de agosto de 1990 y de las reformas económicas subsecuentes. De esta manera, aproximadamente un año más tarde, en noviembre de 1991 se dio el decreto legislativo 724, mediante el cual se creó, por primera vez, un Sistema Privado de Pensiones y se conformaron las administradoras de fondos de pensiones (AFP), sociedades anónimas dedicadas exclusivamente a la administración de fondos acumulados en cuentas de capitalización individual de los trabajadores. Las cuatro disposiciones adicionales de mayor importancia fueron que la tasa de aportación obligatoria de los trabajadores sería de 8% de sus remuneraciones; que no se cerraría el Sistema Nacional de Pensiones a cargo del IPSS, al cual los trabajadores podrían afiliarse todavía; que se otorgarían bonos de reconocimiento a los trabajadores afiliados al SNP que decidieran trasladarse al SPP; y que los bancos y compañías de seguros quedarían prohibidos de constituir y administrar directamente AFP, con lo cual también se restringiría fuertemente la posibilidad de que lo hicieran sus accionistas.

Sin embargo, el decreto legislativo 724 no se llegó a implementar «debido a sus insuficiencias y vacíos, y a un contexto político adverso», tal como señala Ortiz de Zevallos (1999, p. 35). De hecho, hubo algunos puntos de desacuerdo por parte de algunos promotores de la reforma dentro del mismo gobierno, quienes criticaban la permanencia del sistema público (SNP) y consideraban insuficiente la tasa de aportación de 8% e inapropiada la restricción impuesta a los bancos y empresas de seguros para conformar AFP.

En todo caso, luego del autogolpe y el cierre del Congreso, el 5 de abril de 1992, y una vez conformado el Gobierno de Emergencia y Reconstrucción Nacional de Alberto Fujimori, este se sintió con la libertad y con la suficiente fuerza para emprender una reforma más radical, y el actual Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) peruano fue creado en noviembre de 1992 por DL 25897 e inició sus operaciones en el mes de junio de 1993, cuando la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFP) otorgó licencia de funcionamiento a las primeras cinco administradoras de fondos de pensiones (AFP)⁹. El régimen creado por el DL 25897 mantuvo las disposiciones básicas del DL 724, en particular las concernientes a la permanencia del SNP como sistema alternativo al SPP para los trabajadores, y las restricciones a la participación de los bancos y compañías de seguros en la conformación de AFP. Por otro lado, los cambios más importantes fueron el incremento de la tasa de aportación de los trabajadores de 8% a 10%, y el aumento de sueldos a los trabajadores afiliados al SNP que decidieran trasladarse al SPP, por una tasa que los compensaría por tener que hacerse cargo ellos mismos de sus contribuciones al SPP y que dejaría de realizar el empleador.

Así pues, tal como se señaló anteriormente, el Perú fue el segundo país de América Latina en emprender la reforma de su sistema de pensiones y en contar con un Sistema Privado de Pensiones, luego de Chile, que introdujo esta reforma en 1981 y que comparte con nuestro país el atributo de ser los únicos en la región que crearon sus SPP por dictamen ejecutivo (Ayala, 1996, p. 14). Posteriormente, otros países de la región —Colombia, Uruguay, Argentina, Costa Rica y México, en ese orden— y del Este de Europa —Hungría, Polonia— también crearon SPP, a partir del modelo chileno y, en alguna medida, confirmaron la tendencia en la región a adoptar sistemas de pensiones

⁹ Ese mismo año se llegaron a crear un total de ocho AFP, pero al año siguiente su número empezó a decrecer.

basados en la capitalización individual bajo administración privada, con lo cual se descartaron o relegaron los sistemas públicos de reparto vigentes hasta antes de la reforma.

Es importante recalcar también que la creación del Sistema Privado de Pensiones fue uno de los elementos básicos de la reforma y liberalización del sistema financiero peruano (ver Rojas, 1994), la cual a su vez fue uno de los principales ingredientes del paquete de reformas económicas llevadas a cabo en el país a partir de 1990 bajo el Consenso de Washington y que, junto con la apertura comercial, la eliminación de los controles de cambio, la privatización de las empresas públicas, la concesión de servicios públicos a empresas privadas y la reforma del mercado de trabajo, tenía como objetivo político básico reducir la intervención del Estado en la economía, con el fin de alcanzar una economía de libre mercado¹⁰.

Por tanto, es importante —como cuestión previa al examen de las características del sistema de pensiones creado en 1992— discutir el contexto político en que se dio la reforma. Tal como ya hemos señalado en el punto 7 del capítulo 1, una reforma de este tipo involucra los intereses de básicamente cuatro agentes: el Estado, el sector privado doméstico (principalmente bancos y compañías de seguros), organismos multilaterales tales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y los trabajadores. Se puede decir, sin embargo, que la reforma peruana fue llevada a cabo básicamente por el gobierno y el FMI, mientras que el sector privado (bancos domésticos) jugó un papel subalterno, y los trabajadores y los gremios que los representaban fueron dejados completamente de lado.

¹⁰ Stiglitz y Charlton (2005, p. 2) aluden al Consenso de Washington como un conjunto de políticas propuestas por ciertos economistas y un grupo de instituciones económicas ubicadas en Washington —tales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Tesoro americano— para promover el progreso económico en los países en desarrollo; políticas que incluyen privatizaciones, disciplina fiscal, liberalización comercial y desregulación.

En cuanto al rol del Estado en la creación del SPP, es importante —en primer lugar— saber de qué manera el gobierno la justificaba. Esta defensa se sustentaba en que el SPP contribuiría efectivamente al desarrollo de la economía peruana y se resume en dos cartas de intención firmadas por el gobierno peruano y el Fondo Monetario Internacional (FMI). En la primera de ellas (fecha da el 18 de marzo de 1993) se hace referencia a la reforma del sistema de pensiones —y su transferencia a la administración privada— como una manera de sustentar el desarrollo del mercado de capitales en el Perú, argumento que refleja un «interés político» de las autoridades peruanas por el SPP. En la segunda carta (fecha da el 9 de mayo de 1994), se alude al impulso que daría el SPP al nivel de ahorro total en la economía; ahora bien, puesto que el ahorro total incluye no solamente el ahorro privado (hogares y empresas) sino también el público, podemos entender esta alusión al aumento del ahorro total como una manera de referirse a una reducción del déficit fiscal, interés que reflejaría un interés pecuniario (o fiscal) del gobierno peruano.

Es necesario entender que el propósito político del Estado fue muy importante, pero que no se redujo a buscar disminuir el rol del Estado en la economía, sino también a promover la identificación de los trabajadores con el nuevo modelo económico, en tanto que sus intereses estaban ahora relacionados de manera directa con la *performance* del mercado bursátil y, por tanto, de las empresas privadas más importantes. Pero la creación del SPP puede ser vista también como una oportunidad del gobierno para deshacerse de una enorme deuda con quienes habían estado aportando al Seguro Social del Perú. Así, la importancia de los cambios en el sistema de pensiones para el programa de reformas económicas promovidas por los organismos multilaterales resultaba no solamente de la ampliación del ámbito de operaciones del sector privado, sino también de la eliminación del déficit actuarial del sistema público de reparto (el IPSS), y de los déficits cuasifiscales que se generaban bajo dicho sistema. Esto es algo que es claramente

reconocido por el Banco Mundial cuando afirma que la reforma del sistema de pensiones fue emprendida por el gobierno peruano «[...] en razón de costos fiscales insostenibles, y como parte de un programa de ajuste estructural, promovido por el Banco Mundial» (Banco Mundial, 2004, p. 18).

Al respecto, la cuestión más importante por remarcar es que aunque la creación del SPP implicaría una reducción de los ingresos del IPSS como resultado de la migración de parte de sus dos millones y medio de afiliados al nuevo sistema, y ninguna reducción de sus gastos por pago de pensiones a medio millón de jubilados (ver cuadro 2.2), era muy difícil que esto tuviera un efecto neto negativo sobre las finanzas del IPSS. En efecto, siendo en ese momento los gastos mensuales en pensiones del IPSS de alrededor de dieciséis millones de dólares y dado que la aportación mensual promedio de sus dos millones y medio de afiliados era de 25 dólares, tenemos que más de un 75% de los afiliados tendría que trasladarse al SPP para que el pago de pensiones por el IPSS subiera por encima de sus ingresos por cotizaciones. A esto debemos agregar que el DL 25897 de noviembre de 1992 que creó el SPP estableció un «aporte de solidaridad» del 1% de la remuneración de los trabajadores para el IPSS, a cargo de los empleadores de los afiliados al SPP.

Sin embargo, también debemos tener en cuenta el gasto adicional para el Estado que resultaba del decreto ley que creó el SPP por la emisión de bonos de reconocimiento para aquellos trabajadores que, habiendo aportado al sistema público (SNP), optaran por trasladarse al sistema privado. Pero es poco probable que el monto emitido de bonos de reconocimiento haya compensado a los trabajadores por el monto real de sus aportaciones previas y, por tanto, fueron también un vehículo del gobierno para sacarse de encima parte de su deuda con los trabajadores.

Hay varias razones para hacer tal afirmación. En primer lugar, se fijó de manera arbitraria en S/. 5800 millones de diciembre de 1992

el valor real máximo del total de bonos a ser emitidos. En segundo lugar, se hizo lo propio con el monto del bono a ser otorgado a cada trabajador, usándose la fórmula $0.1831 \times W \times M$, donde W era el salario promedio mensual del trabajador durante los últimos doce meses y M , el número de meses que aportó al IPSS, y se fijó al mismo tiempo un tope de S/. 60 000 para cada bono. En tercer lugar, porque se estableció una serie de requisitos para restringir el número de trabajadores con derecho a recibir un bono —entre ellos que el trabajador hubiese aportado al SNP un mínimo de 48 meses dentro de los diez años anteriores a 1992, y durante los seis meses inmediatamente anteriores a su traslado al sistema privado—. En cuarto lugar, porque tales bonos son redimibles solo al momento de la jubilación del trabajador y porque durante el periodo de vigencia (aproximadamente 20 años) su rendimiento real es nulo, pues no pagan intereses y su valor nominal solo se reajusta por la inflación de precios.

Al respecto, debemos señalar que, al reformar sus sistemas de pensiones, en los países latinoamericanos se fijaron diversas reglas para reconocer las aportaciones realizadas al sistema público por los trabajadores que decidieron —o debieron— trasladarse al sistema privado, reglas que, en general, no fueron tan arbitrarias ni restrictivas como las del caso peruano (AIOS, 2007). En el caso de Chile, por ejemplo, para recibir un bono de reconocimiento no solamente se requirieron solo 36 meses de cotización, sino que no tuvieron un valor tope y, además, pagan un interés de cuatro puntos por encima de la tasa de inflación (Mesa-Lago, 2000, p. 17). Esto es de particular importancia, por cuanto en básicamente todos los demás aspectos el SPP peruano fue creado como calco y copia del sistema chileno.

Para corroborar nuestra afirmación de que el monto emitido de bonos de reconocimiento no compensó debidamente a los trabajadores que se mudaron al SPP por el monto real de sus aportaciones al SNP, podemos examinar algunas cifras concernientes a dichos bonos. Debemos partir del monto total de la emisión inicial de bonos —bono 1992—,

que fue de un total de 252 573 bonos, por un monto de S/. 3718.5 millones¹¹. Sin embargo, debemos tener en cuenta que el gobierno no tuvo que desembolsar de inmediato ese dinero, pues los bonos son pagados al momento de la jubilación del afiliado, habiéndose comprometido el gobierno a reajustar su valor de acuerdo con la tasa de inflación, de tal manera que mantuviesen su valor real. Sin embargo, si asumimos que al recipiente de un bono de reconocimiento le iba a tomar en promedio unos 20 años para jubilarse, y aplicamos una tasa de descuento de solamente 3% anual, resulta que, al no reembolsar de inmediato a los trabajadores por sus aportaciones al SNP, el gobierno terminaba ahorrando —y los trabajadores perdiendo— casi la mitad (un 45%) del valor de los bonos emitidos.

Otra manera de mostrar que la emisión de bonos de reconocimiento (S/. 3718.5 millones) subvaluó las aportaciones de los trabajadores que optaron por trasladarse al SPP es haciendo notar que, tomando en cuenta el número total de bonos emitidos (252 573), resulta que el valor promedio de un bono de reconocimiento fue de S/. 14 722. Al considerar un tipo de cambio promedio de alrededor de S/. 2.00 por dólar, resulta que el valor promedio de un bono fue de unos \$ 7360, lo cual, al parecer, no es un monto muy bajo, sobre todo si tenemos en cuenta que se trata de dólares de hace 20 años. Sin embargo, este monto se reduce a la cuarta parte (unos \$ 1860 por trabajador) si notamos que el total de afiliados que migraron del SNP al SPP fue de alrededor de un millón (Vega-Centeno & Remenyi, 1996, p. 332).

Otra manera más de explicar este resultado es que el monto emitido de bonos 1992 representaba 8.3% del PBI de 1992 y el 18% de los ingresos fiscales por privatización durante el periodo 1991-2003¹².

¹¹ Hubo dos emisiones posteriores: bono 1996 y bono 2001, este último de mucho menor valor.

¹² Estamos usando un total de S/. 20 650.6 millones para los ingresos fiscales por privatización durante el periodo 1991-2003, de acuerdo con las cifras proporcionadas en el anexo *Operaciones del Gobierno Central*, de la *Memoria* del Banco Central de Reserva

Es decir, al emitir títulos con rendimiento real nulo, a un plazo promedio de 20 años, que comprometían menos de la quinta parte de sus ingresos extraordinarios por privatización, el gobierno se deshizo de una deuda con más de un millón de contribuyentes al SNP. A esto debemos agregar que el mismo decreto que creó el SPP introdujo una contribución de solidaridad con el SNP a ser pagada por los trabajadores afiliados al SPP, equivalente al 1% de sus remuneraciones, y que se mantuvo vigente hasta julio de 1995 (ver ley 26504).

Otro tipo de evidencia de que el monto emitido de bonos de reconocimiento representó una subvaluación de las contribuciones reales de los trabajadores al IPSS es el reducido valor de la deuda implícita previsional (DIP) del Estado peruano. En efecto, Holzmann, Palacios y Zviniene (2004, tabla 5) encuentran que la deuda pública previsional implícita —*implicit pension debt* o IPD— del Perú hacia el año 2000 era equivalente al 40% del PBI (usando una tasa de descuento de 4%), lo cual lo colocaba como el tercer país con la IPD más baja de una muestra de 35 países con ingresos medios y bajos —por debajo estaban solo Corea y Marruecos—. Resultados similares son presentados por Kane y Palacios (1996, p. 38), quienes agregan un detalle de interés: los bonos de reconocimiento representaban menos del 10% de la deuda pública previsional del Estado peruano.

También debemos remarcar que el reducido valor de la emisión de bonos de reconocimiento no es el único ejemplo del mal hábito del Estado peruano de sacarse arbitrariamente de encima deudas con los asalariados. En efecto, el mismo año en que se creó el SPP (1992), el gobierno de Alberto Fujimori liquidó la Empresa Nacional de Construcciones y Edificaciones (ENACE), la cual estaba a cargo de la construcción de viviendas para los trabajadores, mediante el uso de fondos recolectados a través de sus aportes obligatorios al Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI), creado en 1979 por DL 22591 durante el gobierno del general Francisco Morales Bermúdez. Seis años después de la liquidación de ENACE en 1998, el FONAVI fue desactivado,

pero se mantuvo el aporte obligatorio de los trabajadores (en realidad un impuesto a los salarios) hasta 2003. El problema radica en que sucesivos gobiernos, durante 24 años, no rindieron cuenta del uso de tales fondos, los cuales fueron invertidos básicamente en infraestructura, mas no en viviendas para los trabajadores.

Esta situación llevó a activistas a conformar la Asociación Nacional de Fonavistas, para exigir la realización de un referéndum para decidir sobre la devolución del dinero aportado al FONAVI. A pesar de la oposición de los gremios empresariales, que exigieron a los partidos políticos manifestarse en contra de tal opción, pues tendría un «elevado costo fiscal», el gobierno del presidente García se vio forzado a realizar un referéndum el 3 de octubre de 2010, en el cual más de nueve millones de peruanos aprobaron la devolución del dinero aportado, y dos meses después se aprobó la ley 29625, la cual le otorga al gobierno un plazo de ocho años para realizar dichos pagos, aunque las medidas para dar una solución final al problema aún no han sido tomadas¹³. En todo caso, es obvio que los «aportes» de los trabajadores al FONAVI —de un 5% de sus remuneraciones— representaban un simple y grosero impuesto a los salarios, o al menos así era tratado por los diferentes gobiernos. Y la situación de los aportes al SNP no fue muy diferente, tal como lo reconoce el mismo Banco Mundial, que en 1994 aludía a la existencia de «elevados impuestos a los salarios que desalientan el empleo» (Banco Mundial, 1994, pp. 43-45).

Otro aspecto del SPP que revela el interés fiscal del gobierno de Fujimori concierne el tratamiento tributario de los ingresos de los asalariados afiliados al SPP. Tal como señalan Pollner y Lasaga (2003, pp. 2-3), desde el punto de vista económico hubiese sido apropiado exonerar del impuesto a la renta la porción de las remuneraciones que

¹³ Otro ejemplo de la mezquindad del Estado peruano con sus ciudadanos es el de los bonos de la reforma agraria, emitidos hace unos cuarenta años, y que aún no han sido redimidos.

los afiliados aportaban al SPP. Tal opción, por supuesto, no fue considerada por el gobierno de Fujimori (ni por los gobiernos subsiguientes).

Una última pieza de evidencia del interés fiscal del Estado en la creación del SPP, la constituye el hecho de que no se advirtió a los trabajadores de mayor edad —los más próximos a jubilarse, y con quienes el Estado tenía su mayor deuda— de que iba en contra de sus intereses afiliarse a una AFP. De hecho, no se debió permitir a las AFP afiliarse a trabajadores de mayor edad y bajos ingresos. Sin embargo, ello no se hizo, y esta es una de las consecuencias de que los trabajadores no estuvieran representados en el proceso de diseño e implementación del SPP¹⁴. Todo esto nos lleva a afirmar que ambas operaciones —la privatización de las empresas públicas y la creación del SPP— fueron muy importantes para permitir la holgura fiscal del gobierno de Alberto Fujimori.

En cuanto al rol de los organismos multilaterales —básicamente el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional— en el proceso de creación del SPP, se puede decir que el interés de dichos organismos también fue dual: por un lado buscaban disminuir el gasto público como parte de los programas de austeridad que dirigían en nuestros países, y, por otro lado, promover políticas económicas de acuerdo con el modelo neoliberal (el Consenso de Washington). El interés y la injerencia de los organismos multilaterales por el sistema de pensiones peruano se remonta al año 1978, cuando el gobierno peruano restableció relaciones con el FMI, y el ministro Javier Silva Ruete y el presidente del Banco Central, Manuel Moreyra, firmaron una carta de intención¹⁵, que tuvo como subproducto la publicación, pocas semanas después, del *Programa Económico 1978-1980*¹⁶, en el cual se hizo

¹⁴ Como veremos más adelante, en 2007 se trató de enmendar este «error» al permitirse el regreso al SNP de los afiliados al SPP de mayor edad.

¹⁵ Ver *Boletín Mensual BCRP*, agosto de 1978, pp. 11-15.

¹⁶ Ver diario oficial *El Peruano* del 30 de octubre de 1978.

un detallado listado de los objetivos de política y las acciones a seguir durante el periodo indicado. En este texto, el gobierno señalaba su interés no solo en privatizar «aquellas empresas que por su naturaleza no es conveniente que tengan participación estatal», sino también en «racionalizar la administración del Seguro Social y establecer un sistema eficiente de cálculos actuariales con miras a introducir los ajustes correspondientes».

Este interés del FMI por la privatización de empresas públicas y las reformas económicas en general se fue acentuando con el paso de los años, tal como señalara Stiglitz (2002, p. 42):

La misión del FMI gradualmente evolucionó fuera de su área central de competencia en macroeconomía, hacia cuestiones estructurales, tales como la privatización, los mercados de trabajo, la *reforma de los sistemas de pensiones*, etc. [...] (el subrayado es nuestro).

Tal es así que prácticamente en todas las cartas de intención firmadas por el gobierno peruano entre 1991 y 2007 se hace referencia a la reforma del sistema de pensiones, lo cual pone en evidencia no solo la importancia que daba el FMI a esta cuestión, sino también la gran disposición del gobierno peruano de atender tales demandas¹⁷. Es particularmente significativo el texto de la carta fechada el 18 de marzo de 1993, mediante la cual el gobierno peruano indica que «ha solicitado asistencia técnica del FMI para evaluar el sistema (privado de pensiones)» (ver anexo 2.1). Debemos también agregar que este interés del FMI por la privatización de los sistemas de pensiones se refleja en el hecho de que —tal como lo muestra Whitehouse (2007)— los sistemas de capitalización individual prevalecen sobre todo en los países

¹⁷ Un resumen de los puntos pertinentes de las cartas de intención firmadas entre 1991 y 2007 es presentado en el anexo 2.1. No se han firmado cartas de intención con el FMI desde 2008 luego de que Standard & Poor's otorgara al Perú el grado de inversión al elevar la calificación de su deuda de largo plazo.

de América Latina y de Europa del Este, en los cuales el papel jugado después de 1990 por el FMI en el diseño de las políticas económicas ha sido particularmente importante.

Señalemos también que los sistemas públicos de pensiones son considerados parte de la seguridad social, por lo que su desmantelamiento puede ser visto como una reducción del *welfare state*, hacia el cual los economistas neoliberales no ocultan su antipatía. Tal aversión es ilustrada por Leo Kolivakis (2010), quien cita a Milton Friedman diciendo que aumentar la asistencia social en Estados Unidos equivaldría a subsidiar la producción de huérfanos y enfermos (*the production of orphans and sick people*).

Sin embargo, debemos hacer notar que la contribución de un sistema privado de pensiones en la construcción de una economía de libre mercado es algo ambigua. En efecto, la reforma del sistema de pensiones debe ser vista como parte del proceso de privatización de empresas públicas —o, más precisamente, como la concesión de un servicio público al sector privado—, con la peculiaridad de que el servicio público que se concede conforma un mercado cautivo, pues los trabajadores —o al menos aquellos en el sector formal de la economía— están obligados a comprar dicho servicio; obligación que afecta la competencia en el mercado, pues conlleva una relación asimétrica entre los trabajadores (o compradores) y las AFP (o vendedores), ya que mientras el Estado fija la tasa de aportación (la cantidad a ser comprada) y las AFP fijan la comisión a ser pagada por los afiliados (el precio a ser pagado), los trabajadores no tienen ninguna manera de manifestar sus preferencias.

En una situación de este tipo —un mercado cautivo— es razonable argumentar que el precio del servicio —o sea, las comisiones cobradas por las AFP— debería estar regulado por el Estado, tal como se hizo en el caso de la concesión de otros servicios públicos tales como telefonía y electricidad, pero tal opción no fue considerada en ningún momento del proceso de creación del SPP. Si bien se puede argumentar

que el servicio por ser concesionado no conformaría un monopolio (sino «solo» un oligopolio), también se debe tomar en cuenta —insistimos— el carácter obligatorio del sistema.

En cuanto al rol del sector privado —básicamente la banca privada— en el proceso de creación del SPP, debemos empezar remarcando que —tal como señala Ortiz de Zevallos (1999, p. 41)— el auspicio más importante que tuvo la creación del SPP «fueron los inversionistas y empresarios del sector privado —especialmente los vinculados a bancos y compañías de seguros— quienes, de manera entusiasta, organizaron seminarios con la participación de especialistas chilenos para persuadir a la opinión pública de los beneficios del nuevo sistema para los trabajadores y para la economía en general». Debemos remarcar también que el interés del sector privado comprendía no solamente la creación del SPP, sino todo el proceso de privatizaciones llevado adelante por el gobierno de Fujimori, el cual favoreció a algunos grupos económicos con sus prácticas corruptas (ver Quiroz, 2013, pp. 483-495).

Este interés de la banca privada en la creación del SPP se manifestó a pesar de las restricciones consideradas en el proyecto inicial a la participación directa de los bancos y las compañías de seguros en la constitución de AFP. La poca preocupación de la banca en relación con dichas restricciones se ve justificada ahora por el hecho de que las cuatro AFP existentes están en manos de los grupos financieros muy importantes. Obviamente, un interés primario tiene que haber sido la posibilidad de percibir los elevados beneficios resultantes de manejar, directa o indirectamente, las AFP, empresas que tendrían la exclusividad para explotar el mercado cautivo al que acabamos de aludir. En todo caso, el SPP no fue el único mecanismo creado para que los bancos puedan captar fondos de los trabajadores, sino que se implementaron también cuentas bancarias en las que los trabajadores deben depositar sus pagos de compensación por tiempo de servicios (CTS).

Pero además del interés primario por los beneficios, otro interés tiene que haber sido la posibilidad de obtener líneas de financiamiento

barato a través de las AFP. Para ello es necesario entender que —más propiamente— los interesados en la creación del SPP eran los grupos financieros. En efecto, tal como señala Alcorta (1992, cap. 5), tales grupos financieros están conformados por un número de empresas manufactureras y financieras, en los cuales las empresas financieras cumplen el rol de otorgar préstamos (financiamiento) a otras empresas del grupo (préstamos a «empresas vinculadas»). Una manera, entonces, de entender el interés de la banca privada por la creación del SPP reside en la posibilidad de que los grupos financieros apuntasen a incorporar AFP como fuentes adicionales de financiamiento para sus empresas no financieras. El hecho —del que eran conscientes— de que habría normas estrictas en relación con la composición de las carteras administradas no redujo el interés de los bancos.

Debemos mencionar también que este interés por las AFP, básicamente como fuentes de ganancias y de financiamiento, en parte explica por qué no se privatizó también el seguro de salud administrado por el IPSS, ni hubo mayor interés del sector privado al respecto. Según Ortiz de Zevallos y otros (1999, pp. 38-39), Luis Castañeda Lossio tenía la convicción de que las prestaciones de salud no debían ser privatizadas, sino que debían estar a cargo de un sistema de seguridad social público porque «[...] en el campo de la salud no funcionan los seguros privados, ni la competencia, ni los principios de mercado».

En cuanto al rol de los trabajadores —o los gremios laborales— en el proceso de creación del SPP, se puede decir que estos permanecieron totalmente al margen del proceso político que llevó a la creación del SPP en el Perú, a pesar de ser sus intereses los más comprometidos por dicho proceso. Dicha exclusión fue resultado, básicamente, del continuo debilitamiento de los sindicatos y organizaciones laborales durante las dos décadas previas, así como del interés del gobierno de Alberto Fujimori de manejar el asunto autoritariamente. En todo caso, tal como señala Ortiz de Zevallos (1999, pp. 39-40, 46), la creación del SPP fue recibida con hostilidad por diversos congresistas de la oposición,

pensionistas, sindicatos y gremios profesionales, que argumentaban sobre la necesidad de establecer una pensión mínima; sobre el peligro de dejar sin financiamiento las pensiones existentes y de entregar los fondos de pensiones al control del capital monopólico del sector financiero.

Una respuesta del gobierno a la oposición de los trabajadores fue presentar la reforma del sistema de pensiones como una medida análoga a una disposición específica de la reforma del mercado laboral, la cual había sido muy bien recibida por los trabajadores y empleadores. Nos referimos a los depósitos por compensación por tiempo de servicios (CTS) creados en 1991 por decreto legislativo 650, pues el gobierno pudo presentar la creación del SPP como una medida similar a la CTS (individualización de un beneficio).

Por otro lado, la exclusión de los trabajadores del proceso de diseño e implementación del SPP, que llevó a su creación, también se refleja en que no se advirtió a los trabajadores de mayor edad que iba contra sus intereses afiliarse a una AFP. De hecho, no se debió permitir a las AFP afiliarse a trabajadores de mayor edad y bajos ingresos; pero ello no se hizo.

Aún más, la exclusión de los gremios laborales y otras instituciones de la sociedad civil en alguna medida afectó la transparencia del proceso de creación del SPP. En efecto, el ministro de Economía y Finanzas (MEF) Carlos Boloña, promotor de la creación del SPP en el Perú, y uno de los firmantes del DL 25897 que creó dicho sistema, fue luego acusado de corrupción en el año 2010, en relación con la subvención por más de US\$ 10 millones que dio para la publicidad y promoción de las AFP en los años noventa; y por promover una ley que prohibió a los bancos nacionales participar directamente en la constitución y administración de las AFP, a lo que se agrega que —al dejar el MEF— Boloña pasó a presidir el directorio de la AFP Horizonte¹⁸.

¹⁸ Diario *La República*, 24 de setiembre de 2010.

2.3 LAS REFORMAS DE FUJIMORI

Desde la aprobación de la primera norma legal que creaba el SPP, el decreto legislativo 724 de noviembre de 1991, y a lo largo de veinte años, se han modificado sus reglas de juego a través de una serie de reformas —o simples ajustes— con el propósito general de cambiar el contexto a favor de las AFP, con el fin de hacerlas más atractivas para los asalariados y permitirles aumentar sus ingresos o reducir sus costos.

Ya desde el inicio hubo algunos puntos de desacuerdo en relación con el decreto legislativo 724 —que aunque no se llegó a implementar, podemos tomarlo como un primera referencia para ilustrar nuestra contención— por parte de algunos promotores de la reforma dentro del mismo gobierno. Quienes criticaban la permanencia del sistema público (SNP) consideraban insuficiente la tasa de aportación de 8% e inapropiada la restricción impuesta a los bancos y empresas de seguros para conformar AFP. En todo caso, luego del autogolpe y cierre del Congreso del 5 de abril de 1992, y conformado el «Gobierno de Emergencia y Reconstrucción Nacional» de Alberto Fujimori, este se sintió con libertad y con suficiente fuerza para emprender una reforma más radical, y el actual Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) peruano fue creado en noviembre de 1992 por DL 25897, e inició sus operaciones en junio de 1993.

Si —tal como sostenemos— la creación del SPP debe verse como la concesión de un servicio público al sector privado, entonces, los diferentes ajustes o reformas realizados pueden ser vistos como renegociaciones de un contrato de concesión. Sin embargo, las renegociaciones que llevaron a tales reformas han involucrado únicamente al Estado y a las AFP, y han dejado nuevamente de lado a los afiliados, a pesar de que sus intereses son los más afectados.

Las disposiciones más importantes del DL 25897 que creó el SPP en el Perú en 1992 empezaron a ser revisadas casi de inmediato, y han continuado siendo modificadas a lo largo de veinte años.

Entre las más importantes normas que han sido introducidas o modificadas desde entonces tenemos las concernientes a:

- La tasa de aportación
- Las comisiones cobradas por las AFP
- La normatividad de las AFP
- El sistema público (SNP)
- El número de fondos o «multifondos»
- La pensión mínima
- El régimen tributario
- Las reglas de afiliación y cobertura;
- Las reglas de jubilación
- Supervisión

Otras modificaciones que no tienen que ver propiamente con las reglas de juego del SSP son las relacionadas con las carteras de fondos, entre otras. En todo caso, hay por lo menos dos maneras posibles de hacer una exposición de las diferentes reformas realizadas al SPP. Una posibilidad es hacer un seguimiento cronológico, a lo largo de veinte años, de cómo se manejaron cada una de las diez cuestiones listadas. Otra posibilidad —a nuestro entender más interesante— es hacer un resumen de las reformas realizadas por cada uno de cuatro gobiernos sucesivos —Fujimori, Toledo, García y Humala— en lo que concierne a las diez cuestiones mencionadas. Presentaremos, entonces, las principales reformas (o cambios y ajustes) que se llevaron adelante durante cada uno de estos periodos.

Luego de empezar a funcionar el SPP en junio de 1993, rápidamente se crearon un total de ocho administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP), que iniciaron una agresiva campaña de captación de afiliados, cuyo número creció rápidamente hasta alcanzar en un año la cifra de un millón. A partir de entonces —mediados de 1994—, sin embargo, el número de nuevas afiliaciones cayó drásticamente, de tal manera que el número total de afiliados dejó de crecer.

Los representantes de las AFP manifestaron su preocupación al respecto y señalaron como la causa del problema el elevado costo relativo que significaba para un trabajador el afiliarse al SPP en relación con el Sistema Nacional de Pensiones (SNP).

En efecto, hacia agosto de 1994, a un trabajador afiliado al SPP se le deducía más del 15% de sus remuneraciones totales por concepto de aportaciones (10%), comisiones (1.91% en promedio), primas de seguros (2.15% en promedio) e impuestos (una «contribución de solidaridad» de 1% con el IPSS)¹⁹, mientras que a los trabajadores afiliados al SNP solo se les descontaba el 9% de sus remuneraciones (nominalmente solo se les descontaba el 3%, mientras que otro 6% estaba a cargo del empleador). El DL 25897 había dado ciertos incentivos para el traslado al SPP de los trabajadores afiliados al SNP —un incremento salarial de 10.23% + 3% y la emisión de bonos de reconocimiento—. Para los trabajadores que recién ingresaban a la fuerza de trabajo, sin embargo, estos incentivos no existían, y les resultaba mucho más barato afiliarse al SNP.

Dada esta situación, en julio de 1995 —solo dos años después de que empezara a operar el SPP— el gobierno de Fujimori, accediendo a la presión de las AFP, introduce una reforma de gran importancia con el propósito básico de igualar el costo de las aportaciones de los trabajadores afiliados al sistema privado con las de los afiliados al sistema público. En efecto, con la ley 26504 las AFP obtuvieron la reducción de la aportación de sus afiliados del 10% al 8%; la eliminación de la contribución de solidaridad de 1% con el IPSS y del aporte de 1% al Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI); así como también la eliminación del impuesto general a las ventas (IGV) a las comisiones y primas de seguros. De esta manera, las deducciones por planilla a los trabajadores afiliados al SPP (incluyendo las comisiones cobradas por las AFP)

¹⁹ Las cifras para las comisiones y las primas de seguros incluían el pago del impuesto general a las ventas (IGV) de 18%. A los afiliados se les descontaba, además, una comisión fija promedio de 1.38 soles mensuales.

se redujeron —al menos temporalmente— de alrededor de 16% de las remuneraciones totales a poco más de 11% para agosto de 1995. Aunque la norma estipulaba que la reducción de la aportación de 10% a 8% sería solo temporal —hasta diciembre de 1996—, su vigencia se mantuvo hasta diciembre del 2005²⁰. Sin embargo, parte de esta reducción del costo de estar afiliado al SPP se perdió poco más de un año más tarde, al incrementar las AFP sus comisiones variables, de tal manera que el IGV que se pagaba antes al Estado terminó siendo captado por ellas²¹.

La misma ley dispuso el inmediato incremento de las aportaciones de los trabajadores afiliados al SNP (DL 19990) de 9% a 11% de sus remuneraciones, y a 13% a partir de enero de 1997, para equilibrar las condiciones de contribución con las del sistema privado. La misma ley, sin embargo, mantuvo indefinidamente la opción entre el sistema de reparto y el basado en el ahorro individual, y no induce ni reglamenta la reorganización del SNP.

También con el fin de hacer al SPP relativamente más atractivo para los trabajadores, con la ley 26504 se dispuso tomar medidas para garantizar una pensión mínima de jubilación a sus afiliados; de fomentar el ahorro voluntario y de ofrecerles fondos de inversión con distintos niveles de riesgo y rentabilidad esperados (régimen de multifondos). Sin embargo, estas medidas fueron llevadas a la práctica recién a partir del año 2002 por el gobierno de Alejandro Toledo.

Otros cambios de cierta importancia se dieron al año siguiente e incluían el establecimiento de un plazo máximo de diez días para que manifestaran su interés en afiliarse al SNP, en caso contrario, el empleador debería afiliarlo a una AFP. También se consideraba la autorización a las AFP para ofrecer reducciones en las comisiones cobradas a los afiliados en función de su tiempo de permanencia o regularidad

²⁰ La última norma que prorrogó esta medida por un año calendario fue la ley 28445 de diciembre de 2004.

²¹ Ver el gráfico 4.1 en el capítulo 4.

de cotización —como una manera de promover una mayor lealtad de sus afiliados— (ver Muñoz, 2000, p. 461) y a recibir aportes voluntarios sin fin previsional de sus afiliados. Finalmente, se consideró la promoción de una actitud más activa por parte de las AFP para cobrar los aportes adeudados por los empleadores²².

Luego de los cambios introducidos en 1995 y 1996, durante el resto del gobierno de Alberto Fujimori no hubo novedades de importancia, salvo la publicación del Texto Único Ordenado de la Ley del SPP²³, y la introducción, en 1999, del Régimen de Reprogramación de Aportes (REPRO-AFP) para las deudas que los empleadores tuvieran pendientes con el SPP²⁴. Este establecía que las deudas serían actualizadas aplicando la rentabilidad nominal obtenida desde la fecha de su exigibilidad en el SPP²⁵, la introducción del derecho de jubilación anticipada para trabajadores que realizan labores de riesgo²⁶, y la absorción de la SAFP por la SBS mediante la ley 27328 de julio de 2000.

2.4 LAS REFORMAS DE TOLEDO

Siempre con el objetivo de promover la opción de los trabajadores por el SPP sobre el SNP, mediante la ley 27617, el gobierno de Toledo introdujo, en diciembre de 2001, algunos cambios en las reglas de juego del SPP²⁷. El primero fue el establecimiento de una pensión mínima, específicamente para beneficiar a los trabajadores que —habiendo aportado durante un mínimo de veinte años— hicieron

²² Ver decretos legislativos 874 y 875 del 4 de noviembre de 1996.

²³ DS 054-97-EF del 14 de mayo de 1997, reglamentado por DS 004-98-EF del 19 de enero de 1998.

²⁴ Ley 27130 del 27 de mayo de 1999.

²⁵ Véase ley 27358 (20/10/00) y ley 27389 (29/12/00). Aunque el plazo que se estableció inicialmente para acogerse al REPRO-AFP fue el 30 de setiembre de 1999, este fue luego prorrogado por dos leyes sucesivas hasta el 30 de abril de 2001.

²⁶ Básicamente mineros. Ver ley 27252.

²⁷ Véase también el reglamento por DS 100-2002-EF.

su traslado del SNP al SPP pero que, siendo mayores, no tuvieran tiempo de acumular un fondo que les garantizase una pensión igual o mayor a la pensión mínima pagada por el SNP. La misma ley también introdujo un régimen temporal (hasta diciembre de 2005) de jubilación anticipada para desempleados, en beneficio de aquellos afiliados que tengan como mínimo 55 años de edad y que hayan estado doce meses desempleados, y cuya pensión calculada por el SPP sea igual o mayor al 30% del promedio de remuneraciones recibidas durante los últimos 60 meses o mayor o igual al valor de dos meses de remuneración mínima vital.

El cambio más importante durante el gobierno de Toledo fue aprobado por la ley 27988 de junio de 2003, que introdujo el régimen de multifondos, que solicitaba a las AFP que ofrecieran a sus afiliados por lo menos dos tipos de fondos: de preservación y de apreciación de capital, además de fondos mixtos. Sin embargo, este régimen recién empezó a operar en enero de 2006 con tres tipos de fondo: fondo de preservación de capital (tipo 1), fondo mixto (tipo 2), y fondo de crecimiento (tipo 3).

Al año siguiente, en setiembre de 2004, con el fin de abrir canales que permitieran reducir las comisiones cobradas por las AFP, la SBS emitió dos resoluciones. Una de ellas buscaba facilitar el traslado de los afiliados de una AFP a una distinta y la otra, regular la reducción de comisiones que las AFP pudieran acordar a sus afiliados, con las cuales se esperaba aumentar la competencia entre las AFP²⁸. La legislación sobre este asunto había sido originalmente aprobada en 1996, pero no había sido llevada a la práctica.

Por otro lado, y continuando con la política de reducir el gasto social con el propósito de mejorar las cuentas fiscales, por ley 28389 de noviembre 2004, el gobierno de Toledo cerró definitivamente

²⁸ Véase resoluciones SBS 1582-2004 y 1583-2004 del 17 de setiembre de 2004. Véase también Marquina (2004).

el régimen de cédula viva, creado en 1982 por el gobierno de Fernando Belaunde²⁹. Para tal efecto, el gobierno se amparó en una modificación de la constitución para declarar inconstitucional y cerrar dicho régimen. Un primer paso en esta dirección ya había sido dado por el gobierno de Fujimori en 1996 mediante el decreto legislativo 817 sobre el régimen previsional de los servidores públicos. En todo caso, el gobierno de Toledo justificó su medida argumentando que el régimen de cédula viva era discriminatorio pues favorecía a algunos privilegiados, muchos de los cuales se habían acogido a él por el favoritismo de los gobiernos de turno. El asunto, sin embargo, es más complejo. Analíticamente, la cédula viva puede verse como una manera de posponer aumentos en las remuneraciones de los servidores públicos, fuertemente afectadas por las altas tasas de inflación en el país a partir de 1975.

2.5 LAS REFORMAS DE GARCÍA

Una primera norma de importancia durante este periodo fue la ley 28991 de marzo de 2007, que renovaba algunos aspectos de los beneficios de la jubilación anticipada y de la pensión mínima, e introducía como novedad la opción de desafiliación al SPP y el retorno al SNP de los trabajadores de mayor edad que —estando afiliados al SNP— se trasladaron al SPP. Un primer aspecto notable de la desafiliación es de tipo simbólico, ya que puede considerarse como la corrección de un «error» cometido al momento de crearse el SPP, que consiste en no haber advertido a los trabajadores de mayor edad, por entonces afiliados al SNP, sobre la inconveniencia de trasladarse al SPP, dado que no tendrían posibilidad de acumular un fondo individual que les permitiese una pensión de jubilación adecuada, pues no contarían

²⁹ La ley 23495, firmada por Belaunde en 1982, modificó el régimen de compensaciones de servidores públicos —DL 20530 de 1974— al introducir un régimen de nivelación de pensiones. Un reporte muy detallado de este régimen en sus diferentes aspectos es presentado por Ramírez (s.f.).

con tiempo suficiente para lograr dicho propósito. La otra cuestión de importancia es el hecho de que unos cien mil trabajadores (un 2% del total de afiliados al SPP) optaron por retornar al SNP.

Con la misma ley 28991, y luego mediante ley 29426 de octubre de 2009, se extendió hasta diciembre de 2012 la posibilidad de jubilación anticipada para desempleados, de tal manera que durante el periodo 2002-2012 aproximadamente solo 21 000 trabajadores utilizaron esta opción, lo cual representa el 0.42% (o uno de cada 240 afiliados hacia el año 2012). El beneficio de las pensiones mínimas, también regulado por esta ley, tampoco ha tenido mayor impacto: a diciembre de 2011 había un total de 56 776 jubilados por el SPP, de los cuales solo el 8% (4726) se habían acogido al beneficio de la pensión mínima por la ley 27617 de diciembre de 2001, y ninguno por la ley 28991.

El cambio de mayor relevancia introducido durante el gobierno de Alan García fue el aprobado por la ley 29351 de abril de 2009, la cual dispuso que las gratificaciones otorgadas a los trabajadores por sus empleadores estuvieran exoneradas de descuentos por aportes, comisiones y seguro de vida del SPP. Aunque dicha ley fijaba el plazo de validez de tal exoneración hasta diciembre de 2010, esta está prorrogada hasta diciembre de 2014. Para entender la importancia de esta medida debemos empezar distinguiendo entre la tasa de aporte (10%) y la tasa de contribución total (tasa de aporte + comisión) de un afiliado al SPP; y hacer notar que —en lo que al afiliado concierne— su tasa de ahorro es medida por su contribución total³⁰. De esta manera, bajo las reglas de juego iniciales, en la que se hacía un aporte de 10% y se pagaba una comisión de aproximadamente 2% sobre 14 sueldos, la tasa de ahorro correspondiente es de 12%. Al realizarse el aporte y pagarse la comisión solamente sobre 12 de los 14 sueldos anuales, la reforma de García en la práctica redujo la tasa de ahorro de 12% a 10.3%,

³⁰ En lo que al afiliado concierne, el hecho de que una parte de su contribución total (la comisión) sea para pagar el costo de administración del fondo no es relevante.

y la podemos interpretar como una manera más de reducir el costo que el SPP representa para los trabajadores, para así atraer a un mayor número de afiliados, con los consecuentes efectos que eso debe tener sobre las pensiones.

2.6 LAS REFORMAS DE HUMALA

La más importante reforma del SPP desde su creación fue la aprobada por el gobierno de Ollanta Humala mediante la ley 29903 de Reforma del Sistema Privado de Pensiones de julio de 2012. Si bien podemos decir que la nueva ley, en general, tiene el mismo propósito de las reformas previas, su carácter novedoso y su importancia residen en el hecho de que introduce, primero, un mecanismo explícito para reducir las comisiones cobradas por las AFP a sus afiliados; segundo, hace obligatoria la afiliación a un sistema de pensiones (el SNP o el SPP) de trabajadores independientes y de microempresas, no mayores de 40 años de edad; y, tercero, cambia el tipo de comisiones cobradas por las AFP de un porcentaje de sus remuneraciones (comisión por flujo) a un porcentaje del valor de su fondo individual (comisión por saldo), y establece un periodo de transición de diez años con comisiones mixtas.

La primera medida busca reducir las comisiones cobradas por las AFP mediante la introducción de un proceso de licitación de nuevas afiliaciones y dispone que los nuevos afiliados al SPP sean asignados por un periodo mínimo de dos años a la AFP que oferte la menor comisión por la administración de los fondos. La importancia de esta medida reside en que con ella el gobierno reconoce que debe jugar un rol explícito en el proceso de determinación de las comisiones y que no puede dejarlo al libre albedrío de las AFP. De esta manera, y luego de veinte años, el gobierno admite implícitamente haber cometido un error —no podemos decir si intencional o no— al no reconocer que la creación del SPP debía ser tratada como la concesión de un servicio público, en cuyo caso la fijación de las comisiones —las tarifas— debió formar

parte del proceso de negociación de la concesión del servicio. Si bien se puede argüir que al establecerse el SPP no se creaba un monopolio, también se debe tener en cuenta que era fácil prever que sí se crearía un oligopolio cuya fuerza se vería acrecentada por el carácter obligatorio de las afiliaciones para los asalariados.

Los resultados de la primera licitación de afiliaciones fueron anunciados en diciembre de 2012, siendo ganadora la AFP de formación chilena Habitat, la cual ofertó comisiones mucho más bajas que sus similares peruanas (ver cuadro 2.3). Aunque, tal como se puede ver en el mismo cuadro, el efecto de la licitación sobre las comisiones no tuvo mayor significancia, las AFP existentes parecen temer la posibilidad de que la entrada de Habitat se convierta para ellas en un evento traumático, similar al que había significado la entrada de la AFP Prima en el mercado en 2005 (ver más adelante el punto 3.9 del capítulo 3), y que parece existir consenso entre ellas en que un mayor número de AFP afectaría negativamente su rentabilidad privada. En alguna medida, esto es confirmado por la compra de la AFP Horizonte por las AFP Integra (Grupo Sura) y Profuturo, anunciada en abril de 2013.

Cuadro 2.3
Comisiones AFP — antes y después de la reforma de Humala

	Comisión por remuneración			Comisión mixta	
	Antes de la reforma	Después de la asignación	Después de la licitación	Por remuneración	Por saldo
Profuturo	2.14	2.10	1.84	1.49	1.20
Horizonte	1.95	1.89	1.85	1.65	1.40
Integra	1.80	1.74	1.74	1.55	1.20
Prima	1.75	1.60	1.60	1.51	1.90
Promedio	1.91	1.83	1.76	1.55	1.43
Habitat (en formación)	-	-	-	0.47	1.25

Fuente: SBS.

En cuanto a la segunda medida, su relevancia reside en que —hasta entonces— las previsiones tomadas para aumentar el número de afiliados al SPP habían sido simples incentivos (o premios) a los trabajadores, con lo cual se buscaba aumentar su preferencia por el SPP. Sin embargo, con la nueva ley se dejan de lado los incentivos y se busca forzar a los independientes y trabajadores de pequeñas empresas a afiliarse al SPP. Se dejan, pues, de lado los premios y se opta por el castigo. Sin embargo, no parece que la probabilidad de que se obtenga el objetivo fijado sea muy alta. Eso explica la exigencia de las AFP de cerrar el sistema público (SNP). Lo que debe quedar claro es que ni el gobierno ni las AFP están dispuestos a ofrecer mayores rendimientos y mejores condiciones a los trabajadores con el objetivo de ganar sus preferencias. Es obvio que la informalidad es un factor que retrasa el crecimiento del número de afiliados al SPP, pero tratar de obligarlos no solamente es arbitrario, sino también ilusorio.

Mediante la tercera medida —que podemos considerar la más importante de las tres— el gobierno reconoce otro error —nuevamente, no podemos decir si fue o no deliberado— cometido cuando fijó las comisiones cobradas por las AFP como un porcentaje del ingreso de sus afiliados y no del valor de sus fondos individuales. La forma más común de fijar comisiones por administración de fondos en el libre mercado es precisamente como un porcentaje del monto invertido (comisión por saldo), para lo cual se requiere adicionalmente un monto mínimo por invertir. La ventaja de las comisiones por saldo es que envían las señales correctas a los agentes, particularmente a los administradores de fondos —en este caso las AFP—, pues hacen que su ingreso dependa de su *performance* como administradoras de fondos.

Con el propósito de implementar esta última medida, el gobierno ha establecido un periodo de transición de diez años (de febrero de 2013 hasta enero de 2023), durante el cual los trabajadores pagarán una comisión mixta compuesta por una comisión decreciente sobre remuneración, y otra sobre el fondo, de tal manera que luego de diez años

solo se pagará la comisión sobre el saldo del fondo. En este caso, los nuevos afiliados se sujetarán necesariamente al sistema mixto, mientras que los afiliados existentes tendrán la opción de elegir entre permanecer bajo una comisión por remuneración o pasar a una comisión mixta en la que pagarán una comisión por flujo más una comisión por saldo, sin que esta afecte el saldo acumulado a la fecha en que realicen el cambio.

Esta elección ha llevado a una confusión entre los afiliados existentes, quienes —por razones explicables— no tienen claro cuáles son las ventajas y desventajas de cada opción, lo cual atenta contra la transparencia del SPP. En gran medida, la confusión surge de que el traspaso del sistema de comisión por remuneración al sistema mixto —y, al término de diez años, a uno de comisión por fondo— tiene una diversidad de efectos, algunos de mayor importancia que otros, que a su vez dependen de una variedad de factores, por lo que es muy difícil —sino imposible— hacer un balance general de costos y beneficios para el afiliado. En lo que concierne a los afiliados, las variables afectadas («endógenas») de mayor importancia son la tasa de ahorro (o de aportación total), el valor del fondo (y, por tanto, de las pensiones), el monto de los salarios netos de aportaciones y comisiones, la tasa de rentabilidad, etcétera. La magnitud y dirección de estos efectos a su vez dependen de otra serie de variables «exógenas», como son el número de años restantes para jubilarse, las comisiones cobradas por las AFP, la rentabilidad de los fondos, la evolución de los salarios futuros de los afiliados, la probabilidad de desempleo y el monto del fondo ya acumulado. Es más, aún si pudiéramos cuantificar todos los efectos con certeza, la elección final del afiliados dependerá de sus preferencias en relación con el consumo futuro (ahorro) y al consumo presente (gasto).

Debemos insistir en que —de manera similar a la que ocurrió con la reforma de García— el efecto más importante de la reforma de Humala será una disminución de la tasa de ahorro en el largo plazo, pues luego de diez años el costo de administración ya no se pagará en la forma de una comisión por remuneración, sino que será descontada del valor

del fondo acumulado. Ya hemos visto que la reforma de García, al disponer que los afiliados solo estaban obligados a aportar sobre 12 de sus 14 sueldos mensuales, redujo la tasa de ahorro de 12% a 10.3%. Con la nueva reforma, y si se mantiene la excepción a las gratificaciones (bonificaciones) de Fiestas Patrias y Navidad, la tasa de ahorro disminuirá aún más a 8.6%, lo que conllevaría una reducción de la tasa de ahorro de un total de 28% (de 12% a 8.6%) como resultado conjunto de las reformas de García y de Humala. Esto es muy importante, porque una reducción de la tasa de ahorro en un 28% tendría un efecto negativo proporcional (28%) sobre el monto del fondo acumulado, con el consecuente efecto sobre las pensiones.

Pero aún si consideramos que la excepción a las gratificaciones (bonificaciones) de Fiestas Patrias y Navidad no se mantiene, el efecto negativo de la menor tasa de ahorro producto de la reforma de Humala puede ser muy importante. Como podemos ver en el anexo 2.2 —asumiendo valores plausibles para las variables envueltas en el cálculo— luego de 30 años, el valor del fondo acumulado (y, por tanto, de la pensión que reciba) por un afiliado que opta por la comisión mixta, resultará 19.1% más bajo que el que resultaría de mantenerse en la comisión por remuneración.

En todo caso, una manera más sencilla de pasar de una comisión por flujo a una por saldo podría haber sido pasar a los afiliados existentes de manera inmediata al esquema de comisión por saldo, pero calculando previamente el monto de las comisiones en exceso que han pagado bajo el sistema de comisión por flujo —para lo cual se necesita usar una comisión por saldo «de equilibrio», tal vez 2% anual—, y considerarlo como una deuda de la AFP con sus afiliados, para luego establecer un mecanismo para descontar dicho monto de las comisiones por pagarse. Obviamente, el valor de la comisión de «equilibrio» sería un asunto conflictivo, pero solucionar dicho problema sería menos costoso que el que ahora enfrentan los afiliados para resolver el dilema. En todo caso, la transparencia del SPP se vería menos afectada, pues la confusión de los afiliados sería menor.

ANEXO 2.1

COMPROMISOS Y OBSERVACIONES REFERENTES AL SPP
EN CARTAS DE INTENCIÓN, 1991-2007

Fecha	Firmantes	Compromisos/observaciones
21/08/91	C. Boloña J. Chávez	Se reformará la administración del Seguro Social (IPSS).
26/08/92 (Punto 16)	C. Boloña J. Chávez	Se ha mejorado la administración del IPSS, se ha reducido el personal en 30%, y se ha aprobado la legislación que permite la creación de sistemas privados de pensiones y de salud.
18/03/93 (Punto 24)	J. Camet G. Suárez	La reforma del sistema de pensiones debe sustentar el desarrollo del mercado de capitales en el Perú. En diciembre de 1992 se ha cambiado la legislación sobre el SPP, que permite la opción entre el sistema público y el privado. El Tesoro Público financiará las obligaciones no cubiertas del IPSS mediante la emisión de bonos de reconocimiento. El gobierno ha solicitado asistencia técnica al FMI para evaluar el SPP.
9/05/94 (Punto 16)	J. Camet G. Suárez	Se ha puesto en marcha el SPP en junio de 1993, que se espera contribuya a aumentar el ahorro total en la economía. Se creó la SAFP, y se continuará mejorando las regulaciones en el área. La Oficina de Normalización Previsional (ONP) iniciará operaciones en junio de 1994 y asumirá la administración del sistema público de pensiones.
27/06/95 (Punto 13)	J. Camet G. Suárez	Se profundizarán reformas de sistemas público y privado de pensiones. La ONP inició sus operaciones en enero de 1995, y está a cargo de la administración del sistema público y la emisión de bonos de reconocimiento. Las diferencias en las edades de retiro y tasas de contribución entre sistemas público y privado dificultan crecimiento del SPP. La recaudación del SPP será mejorada a través de penalidades más estrictas.

Fecha	Firmantes	Compromisos/observaciones
11/05/96 (Punto 15)	J. Camet G. Suárez	En abril de 1996 se creó un fondo consolidado autónomo destinado a cubrir obligaciones del sistema público de pensiones, y se han establecido pensiones mínimas. Durante 1996-1998 se completará la reforma del sistema de pensiones. En el caso del SPP, el gobierno continuará apoyando su consolidación, asegurando que las tasas de contribución al SPP no sean mayores que las del sistema público, y diversificando los instrumentos financieros en los cuales puede invertir sus fondos.
5/05/98 (Punto 15)	J. Camet G. Suárez	El gobierno continuará ampliando el rango de instrumentos en los cuales pueden invertir las AFP.
7/06/99 (Puntos 24 y 25)	V. Joy Way G. Suárez	Se introducirán medidas para fortalecer el SPP: la SAFP tendrá acceso a los registros de los empleadores atrasados en las aportaciones y mejorará la supervisión de AFP, bancos y compañías de seguros interconectados; continuará ampliando el rango de instrumentos en los cuales pueden invertir las AFP; y realizará un estudio sobre las acciones necesarias para reducir los costos administrativos. Fija también el número y monto de bonos de reconocimiento que se emitirán durante los dos siguientes años.
6/02/01 (Punto 14)	J. Silva G. Suárez	Se buscará mejorar la eficiencia del SPP, pero manteniendo los elementos básicos del sistema vigente: financiamiento pleno del SPP con cuentas individuales de capitalización, edades mínimas de jubilación, prohibición de traslados del SPP al SNP y restricciones al retiro anticipado de fondos. Se buscará reducir los costos de las AFP mediante la disminución de sus aportaciones a la SBS y la simplificación de los requerimientos de información, lo cual permitirá la reducción de comisiones, que seguirán siendo determinadas por el mercado.

Fecha	Firmantes	Compromisos/observaciones
18/01/02 (Punto 21)	P. Kuczynski R. Webb	El gobierno ha propuesto una legislación para reformar los sistemas de pensiones. La primera fase tiene como objetivo homogenizar los beneficios de los diversos planes del sistema público mediante la reducción de las «generosas provisiones» de la cédula viva para los nuevos beneficiarios y el incremento de la pensión mínima en el DL 19990. Se busca también asegurar una pensión mínima para los trabajadores mayores de 55 años que se pasaron al SPP y no tuvieron suficiente tiempo para acumular una adecuada pensión. La segunda fase buscará reducir los costos operativos del SPP y expandir sus opciones de inversión.
25/05/04 (Puntos 11 y 14)	P. Kuczynski J. Silva	En relación con el sistema público, se buscará una reforma constitucional a fin de centralizar la gestión del régimen de cédula viva para mejorar su administración, eliminar los pagos fraudulentos, cerrar el plan a nuevos beneficiarios y eliminar la relación entre los incrementos salariales y las pensiones. Para desarrollar el mercado doméstico de capitales y diversificar más las oportunidades de inversión de las AFP, se promoverá la creación de instrumentos financieros alternativos que permitan el financiamiento de la inversión con ahorros domésticos. Con tal fin se ha incrementado el límite a la inversión de las AFP en el extranjero a 10.5%.

Fecha	Firmantes	Compromisos/observaciones
20/05/05 (Puntos 2, 14 y 17)	P. Kuczynski y O. Dancourt	Con la reforma del régimen de cédula viva de noviembre del 2004, se han incrementado las pensiones más bajas de ese régimen, lo cual fue financiado «en parte» con la reducción de las pensiones más elevadas ³¹ . Para setiembre de 2005 el gobierno presentará al Congreso un proyecto de ley para reformar el régimen de pensiones policial y militar. Para buscar una mayor eficiencia en la intermediación financiera se tomarán medidas para profundizar el mercado secundario de títulos-valores, reducir las barreras administrativas a la titulación y estandarizar los contratos financieros. Se está fomentando la competencia entre las AFP, para facilitar la transferencia de fondos entre ellas. Asimismo, en noviembre entrará en operación un sistema que permita a cada AFP ofrecer carteras de inversión con diferentes características.
20/12/05 (Puntos 7 y 12)	F. Zavala y O. Dancourt	Para junio de 2006 el gobierno enviará al Congreso un proyecto de ley para la reforma integral del régimen de pensiones policial y militar. Se continuará promoviendo una mayor eficiencia en la intermediación financiera, mediante el desarrollo del mercado doméstico de capitales, para profundizar el mercado secundario de valores, reducir las barreras administrativas a la titulación y estandarizar los contratos financieros. La SBS emitirá resoluciones para limitar los riesgos de mercado de las inversiones de las AFP, y el Banco Central continuará fijando los límites de dichas inversiones en el exterior.

³¹ Nótese que esto implica que la reforma tuvo, al menos de inmediato, un efecto negativo sobre las cuentas fiscales, lo cual no parece haber sido la intención de sus promotores.

Fecha	Firmantes	Compromisos/observaciones
2/01/07 (Punto 27)	L. Carranza y J. Velarde	Los límites de inversión en el exterior de las AFP serán elevados gradualmente y otros límites cruzados serán flexibilizados. También se evaluará si se deben introducir requerimientos de coberturas mínimas para las inversiones en moneda extranjera de las AFP. Para promover el desarrollo del mercado de capitales se evaluará si los marcos legales y de regulación deben ser modificados. Hacia junio de 2007 se desarrollará un calendario para la emisión de bonos de infraestructura en moneda nacional. También se planea reforzar la función y capacidad administrativa de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), para alinearla mejor con el desarrollo de nuevos instrumentos y el aumento en los volúmenes transados.
05/12/07 (Punto 10)	L. Carranza y J. Velarde	En junio de 2008 el gobierno presentará al Congreso una enmienda de la Ley del Sistema Privado de Pensiones con el fin de incrementar significativamente el límite máximo de 20% que las AFP pueden invertir en el exterior; redefinir los niveles máximos de inversión en activos del sector público; ampliar el conjunto de valores domésticos en los que pueden invertir las AFP; y flexibilizar los montos máximos aplicables al uso de <i>forwards</i> como mecanismos de cobertura. Se reformará la garantía mínima de retorno para desincentivar un comportamiento «de manada».

Fuentes: Cartas de intención aludidas.

ANEXO 2.2

EJERCICIO DE SIMULACIÓN DE EVOLUCIÓN DE VALOR DE FONDOS SEGÚN TIPO DE COMISIÓN

Años restantes para jubilarse	Comisión por remuneración				Comisión mixta	
	1%	10%	1.76%		1.33%	1.39%
	Remuneración anual	Aporte	Comisión	Fondo	Comisión por remuneración	Fondo*
	100.0			300.0		300.0
1	101.0	10.10	1.78	329	1.162	329
2	102.0	10.20	1.80	359	1.174	359
3	103.0	10.30	1.81	392	0.939	390
4	104.1	10.41	1.83	426	0.948	423
5	105.1	10.51	1.85	463	0.699	458
6	106.2	10.62	1.87	502	0.706	494
7	107.2	10.72	1.89	543	0.449	532
8	108.3	10.83	1.91	588	0.454	572
9	109.4	10.94	1.92	634	0.196	614
10	110.5	11.05	1.94	684	0.198	658
11	111.6	11.16	1.96	737	0.000	705
12	112.7	11.27	1.98	793	0.000	753
13	113.8	11.38	2.00	853	0.000	804
14	114.9	11.49	2.02	916	0.000	857
15	116.1	11.61	2.04	984	0.000	913
16	117.3	11.73	2.06	1,055	0.000	971
17	118.4	11.84	2.08	1,131	0.000	1,033
18	119.6	11.96	2.11	1,211	0.000	1,097
19	120.8	12.08	2.13	1,297	0.000	1,164
20	122.0	12.20	2.15	1,388	0.000	1,235
21	123.2	12.32	2.17	1,484	0.000	1,309
22	124.5	12.45	2.19	1,586	0.000	1,387
23	125.7	12.57	2.21	1,695	0.000	1,468
24	127.0	12.70	2.23	1,810	0.000	1,553
25	128.2	12.82	2.26	1,932	0.000	1,642
26	129.5	12.95	2.28	2,062	0.000	1,735
27	130.8	13.08	2.30	2,199	0.000	1,833
28	132.1	13.21	2.33	2,345	0.000	1,936
29	133.5	13.35	2.35	2,500	0.000	2,043
30	134.8	13.48	2.37	2,664	0.000	2,156

Nota: en el caso de la remuneración anual se supone un valor inicial de 100 y una tasa de variación de 1%. En el caso del fondo se supone un valor inicial de 300 y una rentabilidad de 6%.

Cálculos propios.

ANEXO 2.3

EL NÚMERO DE AFILIADOS ACTIVOS, COTIZANTES Y PROMOTORES DEL SPP EN EL PERÚ, (DICIEMBRE 1993-JUNIO 2010)

	Dic-93	Dic-95	Dic-00	Dic-03	Dic-06	Jun-10
Afiliados	5.9	3.2	1.0	0.9	5.6	1.1
Número de afiliados activos	626,401	1,130,492	2,471,593	3,192,503	3,882,185	4,540,512
Dependientes	521,228	919,197	1,680,499	2,026,151	n.d.	n.d.
Independientes	105,173	211,295	791,094	1,166,352	n.d.	n.d.
Nuevos afiliados	626,214	172,180	259,487	214,326	258,436	220,272
Variación afiliados activos (%)	-	17.6	11.2	6.6	6.8	4.1
Afiliados activos/PEA total (%)	7.4	12.7	23.8	28.2	31.5	33.7
Cotizantes						
Cotizantes	n.d.	n.d.	1,031,366	1,336,383	1,351,000	1,923,466
Cotizantes/afiliados activos (%)*	n.d.	n.d.	41.7	41.9	34.8	42.4
Cotizantes/afiliados con al menos un aporte (%)	n.d.	n.d.	51.5	51.9	53.9	
Promotores y agencias						
Promotores activos	5,880	3,153	1,042	862	5,647	1,120
Nuevos afiliados/promotores activos	n.d.	n.d.	249.0	248.6	45.8	196.67
Número de agencias	139	73	62	59	61	
Nuevos afiliados/promotor**	n.d.	n.d.	182.61	238.1	53.67	
(miles)				2003	2006	2010
Nuevos afiliados dependientes				214.3	258.3	220.3
independientes				167.9	183.9	217.5
				46.4	74.4	2.8

(*) Morón y Carranza (2003, p. 47) usan un índice de cotización ajustado, que utiliza como denominador el número de afiliados que han realizado por lo menos un aporte desde su afiliación, índice que resulta unos 10 puntos mayor que el que usamos nosotros (51.49, 51.13, 49.27 y 51.90 para los años 2000, 2001, 2002 y 2003, respectivamente). El dato de junio 2007 corresponde a información semestral. El ratio cotizantes/afiliados con al menos un aporte, o Índice de Cotización Ajustado, busca resaltar la creciente importancia de los afiliados que no registran aportes (unos 800 000 en junio de 2007) y que pudieran distorsionar el índice de cotización usual: cotizantes/afiliados activos, dada la importancia de los afiliados y que pudieran distorsionar el índice de cotización usual: cotizantes/afiliados activos, dada la importancia de los afiliados sin aportes (20% del total).

(**) Fin del periodo. Número de nuevos afiliados en el año/promedio mensual de promotores en el año. La información de junio de 2007 corresponde a información semestral.

Fuente: memorias SAFF 1993-1999; compendios estadísticos SPP 2000-2002; Boletín Informativo Mensual SPP, diciembre 2003 y enero 2004; Boletín Estadístico AIOS, diciembre 1999, diciembre 2000, diciembre 2001, diciembre 2002 y diciembre 2003.

CAPÍTULO 3

LAS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

En este capítulo se busca hacer un detallado recuento de las principales características del SPP peruano luego de veinte años de existencia. El primer punto por analizar será su tamaño e importancia relativa dentro de la economía peruana y se tratará de identificar sus peculiaridades por medio de su comparación con los SPP de otros países de la región. Además de su importancia general en la economía peruana, nos interesa estudiar las características del SPP peruano en relación con sus afiliados (cobertura), sus pensionistas (beneficios previsionales), su cartera de inversiones, su participación en el mercado financiero, sus vínculos con el sector público y la política fiscal, la rentabilidad de los fondos que administra, la rentabilidad privada de las AFP y sus costos de administración.

Debemos remarcar que las características que nos interesa estudiar en este capítulo son las relacionadas con los aspectos económicos del SPP, y que el estudio de los aspectos legales e institucionales —sus reglas de juego— se hará en el capítulo 4.

3.1 EL SPP EN LA ECONOMÍA PERUANA

Una primera manera de medir el crecimiento del SPP y su importancia dentro de la economía peruana desde su creación en 1993 puede consistir en examinar la evolución del valor de sus *stocks* (el fondo) y de sus flujos (las aportaciones anuales). En el caso de los *stocks*, el valor del fondo como porcentaje del producto bruto interno, F/PBI, este creció con regularidad hasta el año 2007, en el que alcanzó el valor de 18%, habiendo permanecido desde entonces básicamente estancado, aunque fluctuando marcadamente alrededor de ese nivel, situación en gran medida explicada por la crisis económica internacional que se inició en 2008 (ver cuadro 3.1).

En el caso de los flujos, el indicador del volumen de los fondos manejados por el SPP peruano es el monto de aportaciones recaudadas anualmente por las AFP como porcentaje del producto, A/PBI, el cual aumenta de manera regular hasta el año 2006, pero que permanece básicamente estancado desde entonces. En este caso, la explicación ya no puede ser la crisis económica internacional que se vive desde el año 2008, pues esta —en principio— debe haber afectado tanto el monto de los aportes como el valor del producto; es decir, tanto al numerador como el denominador de A/PBI, sin llegar a afectar el ratio.

Otro indicador de la importancia de los flujos económicos asociados al SPP en la economía peruana es su contribución a la disponibilidad de fondos de inversión en el país, la cual puede medirse como el ratio entre la variación en el valor del fondo como porcentaje del ahorro privado interno ($\Delta F/S$). Esto en razón de que, al representar ΔF un aumento en la riqueza de los afiliados al SPP, el ratio $\Delta F/S$ puede verse como la porción del ahorro privado interno explicada por el SPP. Pues bien, lo que encontramos en este caso es una situación parecida a la del ratio A/PBI, pero mucho más dramática, pues el indicador no solo permanece básicamente estancado desde 2003, sino que presenta una inestabilidad extrema, y presenta, incluso, valores negativos en 2008

y 2011, y un rango de 38.1 puntos porcentuales. Esta situación implica que la crisis económica internacional afectó mucho más el valor del *stock* F —y aún más sus variaciones, ΔF — que el ahorro privado interno (S).

Cuadro 3.1
Algunas características generales del SPP peruano, 1993-2012

Año	F/PBI	A/PBI	$\Delta F/S$	Na/PEA	Nc/Na
1993	0.1	0.1	0.7		
1994	0.6	0.5	3.2		
1995	1.1	0.5	4.0		
1996	1.8	0.6	5.0		
1997	2.6	0.7	5.7		
1998	3.2	0.8	4.4		45.6
1999	4.8	0.8	9.2		45.7
2000	5.2	0.9	3.9		41.7
2001	6.5	0.8	8.8	21.9	41.2
2002	7.9	0.8	10.4	23.4	39.4
2003	10.2	1.0	16.9	23.6	41.9
2004	10.8	0.9	8.9	24.6	39.9
2005	12.3	0.9	13.0	26.2	36.2
2006	15.1	1.2	19.0	27.0	34.8
2007	18.0	1.6	18.3	27.5	41.4
2008	13.3	1.3	-13.1	28.3	41.2
2009	17.9	1.3	25.0	28.9	41.5
2010	19.9	1.2	17.9	29.5	41.4
2011	16.7	1.2	-4.7	30.9	43.4
2012	18.2	1.3	12.1	33.0	44.5

Fuente: BCR, SBS. Ver datos originales en el anexo 3.1.

F/PBI = valor del fondo SPP como porcentaje del PBI.

A/PBI = aportes al fondo SPP como porcentaje del PBI.

$\Delta F/S$ = variación del valor del fondo SPP como porcentaje del ahorro privado.

Na/PEA = afiliados activos al SPP como porcentaje de la PEA.

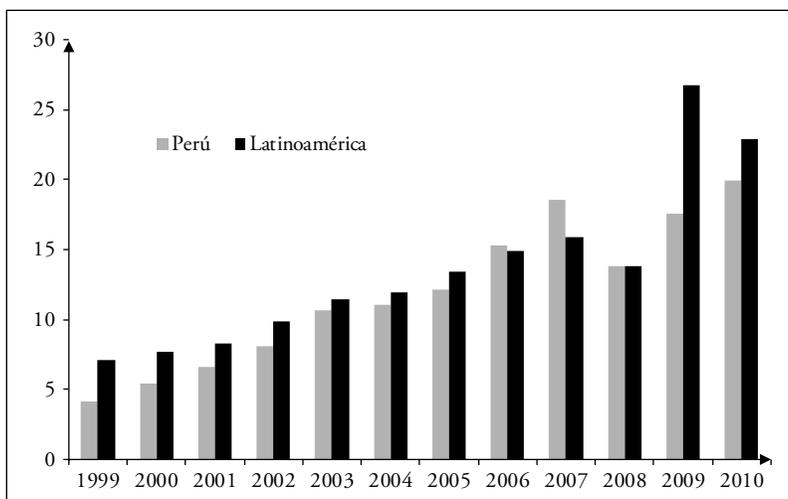
Nc/Na = afiliados cotizantes como porcentaje de afiliados activos al SPP.

Otro indicador —esta vez de tipo no monetario— de la importancia del SPP dentro de la economía peruana es el número de afiliados activos al SPP como porcentaje de la población económicamente activa (Na/PEA). Este indicador es de suma trascendencia pues está referido al principal objetivo del sistema de pensiones, que es dar cobertura de pensiones a los trabajadores del país. Es por esta razón que lo que se encuentra en el cuadro 3.1 no es muy alentador: luego de veinte años, el SPP ha llegado a cubrir solo una tercera parte de la PEA; y si bien se puede argumentar que su participación continúa aumentando año tras año a un ritmo promedio de un punto anual en el periodo considerado (2001-2012), también podemos hacer notar que durante cinco años consecutivos (2006-2010) el incremento anual estuvo por debajo de un punto porcentual.

Por otro lado, si bien el bajo valor absoluto que ha alcanzado esta serie (Na/PEA) se explica en gran medida por la importancia en el país de un sector económico de independientes e informales, esta misma explicación no se puede dar para los bajos índices de cotización, medidos como el número de afiliados que cotiza como porcentaje del total de afiliados activos al SPP (N_c/N_a), el cual ha fluctuado alrededor del 41% durante el periodo considerado. Debemos hacer notar en este caso que la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) calcula también un índice de cotización ajustado, en el cual se excluyen aquellos afiliados que nunca han realizado una cotización, y que arroja un promedio de 51% —diez puntos más que el índice no ajustado—, lo cual sugiere que el relativamente bajo índice de cotización resulta de la afiliación por parte de las AFP de individuos —en especial estudiantes universitarios— que aún no han entrado al mercado laboral. De todas maneras, si tomamos en cuenta que solo el 33% de la PEA está afiliada, de la cual cotiza solo el 44.5%, encontramos que actualmente menos de la séptima parte de los trabajadores peruanos efectivamente ahorran dinero a través del SPP.

Finalmente, una manera de evaluar la importancia del SPP en el Perú con la que tiene en otros países latinoamericanos es comparar el valor del fondo como porcentaje del producto bruto interno (F/PBI). Como se puede observar en el gráfico 3.1, el comportamiento del tamaño relativo del SPP peruano a partir del año 1999 es muy parecido al promedio de los países de la región, aunque a partir de 2007 el comportamiento de ambas variables se hace más volátil, situación en gran medida explicada por la crisis económica internacional que se inicia en dicho año, pero que no deja de llamar la atención. Sin embargo, debe remarcarse que, aunque el Perú tiene el segundo más antiguo SPP de Latinoamérica, solo durante dos años (2006 y 2007) tuvo un F/PBI mayor al promedio latinoamericano.

Gráfico 3.1
Valor del fondo del SPP del Perú y de los países latinoamericanos, 1999-2010
(porcentaje del PBI)



Fuente: AIOS. Dependiendo del año, Latinoamérica puede incluir hasta once países: Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Panamá, Perú, República Dominicana y Uruguay.

3.2 LA COBERTURA DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

En el cuadro 3.2 presentamos tanto el número de afiliados al SPP, como el de promotores empleados por las AFP. Como se puede ver, el número de afiliados activos había alcanzado al final del año 2012 un total de 5.3 millones, lo cual, como ya hemos visto en el cuadro 3.1, representa alrededor de un tercio del total de la PEA. De la misma manera, el total de afiliados que cotizan era 2.3 millones, esto es, alrededor de 45% del total de afiliados. Otra cuestión de interés en el cuadro 3.2 es la clasificación del total de afiliados en trabajadores dependientes e independientes; el rasgo general en este caso es que desde el año 2000 los independientes representan alrededor de un tercio del total de afiliados activos. La columna sobre los promotores es de interés porque muestra dos periodos durante los cuales su número tiene valores muy elevados; esto es, los primeros años luego de la creación del SPP, y luego, alrededor del año 2006 en que se crea la nueva AFP Prima.

La información adicional (para el año 2011) sobre los afiliados al SPP que es de interés y que no presentamos en el cuadro 3.2 concierne a su edad promedio (38 años), al porcentaje de mujeres (36%) y a la parte en que reside en el departamento de Lima (46%)¹.

La evolución de la importancia relativa del SPP y del SNP entre los trabajadores con contrato de trabajo (sector formal o dependientes) es presentada en el cuadro 3.3. Como podemos ver, mientras que en 1996 podíamos decir que los trabajadores con contrato de trabajo estaban divididos casi en partes iguales entre afiliados al SPP, afiliados a otro sistema y no afiliados, actualmente (2012), la participación de los afiliados al SPP casi se ha duplicado al 57%, mientras que el total de la participación conjunta de los afiliados a otro sistema y los no afiliados se ha reducido a la mitad (43%). Asimismo, el SPP creció parcialmente a costa de los demás sistemas de pensiones, pero también atrayendo trabajadores que previamente no se encontraban asegurados. Sin embargo, a pesar de que las series provienen de la misma fuente (la Encuesta Nacional

¹ Ver el Compendio Estadístico del Sistema Privado de Pensiones 2011 de la SBS.

de Hogares, ENAHO), estas no parecen ser del todo consistentes a los largo del periodo considerado, pues se observa un «quiebre» entre 2003 y 2004, lo cual nos sugiere prestar más atención a las cifras a partir de este último año. En ese caso, podemos observar que, mientras que la participación del SPP ha permanecido básicamente estancada durante los últimos siete años, durante el mismo periodo (2006-2012), el sistema público (DL 1990) aumentó su participación en casi nueve puntos: de representar la séptima pasó a representar casi la cuarta parte. Todo esto indica, pues, que el SPP no ha estado ganando popularidad entre los trabajadores del sector formal, moderno, de la economía peruana.

Cuadro 3.2
Número de afiliados y promotores del Sistema Privado de Pensiones peruano
 (miles de afiliados y número de promotores)

Año	Afiliados activos			Afiliados cotizantes	Número de promotores
	Dependientes	Independientes	Total		
1993	521.2	105.2	626.4	-	5,880
...
1995	919.2	211.3	1,130.5	-	3,153
...
2000	1,680.5	791.1	2,471.6	1,031.4	1,042
2001	1,778.8	953.3	2,732.1	1,125.3	880
2002	1,880.7	1,113.1	2,993.8	1,181.0	861
2003	2,026.2	1,166.4	3,192.5	1,336.4	862
2004	2,169.4	1,227.6	3,397.0	1,313.9	1,115
2005	-	-	3,636.9	1,318.1	3,989
2006	-	-	3,882.2	1,412.0	5,647
2007	-	-	4,101.1	1,698.8	2,340
2008	-	-	4,296.5	1,677.2	1,763
2009	3,002.5	1,455.6	4,458.0	1,891.8	1,128
2010	-	-	4,641.7	2,006.7	1,149
2011	3,254.5	1,673.8	4,928.3	2,136.6	1,142
2012	-	-	5,268.5	2,346.1	1,008

Fuente: SBS.

Cuadro 3.3
Distribución de trabajadores con contrato de trabajo según Sistema
de Pensiones al que se encuentran afiliados, 1996-2012
(porcentajes)

Año	SPP	Otros			No afiliado
1996	29.2	34.6			36.2
1997	46.4	33.8			19.7
1998	57.4	29.8			12.7
1999	59.5	22.8			17.8
2000	62.0	20.7			17.3
2001	64.0	18.1			17.9
2002	66.1	16.4			17.5
2003	63.8	22.7			13.5
		19990	20530	Otro	
2004	53.6	14.2	3.1	0.5	28.8
2005	51.4	14.8	2.6	0.8	30.4
2006	56.1	14.1	2.8	0.9	26.2
2007	56.7	14.4	2.3	0.8	25.8
2008	55.2	15.6	2.3	0.9	26.1
2009	57.0	19.0	1.7	1.0	21.4
2010	56.4	20.5	1.7	0.9	20.5
2011	55.9	23.0	1.9	0.8	18.4
2012	57.3	22.8	1.5	1.0	17.5

Fuente: Encuesta Nacional de Hogares, años 2003, 2009, 2010, 2011 y 2012.
 Elaboración propia.

Sin embargo, además de una posible falta de atractivo del SPP entre los trabajadores del sector formal, también entraron en juego otros factores tales como retorno al sistema público (SNP) de unos 100 000 trabajadores con la entrada en vigencia de la ley 28991 de desafiliación al SPP de 2007 (ver capítulo 2); la revisión por parte de la ONP de sus estadísticas de afiliados al SNP; y la mayor facilidad de los empleadores de afiliar a sus trabajadores al SNP a través del

Programa de Declaración Telemática de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT).

Información análoga a la presentada en el cuadro 3.3 puede encontrarse en el cuadro 3.4, aunque solamente para los trabajadores urbanos y para el último año (2012). La diferencia clave entre ambos cuadros es que, mientras el universo del primero es la PEA con contrato de trabajo, el del segundo cuadro es la PEA urbana total (con y sin contrato de trabajo). De esta manera, por ejemplo, en el cuadro 3.3 encontramos que 57.3% de los trabajadores con contrato de trabajo están afiliados al SPP, el cuadro 3.4 nos hace notar que, del total de la PEA urbana, solo el 28% está afiliado al SPP. El interés de información de este tipo es resaltar la clara asociación entre los dos atributos —tipo de relación laboral y afiliación o no a un sistema de pensiones— y la poca atracción que el SPP ejerce sobre los trabajadores independientes o informales, incluso en el sector urbano. En efecto, y tal como podemos observar en el cuadro 3.4, del total de trabajadores urbanos ocupados, casi la mitad (44.2%) son trabajadores que no tienen contrato de trabajo ni están afiliados a un sistema de pensiones, y que menos de 1/6 (5.4 + 3.1 de 52.6) de los trabajadores sin contrato está afiliado a algún sistema de pensiones.

Cuadro 3.4
Distribución de trabajadores urbanos según Sistema de Pensiones
al que están afiliados, 2012
(porcentajes)

	Con contrato	Sin contrato	Total
SPP	28.0	5.4	33.4
Otro	11.7	3.1	14.7
Ninguno	7.7	44.2	51.9
Total	47.4	52.6	100.0

Fuente: ENAHO 2012.

Otra cuestión que podemos revisar en cuanto a las características de la fuerza laboral afiliada al SPP concierne a su nivel de ingreso. Para ello podemos revisar la distribución del número de afiliados al SPP según su nivel de ingreso, información que puede verse en el cuadro 3.5, y que claramente nos muestra que existe una relación directa entre el nivel de ingreso de una persona y la probabilidad de que esté afiliado al SPP. Las dos columnas intermedias contienen la distribución de afiliados y no afiliados según nivel de ingreso; así, en la segunda columna podemos ver que solo 1.1% de afiliados al SPP tiene ingresos mensuales por debajo de 55 soles, y 24% tienen un ingreso mayor a 1552 soles. Las cifras en la tercera columna pueden interpretarse de manera similar en el caso de no afiliados. Lo interesante de este cuadro es que de la información contenida en estas dos columnas podemos deducir la probabilidad de estar afiliado al SPP según el nivel de ingreso mensual del individuo, y que presentamos en la última columna. Allí podemos ver, por ejemplo, que la probabilidad de que un individuo esté afiliado al SPP sube de manera consistente con su nivel de ingreso.

Cuadro 3.5
Distribución de afiliados y no afiliados según ingreso mensual, 2011
(porcentajes)

Ingreso mensual en soles	Afiliados a SPP	No afiliados a ningún sistema	Probabilidad de afiliación a SPP por nivel de ingreso
< 55	1.1	10.6	9.0
55 - 197	2.5	17.1	12.9
198 - 520	11	29.4	27.3
521 - 943	33.2	24.8	57.2
944 - 1,552	28.2	11.5	71.0
> 1,552	24.0	6.6	78.5
Total	100	100.0	

Fuente: ENAHO 2011. Cálculos propios.

Por último, como una manera de apreciar las particularidades del SPP peruano en relación con la cobertura de la masa laboral, presentamos en el cuadro 3.6 una comparación de los índices de cobertura del SPP peruano con los de varios países latinoamericanos. Como podemos ver, la fracción de la PEA captada por el SPP peruano se sitúa claramente por debajo de los porcentajes correspondientes en otros países de la región, excepto Bolivia. Algunos de los factores que explican la baja cobertura del SPP respecto a otros países de la región son: la importancia en la economía peruana del empleo informal, para el cual no era obligatoria la afiliación al SPP en la fecha del cuadro; la subsistencia del sistema público SNP, administrado por la ONP —y otros como la Derrama Magisterial y la Caja de Pensiones Militar-Policial—, los cuales no solo pueden mantener sus antiguos afiliados, sino que pueden captar nuevos; y la aceptación de facto por parte de las AFP de que los afiliados con que ya cuentan representan la fracción de la PEA que les corresponde, lo que se reflejaría en la fuerte disminución del número de promotores activos y número de agencias. En el caso del número de promotores, según se puede ver en la última columna del cuadro 3.2, el total se mantiene desde el año 2000 en poco más de un millar, si no tomamos en cuenta el pico que existe durante el periodo 2005-2007, y que se explica por la mayor competencia que resultó de la entrada de una nueva AFP en el mercado.

El problema de la baja participación en la PEA se complica por otro problema, que es la elevada porción de afiliados que no cotizan: tal como pudimos ver en el cuadro 3.1, el número de afiliados que cotizan como porcentaje del número de afiliados activos se ha mantenido por debajo del 45% desde el año 2000.

Cuadro 3.6
Cobertura del Sistema Privado de Pensiones
en varios países latinoamericanos
(2010)

País	Afiliados como % de la PEA	Cotizantes como % de la PEA
Chile	110.5	60.3
El Salvador	106.7	29.9
Costa Rica	94.1	62.8
México	87.5	29.2
Argentina	60.0	24.3
Uruguay	59.6	35.7
R. Dominicana	50.1	24.4
Colombia	42.2	19.5
Perú	33.5	13.9
Bolivia	31.1	13.4
Total	78.7	37.4

Fuente: AIOSFP.

3.3 LOS BENEFICIOS PREVISIONALES DEL SPP

El SPP peruano, además de la jubilación ordinaria, que puede tomar la forma de una renta vitalicia, una renta temporal o un retiro programado, permite también la jubilación anticipada, y otorga beneficios por invalidez y muerte, así como gastos de sepelio. En este caso, conviene revisar el número de pensiones en sus distintas modalidades otorgadas por el SPP, así como el monto promedio de tales pensiones. Tal como se puede ver en el cuadro 3.7, desde su creación hasta el año 2012, unas 62 000 pensiones de jubilación habían sido otorgadas, con un valor promedio mensual de 969 soles. También podemos observar que menos de la mitad (26 948) de las pensiones otorgadas corresponden a «jubilaciones legales» —es decir, que no han sido el resultado de la aplicación de alguna norma especial, tal como la jubilación anticipada—.

Cuadro 3.7
Número de pensionistas del SPP por tipo de jubilación
(diciembre 2012)

Tipo de Jubilación	Número de pensionistas	Pensión promedio (soles)
Jubilación legal	26,948	992
Jubilación anticipada		
Régimen ordinario	7,022	641
Régimen extraordinario	1,392	1,500
Régimen genérico	23	2,776
Régimen Especial para Desempleados Ley 27617	12,518	580
Adelantada del Decreto Ley 19990	113	953
Régimen Especial para Desempleados Ley 28991	238	1,165
Régimen Especial para Desempleados Ley 29426	8,426	1,959
Pensión Mínima Ley 27617	5,355	489
Pensión Mínima Ley 28991	48	481
Total SPP	62,083	969

Fuente: SBS.

Por otro lado, la información en el cuadro 3.8 nos permite observar la preferencia de los jubilados por pensiones en soles y pensiones en dólares. Como podemos ver, más de dos terceras partes (40 235) del total de pensiones son en dólares. Es de esperarse que estas preferencias empiecen a cambiar como resultado de una mayor confianza en el sol, cambio que ya se observa en el caso de los depósitos bancarios. Además, las rentas temporales otorgadas, sobre todo en dólares, eran algo mayores que las vitalicias, pero a costa de una renta vitalicia diferida mucho más baja.

Cuadro 3.8
Número y monto promedio de pensiones de jubilación del SPP

Pensiones en soles		
Tipo de jubilación	Número de pensionistas	Pensión promedio
Renta vitalicia familiar	334	918
Renta temporal con renta vitalicia diferida		
Renta vitalicia diferida	1,220	645
Renta temporal	2,564	1,894
Retiro programado	11,790	744
Renta mixta (1)	4	1,796
Renta bimoneda (2)	13	739
TOTAL	15,925	
Pensiones en dólares		
Tipo de jubilación	Número de pensionistas	Pensión promedio
Renta vitalicia familiar	6,116	330
Renta temporal con renta vitalicia diferida		
Renta vitalicia diferida	27,003	243
Renta temporal (en soles) (4)	7,116	2,338
TOTAL	40,235	

(1) El monto promedio considera la suma de la parte pagada como renta vitalicia (convertida a soles) y la parte pagada como retiro programado.
(2) El monto promedio considera la suma de la parte pagada como renta vitalicia en dólares (convertida a soles) y la parte pagada como renta vitalicia.
(3) En la modalidad de renta temporal con renta vitalicia diferida, la renta temporal siempre se paga en soles, independientemente de la moneda en la que se eligió la renta vitalicia diferida.
(4) Las pensiones bajo renta temporal con renta vitalicia diferida en el periodo temporal únicamente se pagan en soles.

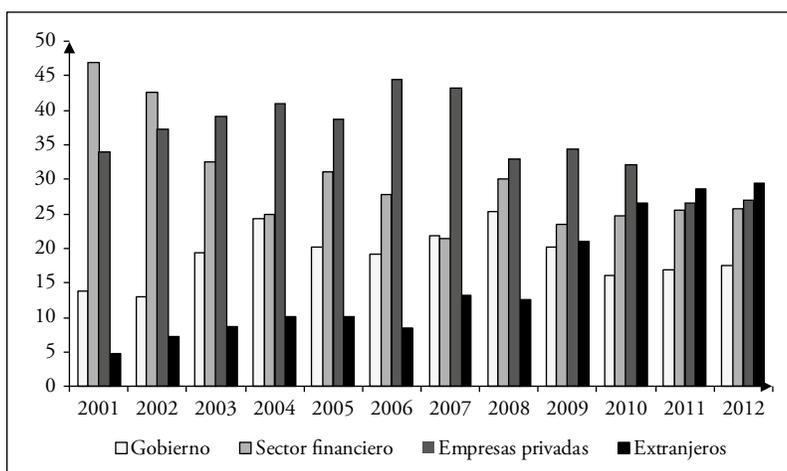
Fuente: SBS.

En todo caso, la pensión promedio pagada a los jubilados del SPP se compara ventajosamente con aquellas dadas a los jubilados del sistema público (SNP), que en 2012 pagó unos S/. 4000 millones a casi 500 000 pensionistas, lo cual arroja una pensión mensual promedio de unos 700 soles. Sin embargo, usar el SNP como estándar de comparación tampoco parece muy apropiado.

3.4 LA CARTERA DE INVERSIONES DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Los fondos del SPP administrados por las AFP pueden descomponerse en cuatro partes, según cuál sea el ente emisor de las obligaciones o valores adquiridos: el gobierno, las empresas del sector financiero, las empresas no financieras, y las empresas y gobiernos extranjeros. En el gráfico 3.2, estos emisores —o tipos básicos de emisor— corresponden a gobierno, sector financiero, empresas privadas, y extranjeros, respectivamente. Aunque cada tipo de emisor —o, más específicamente, los tres últimos— comprende una gran variedad de agentes, tal como se puede ver en el cuadro 3.9 más adelante, resulta conveniente considerar inicialmente solo las cifras agregadas correspondientes a los cuatro tipos básicos de emisor que distingue la SBS. Esto es lo que se hace en el gráfico 3.2, considerando solo el periodo 2001-2012, lo cual facilita el análisis de los datos.

Gráfico 3.2
Cartera administrada por el SPP según tipos básicos de emisor
(2001-2012)



Fuente: SBS (ver anexo 3.2).

En el caso del gobierno, su participación es la que exhibe la mayor estabilidad entre los cuatro, y se mantuvo inicialmente por debajo del 15% (2001-2002), para luego aumentar y mantenerse básicamente entre 20% y 25% durante siete años (2003- 2009), y declinar luego a alrededor de 17% en el bienio 2010-2012.

La participación del sector financiero, por su parte, luego de ser la más importante (casi el 50%) durante el bienio 2001-2002, inicia una irregular tendencia a la baja, al perder casi la mitad de su valor entre 2001 y 2012.

La participación de las empresas privadas —que podemos entender como la inversión de fondos del SPP en el mercado de valores doméstico, esto es, la Bolsa de Valores de Lima (BVL)— se mantiene entre 35% y 45% (2001-2007), para luego caer a un 25% en 2012. Es la única serie cuyo valor más bajo (26.7%) se observa al final de periodo (año 2012).

Los emisores extranjeros, por su parte, eran los de menor importancia al inicio del periodo en 2001 (5%), pero mostraron luego una clara y persistente tendencia al alza, la cual se acelera a partir de 2009, lo que les permitió convertirse en el tipo de emisor más importante hacia el año 2012 (29%), con un monto total de 27 000 millones de soles; esto es, más de 10 000 millones de dólares. Es claro que los emisores extranjeros aumentaron su participación a costa de los emisores privados domésticos, especialmente a partir del año 2009, con el aumento del límite de participación de valores extranjeros al 30%².

En resumen, y exagerando un poco, se puede decir que, hacia el final del periodo, los fondos del SPP se dividen en partes casi iguales entre cada tipo básico de emisor.

² La categoría «emisor extranjero» debe tomarse con cuidado: por ejemplo, los tres *holdings* financieros que figuran como peruanos (Credicorp Ltd., Intergroup Financial Services Corp., y IFH Perú Ltd.) son empresas registradas en el extranjero (Bermudas, Panamá, y Bahamas, respectivamente), y también son listadas en bolsas extranjeras.

Para poder realizar ahora un análisis más detallado de los emisores que captan los fondos administrados por las AFP, necesitamos primero tomar en cuenta que cada tipo de emisor —o, más específicamente, los tres últimos— comprende a su vez una gran variedad de tipos de agentes, los cuales son listados en el cuadro 3.9 en orden de importancia. Esto es, por ejemplo, que entre las empresas del sector financiero, las más importantes eran las empresas bancarias y financieras; que entre las empresas privadas no financieras, las más importantes eran las empresas mineras; etcétera. Como podemos ver, el gobierno comprende dos emisores (gobierno central y Banco Central de Reserva); el sector financiero comprende nueve emisores; las empresas privadas no financieras, ocho emisores; y las empresas y gobiernos extranjeros, siete emisores; esto es, un total de 26 tipos de emisor.

Cuadro 3.9
Tipos básicos de emisor desagregados

1. Gobierno: gobierno central y Banco Central de Reserva.
2. Empresas del sector financiero: empresas bancarias y financieras, *holdings* financieros, sociedades tituladoras, administradoras de fondos de inversión, organismos multilaterales, Corporación Financiera de Desarrollo, entidades financieras internacionales, compañías de seguros, y empresas de arrendamiento financiero.
3. Empresas privadas no financieras: empresas mineras, empresas industriales, servicios públicos, inmobiliaria y construcción, empresas de hidrocarburos, almacenes comerciales, sociedades concesionarias, y diversas.
4. Empresas y gobiernos extranjeros: administradoras de fondos de inversión, empresas bancarias y financieras, empresas mineras, gobiernos, empresas de hidrocarburos, empresas industriales, y diversas.

Fuente: SBS.

Cuadro 3.10
Tipos de emisor de derechos adquiridos por el SPP peruano
(noviembre 2012)

Orden	Emisor	Participación	Acumulado
1	Administradoras de fondos extranjeras	18.3	18.3
2	Gobierno central	14.7	33.0
3	Empresas bancarias y financieras	11.0	44.0
4	Empresas mineras	9.3	53.3
5	Empresas industriales	6.5	59.8
6	Servicios públicos	5.7	65.5
7	Holdings financieros	5.3	70.8
8	Sociedades titulizadoras	5.3	76.1
9	Administradoras de fondos de inversión	3.4	79.6
10	Banco Central de Reserva	3.2	82.8
11	Empresas bancarias y financieras extranjeras	2.8	85.6
12	Empresas mineras extranjeras	2.7	88.3
13	Extranjeras diversas	2.3	90.6
14	Inmobiliaria y construcción	2.1	92.7
15	Gobiernos extranjeros	2.1	94.8
16	Empresas de hidrocarburos	1.4	96.2
17	Almacenes comerciales	1.0	97.2
18	Empresas de hidrocarburos extranjeras	0.7	97.9
19	Organismos multilaterales	0.7	98.6
20	Sociedades concesionarias	0.5	99.1
21	Diversas	0.2	99.3
22	Corporación financiera de desarrollo	0.1	99.4
23	Entidades financieras internacionales	0.1	99.6
24	Empresas industriales extranjeras	0.1	99.7
25	Compañías de seguros	0.1	99.8
26	Empresas de arrendamiento financiero	0.0	99.8

Nota 1: las filas sombreadas corresponden a emisores extranjeros.

Nota 2: el total acumulado no es 100 porque no se han considerado las operaciones en tránsito.

Fuente: SBS.

El orden de importancia de cada uno de los 26 tipos de emisor es presentado en el cuadro 3.10. Como podemos ver, a fines del año 2012, el tipo de emisor más importante eran las administradoras de fondos extranjeras —un total de 38 en noviembre de 2012—, en las cuales las AFP peruanas tienen invertida casi la quinta parte (18.3%, para ser más exactos) del total de fondos que manejan, lo cual equivale a unos 6700 millones de dólares. Como se puede ver, entonces, las AFP peruanas no administran directamente una fracción importante de los fondos del SPP, sino que pagan a administradoras extranjeras de fondos para que lo hagan.

También podemos observar en el cuadro 3.10 que los cuatro tipos de emisor más importantes —38 administradoras de fondos extranjeras, el gobierno central peruano, 18 empresas bancarias y financieras peruanas, y 8 empresas mineras peruanas— representaban más de la mitad (53.3%, para ser más exactos) del total de fondos del SPP. Esto implica que 65 agentes económicos —nacionales y extranjeros— captan casi 20 000 millones de dólares del total de fondos del SPP.

La información anterior, que está a nivel de tipo de emisor, puede ser desagregada aún más, y examinada a nivel de cada emisor individual de derechos adquiridos por el SPP peruano, que a fines de 2012 eran un total de 215, de los cuales 111 eran emisores domésticos y 96, emisores extranjeros. De este total, en el cuadro 3.11 se presentan en orden de importancia los 23 emisores individuales que, a fines de 2012, captaban por lo menos 1% del total de fondos del SPP. En este cuadro hay varias cuestiones que llaman la atención: primero, que en total estos 23 emisores representaban casi las dos terceras partes (64.7%) del monto total de fondos del SPP; segundo, que el más importante emisor es el gobierno central peruano, con casi la séptima parte (14.7%) del total, de tal manera que, si dejamos de lado al gobierno peruano, los otros 22 emisores capturan exactamente la mitad de los fondos; tercero, que cinco emisores extranjeros —de los cuales tres son administradoras de fondos— captan 12.4% de los fondos; y, quinto, que el Grupo Romero capta 10.1% del total, a través de sus empresas

Banco de Crédito del Perú, Credicorp y Alicorp. Estas cifras muestran un alto nivel de concentración de la cartera de fondos del SPP en relativamente pocos emisores de derechos.

Cuadro 3.11
Principales emisores individuales de derechos adquiridos por el SPP
(noviembre 2012)

Orden	Emisor	Monto	Participación
1	Gobierno Central	13,894.80	14.7
2	Banco de Crédito del Perú	3,713.10	3.9
3	Credicorp Ltd.	3,622.20	3.8
4	Cía. de Minas Buenaventura	3,603.20	3.8
5	BlackRock Institutional Trust Co.	3,378.20	3.6
6	State Street Bank and Trust Co.	3,309.00	3.5
7	Volcan Cía. Minera	3,154.30	3.3
8	Banco Continental	3,111.40	3.3
9	Banco Central de Reserva	3,059.50	3.2
10	Alicorp	2,238.20	2.4
11	Van Eck	2,219.70	2.3
12	Graña y Montero	2,020.70	2.1
13	Gobierno de México	1,889.00	2
14	Energía del Sur	1,554.80	1.6
15	Unión Andina de Cementos	1,410.00	1.5
16	Intergroup	1,266.70	1.3
17	Banco Internacional del Perú	1,246.80	1.3
18	Cementos Pacasmayo	1,188.60	1.3
19	Telefónica del Perú	1,171.00	1.2
20	Scotiabank Peru	1,075.00	1.1
21	Enfoca SAFI S.A.	1,069.20	1.1
22	Minsur	1,027.70	1.1
23	Southern Copper Corporation	965.4	1
	TOTAL	49,427.10	64.7

Nota 1: el monto es en millones de soles.

Nota 2: las filas sombreadas corresponden a emisores extranjeros.

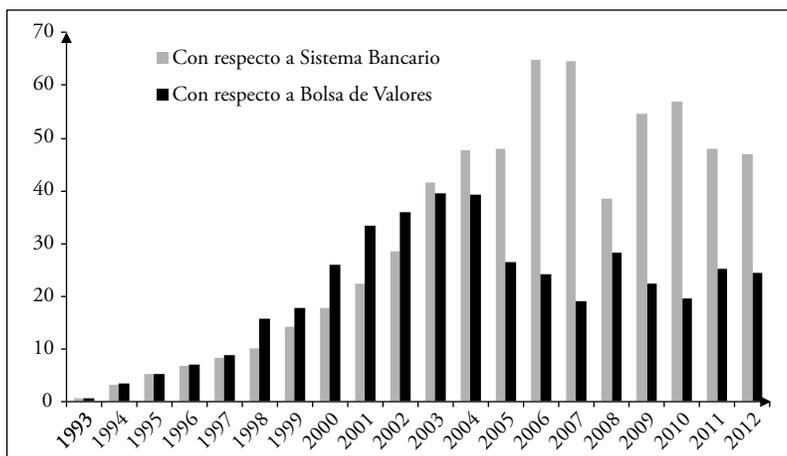
Fuente: SBS.

3.5 EL SPP Y EL MERCADO FINANCIERO PERUANO

La importancia relativa de los fondos acumulados por el SPP dentro del sistema financiero peruano puede ser medida de diversas maneras. Una manera —gráfico 3.3— es el tamaño relativo de dichos fondos respecto de las obligaciones totales del sistema bancario y de la capitalización de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), y otra manera —gráfico 3.4— es la importancia para los bancos y para la BVL de las inversiones que reciben del SPP, la cual puede entenderse como una medida o indicador de la dependencia que tienen el sistema bancario y el mercado bursátil del SPP.

En el caso del tamaño relativo del SPP —gráfico 3.3— podemos distinguir gruesamente dos subperiodos desde su creación hace veinte años, siendo el primero uno de rápida expansión, la cual se revierte en el segundo periodo. En el caso del tamaño relativo del SPP respecto a los bancos (medido como el ratio cartera administrada por las AFP/total de las obligaciones del sistema bancario con el sector privado), este crece persistentemente hasta el bienio 2006-2007, y llega a ubicarse en poco más de 60%, para luego decaer alrededor de 15 puntos porcentuales. El primer subperiodo refleja que la tasa de crecimiento de los fondos administrados por el SPP era mayor que la de los pasivos del sistema bancario, lo cual responde a la mayor velocidad de crecimiento del SPP, dado su minúsculo tamaño inicial, el cual se acelera aún más en el periodo 2005-2007. El segundo subperiodo se inicia en 2008 con una fuerte caída, para luego mostrar una importante recuperación. Es preciso en este caso hacer notar que, si consideramos el periodo de diez años 2003-2012, y dejamos de lado tres años que podemos considerar «atípicos» (2006-2008), se observa una estabilización alrededor del 45%, como sugiriendo que el ratio considerado debe converger hacia dicho valor en el largo plazo.

Gráfico 3.3
Tamaño relativo del SPP en el sector financiero
(1993-2012)



Fuentes: SBS, BVL.

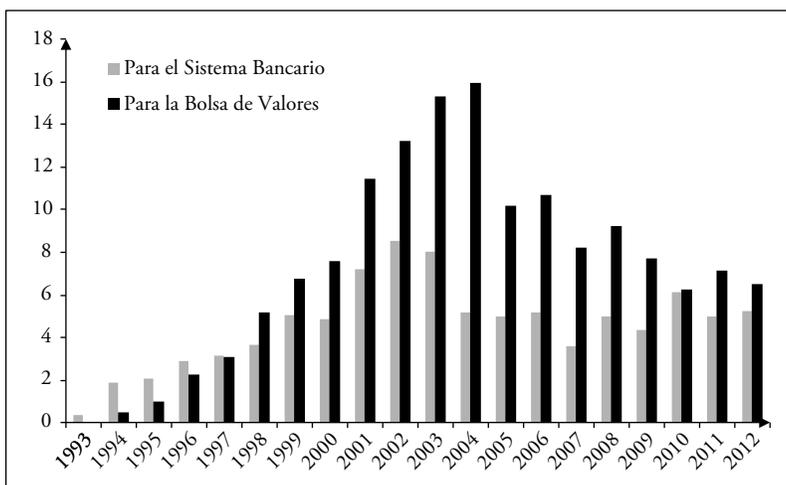
En el caso del tamaño relativo del SPP respecto al mercado bursátil (medido como el ratio cartera administrada por las AFP/capitalización total de la Bolsa de Valores de Lima), el subperiodo de rápida expansión es un poco más breve, y dura hasta el bienio 2003-2004, en que se estabiliza ligeramente por debajo del 40%, para luego perder alrededor de un tercio de su participación. En este caso, hay dos cuestiones cuyo interés debe resaltarse: primero, que la caída del tamaño relativo del SPP respecto al mercado bursátil se da dos años antes que la caída respecto al sistema bancario, lo cual tiene que ver con el aceleramiento del aumento del Índice General de la BVL a partir del segundo semestre de 2004, y que luego se convierte en una burbuja (entre enero de 2006 y julio de 2007 el Índice General de la BVL quintuplicó su valor); y, segundo, que —al igual que en el caso del sistema bancario— el ratio considerado tiende a estabilizarse, en este caso alrededor del 25% a partir del año 2005.

En cuanto a la importancia para los bancos y para la BVL de las inversiones que reciben del SPP —que puede entenderse, repetimos, como una medida de dependencia del sistema bancario y del mercado bursátil respecto del SPP— la situación es análoga a la del tamaño relativo del SPP; esto es, hay un subperiodo inicial de expansión, y un segundo subperiodo de retroceso. Como se puede observar en el gráfico 3.4, las inversiones del SPP en bancos como porcentaje del total de obligaciones del sistema bancario con el sector privado fueron en aumento hasta alcanzar un valor de 8% durante el bienio 2002-2003, para luego caer a un promedio relativamente estable de alrededor de 5%. Podríamos decir, entonces, que no se ha desarrollado una relación de mutua dependencia entre el SPP y la banca privada, y esta última no requiere los fondos del SPP para financiar sus actividades.

En relación con la inversiones del SPP en la Bolsa de Valores como porcentaje de la capitalización total de la BVL, en el cuadro 3.4 encontramos que este crece rápidamente hasta alcanzar un valor de 16% el año 2004, para caer bruscamente el año siguiente al 10%, manteniendo luego una tendencia a la baja, hasta ubicarse alrededor del 6% durante los últimos años. Una manera de ver la declinación que se observa después de 2004 es separar dos fases, de las cuales la primera dura hasta 2007, y que se explica básicamente por el notable crecimiento del Índice General de la BVL; y una segunda fase en la que prima una reasignación de las inversiones del SPP hacia el extranjero, las cuales aumentaron su participación de 8.5% el año 2006 a 29% el año 2012 (ver gráfico 3.2). De esta manera, al igual que la banca privada, la Bolsa de Valores de Lima no ha desarrollado una relación de mutua dependencia con los fondos del SPP, aunque en este caso no se da la simetría que se presenta en la relación entre el SPP y la banca privada: hacia el año 2012, las inversiones del SPP en la BVL representaban alrededor del 27%% de sus inversiones totales, pero solo 6% de la capitalización total de la BVL.

No obstante, hay una cuestión muy importante: las cifras que acabamos de revisar no logran captar cuál es la importancia que tiene para la BVL la relativa estabilidad de los fondos del SPP, en el sentido de que estos deben tener un comportamiento más estable y ser de particular importancia en momentos en que se sufran problemas de inestabilidad financiera vinculados a «corridas» bancarias o de capitales.

Gráfico 3.4
Importancia del SPP para la banca múltiple y para la Bolsa de Valores (1993-2012)



Fuentes: SBS, BVL.

La integración del SPP al sector financiero peruano —en particular, la banca privada— se da más bien por el lado de los grupos económicos a los que están vinculadas las AFP que operan en el país. En efecto, las cuatro AFP que operaban a fines del año 2012 están controladas por grupos o *holdings* que también manejan los bancos más importantes en el mercado financiero doméstico. Otra cuestión que debe resaltarse respecto a la relación entre el SPP y el sistema financiero peruano tiene

que ver con los accionistas de las AFP. Si bien los bancos no pueden intervenir directamente en el negocio de la administración de fondos de pensiones, y las AFP existentes se oponen a que se autorice a los bancos y a las compañías de seguros a administrar fondos de pensiones, al mismo tiempo las cuatro AFP existentes en diciembre de 2012 son propiedad de cuatro bancos locales (ver cuadro 3.12).

Cuadro 3.12
Accionistas del SPP peruano, diciembre 2012

AFP	Accionistas	País	%
Horizonte (Grupo Brescia)	Holding Continental S.A.	Perú	54.36
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	España	24.85
	Provida Internacional. S.A.	Chile	15.87
	Corporación General Financiera S.A.	España	4.91
Integra (Grupo Sura)	Grupo de Inversiones Suramericana Holanda B.V.	Colombia	13.68
	Pensiones Sura Perú S.A.		29.50
	Grupo Sura Latin American Holdings B.V.		36.82
	International Investments S.A.		20.00
	Otros		0.00
Prima (Grupo Romero)	Grupo Crédito S.A.	Perú	100.00
	Otros		0.00
Profuturo	Scotia Peru Holding S.A.	Canadá	99.99
	Otros		0.01

Fuente: Boletín informativo mensual SPP 2012.

La importancia de la vinculación de las AFP con los principales grupos económicos existentes en el país es documentada por Ortega y García (2013), quienes presentan casos que muestran la existencia de una clara preferencia por parte de las AFP por invertir en empresas vinculadas a su respectivo grupo económico.

3.6 EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES Y EL SECTOR PÚBLICO PERUANO

Otro tema vinculado a las características del SPP es su relación con las cuentas fiscales. Tal relación se puede dar a través de varios canales: el costo de cerrar parcialmente el sistema público, que resulta de la deuda que el Estado reconoció a los afiliados de dicho sistema que se pasaron al sistema privado; la mayor disponibilidad de fondos para el sector público, que resulta de la compra de deuda pública por las nuevas administradoras de fondos de pensiones; y el costo de incentivos tributarios que se han otorgado a las AFP. El análisis de este último asunto lo dejaremos para más adelante (ver el punto 4 del capítulo 4), por lo que aquí discutiremos el primer tema —que ha sido desarrollado parcialmente en el punto 2 del capítulo 2—, pero sobre todo, el segundo.

En el caso del primer asunto —sobre el costo de cerrar parcialmente el sistema público en 1993— la opción pertinente sería medir la tasa de descuento implícita que resulta de comparar las aportaciones de los afiliados al sistema público que se trasladaron al SPP, con el monto total de los bonos de reconocimiento que recibieron. La pertinencia de tal medida surge a partir de que representaría el rendimiento de las aportaciones reconocido por el Estado. Aunque —según lo argumentado en el punto 2.2— dicho rendimiento muy probablemente fue negativo en términos reales, debemos reconocer que tal cálculo es básicamente imposible. A pesar de ello, hemos presentado varios argumentos que apuntan en esa dirección, y que conciernen al monto total de bonos emitidos, la serie de condiciones que debían satisfacer los trabajadores para hacerse acreedores a tales bonos, el hecho de que el rendimiento real de tales bonos no puede ser mayor que cero³, y que el plazo de

³ Pues sus valores nominales son reajustados, pero únicamente por la tasa de inflación de precios.

vencimiento promedio es de unos veinte años. Todo ello respalda nuestro argumento de que la creación del SPP en el Perú fue el producto no solo de una opción ideológica, sino también de una decisión práctica, que buscaba reducir la deuda pública, la cual en parte explica el interés del FMI en el tema (véase anexo 2.1 en el capítulo 2). De hecho, estimaciones hechas por la AIOS de los costos para el Estado de la emisión de «bonos de reconocimiento» (en el caso de Perú y Chile) y del pago de «prestaciones compensatorias» (en el caso de Argentina), muestran claramente que es el Estado peruano el que tiene que afrontar los costos más bajos en términos de porcentaje del PBI (véase AIOS, 1996, pp. 78-82). La comparación con Chile es la más fácil de hacer. Puede apreciarse que el mayor costo para el Estado chileno resulta del mayor porcentaje de la fuerza de trabajo que se hizo acreedora a los bonos de reconocimiento, pero también al hecho de que dichos bonos pagan un interés real anual de 4%, mientras que en el caso peruano dicha tasa es nula.

En el caso del segundo tema —la mayor disponibilidad de fondos para el sector público que resulta de la compra de deuda pública por las AFP— en el cuadro 3.13 encontramos que —dejando de lado a Argentina, que para entonces ya había cerrado su sistema privado, y considerando solamente los ocho países restantes— el sector público peruano era en 2010 el que menos dependía del SPP para el financiamiento de su deuda, ya que solo el 13.7% de la deuda pública estaba en manos del SPP. Por otro lado, tal como podemos ver en el gráfico 3.5, menos del 20% de los fondos del SPP estaba colocado en deuda pública, siendo también la cifra más baja entre los países latinoamericanos considerados en el gráfico. El valor relativamente bajo de ambas cifras y la poca diferencia entre ambas (unos cinco puntos porcentuales) sugieren que existe una suerte de independencia financiera entre el SPP y el sector público.

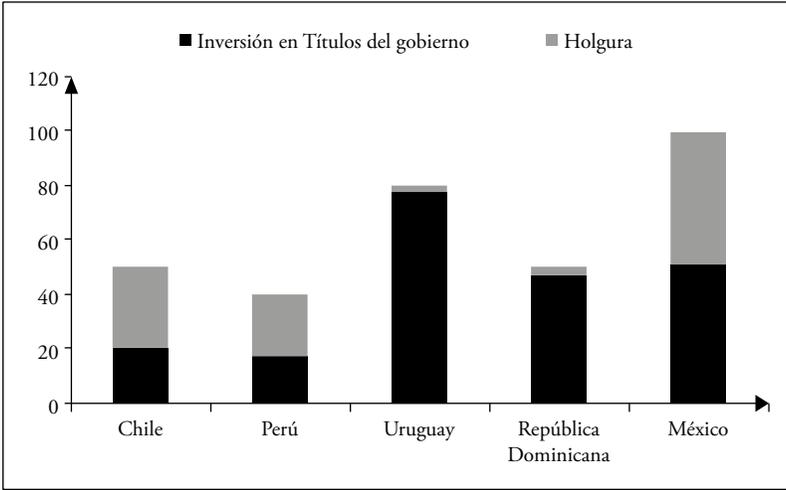
Cuadro 3.13
Inversiones de los SPP en títulos del gobierno
como porcentaje de la deuda pública de países
latinoamericanos en 2010

País	Participación
Bolivia	62.5
Chile	53.5
El Salvador	46.5
México	38.5
Uruguay	33.6
Colombia	19.0
Costa Rica	17.3
Perú	13.7
Argentina	9.1
Total	21.5

Fuente: AIOS.

Sin embargo, nuevamente, si hacemos la comparación con los demás países de América Latina presentados en el gráfico 3.5, resulta que el SPP peruano es el que tiene el límite de inversión en títulos de la deuda pública más bajo (40%). Los pros y contras de una situación como esta podrían discutirse un poco, pero aquí nos limitaremos a señalar que aunque puede ser riesgoso prestarle al gobierno en un país como el nuestro, el criterio básico del SPP para decidir cómo colocar sus fondos debe ser la maximización de la rentabilidad esperada (dado un nivel de riesgo), y que la aplicación de dicho criterio no necesariamente implica que el SPP debe prestarle menos al sector público.

Gráfico 3.5
Inversiones de los SPP en títulos del gobierno como porcentaje de fondo total y límites máximos de inversión en diez países latinoamericanos - 2011



Fuente: organismos supervisores de cada país (ver anexo 3.3).

3.7 LA RENTABILIDAD DEL SPP PERUANO

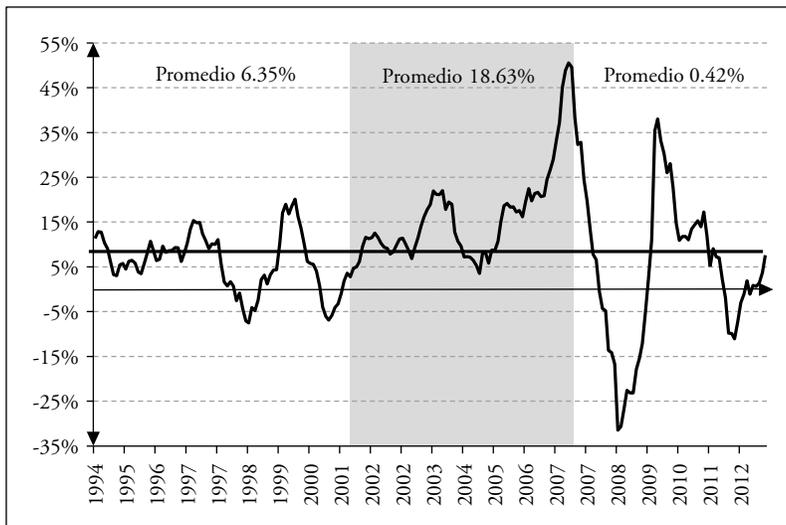
La medición de la rentabilidad del SPP peruano es de particular importancia para nuestro estudio, pues podemos usarla como medida de su eficiencia, que es un propósito central de este libro. En principio, la medición de la rentabilidad del SPP debería ser algo sencillo, pero eso no es necesariamente cierto, pues se pueden considerar diferentes periodos; diferentes niveles de agregación según tipo de fondo (tipo 1, tipo 2, tipo 3 y total) y según institución (cada una de las AFP y el SPP en su conjunto); diferentes unidades de medida según moneda (soles nominales y soles reales); y distintas definiciones de rentabilidad según se consideren o no los costos de administración (rentabilidad neta y rentabilidad bruta); etcétera.

Con el propósito de tener una primera visión rápida de la rentabilidad anual real del conjunto del SPP, consideraremos acá los primeros veinte años de su funcionamiento (1993-2012). Esta rentabilidad es medida por la SBS básicamente a partir la evolución del valor cuota y del índice de precios. El valor cuota inicial en junio de 1993 fue de 10 soles, y había alcanzado los 108.90 soles en octubre de 2012, mientras que el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) subió en un 160% durante el mismo periodo. El aumento del valor cuota implica un rendimiento nominal promedio de aproximadamente 12.7% anual durante esos veinte años; y si tomamos en cuenta el aumento del IPC, el rendimiento real promedio resulta ser 7.4% anual, cifra que aparece como razonable. Sin embargo, debemos notar que en su medición no se han tomado en cuenta los costos de administración de los fondos (o sea, las comisiones cobradas por las AFP), los cuales introducen una brecha entre la rentabilidad producida por las AFP (o rentabilidad bruta) y la rentabilidad percibida por los afiliados (o rentabilidad neta). Esta observación nos lleva a distinguir entre la rentabilidad bruta y la rentabilidad neta, siendo esta última la que toma en cuenta que —en lo que a lo que a un afiliado concierne— el monto total de su depósito (inversión) incluye no solo su aporte, sino también las comisiones que debe pagar.

Pero dejaremos para más adelante —el capítulo 5— la discusión y medición de la rentabilidad neta, pues previamente interesa analizar en detalle el comportamiento de la rentabilidad real del SPP, tal como es medida por la SBS, y que corresponde a nuestro concepto de rentabilidad bruta real. En el gráfico 3.6 presentamos observaciones mensuales de la rentabilidad bruta real anual del SPP entre agosto de 1994 y octubre de 2012⁴. La primera característica es el valor promedio de 8.19% anual (marcado por línea horizontal continua en el gráfico 3.6), cifra relativamente cercana al estimado dado en el párrafo anterior (7.4%).

⁴ Nótese que las rentabilidades que se presentan en el gráfico son las acumuladas durante los doce meses previos. La rentabilidad acumulada desde la creación del SPP es presentada más adelante en el gráfico 5.1.

Gráfico 3.6
La rentabilidad bruta real anual del SPP en el Perú
agosto 1993-diciembre 2012



Fuente: SBS.

Una segunda característica es la existencia de tres subperiodos, que están marcados en el gráfico 3.6, y cuyas propiedades son resumidas en el cuadro 3.14. El primer subperiodo dura hasta agosto de 2001, y en su segunda mitad refleja los efectos de la crisis asiática, a pesar de lo cual logra alcanzar una rentabilidad promedio de 6.35%. El segundo subperiodo comprende siete años, desde setiembre de 2001 hasta julio de 2007, con una rentabilidad promedio de 18.63%; y el tercer subperiodo dura cinco años, desde agosto 2007 hasta octubre 2012, con una rentabilidad promedio básicamente nula (0.4%)⁵.

⁵ Debemos recalcar que los promedios anuales que presentamos para los periodos correspondientes resultan de componer las tasas anuales y hallar la raíz correspondiente.

Cuadro 3.14
La rentabilidad real del SPP en el Perú, 1993-2012,
tres subperiodos

Periodo	Tasa anual promedio	Número de años
Agosto 1993 - agosto 2001	6.32	8
Setiembre 2001 - julio 2007	19.17	7
Agosto 2007 - octubre 2012	0.22	5
1993 - 2012	8.19	20

Fuente: SBS.

La tercera característica que debe llamar la atención es la elevada volatilidad de la rentabilidad del SPP, sobre todo durante los últimos seis años del periodo considerado; así, el rango de esta variable —medido como la diferencia entre el valor más alto (51.36, en junio de 2007) y el más bajo (-31.47, en octubre de 2008), resulta ser de más de 80 puntos porcentuales. Esto es particularmente remarcable porque, si bien se trata de observaciones mensuales, cada una corresponde a un acumulado de doce meses, una suerte de promedio que debe tener una variabilidad mucho menor que la que corresponde a observaciones individuales. Otra evidencia de volatilidad radica en que casi la quinta parte de las 219 observaciones mensuales tienen valores negativos. Esta volatilidad es particularmente peligrosa para los afiliados a punto de cumplir los 60 años, y que deben necesariamente trasladarse a un fondo tipo 1 (de preservación de capital), en el cual se verían imposibilitados de recuperar una fuerte pérdida de capital que pueden haber sufrido en el fondo tipo 2, como resultado de la volatilidad de los fondos invertidos en instrumentos de renta variable. Esto no implica que los afiliados al fondo tipo 1 y próximos a jubilarse estén inmunizados contra todo tipo de volatilidad, pues en ese caso siempre existe la posibilidad de sufrir pérdidas de capital importantes como resultado de un brusco aumento en la tasa de inflación de precios.

Por último, y asociado al asunto de la volatilidad, está el hecho de que los tres periodos de rendimiento negativo de los fondos del SPP (año 1998, bienio 2000-2001, y desde 2007) están asociados a crisis internacionales (la crisis asiática, la crisis de la deuda argentina y el *dot.com bubble*, así como la Gran Recesión que se inicia en 2007, respectivamente), y a que la vinculación del SPP con el resto del mundo se da no solo a través de sus inversiones en el extranjero, sino por sus inversiones en la BVL, la cual es altamente sensible a los eventos económicos internacionales, particularmente los precios de minerales.

Finalmente, debemos reconocer que —tal como se puede observar en el cuadro 3.15— la rentabilidad real del SPP peruano no se compara negativamente con la de otros países de la región. Sin embargo, debemos resaltar que la rentabilidad medida en el cuadro 3.15 es la rentabilidad bruta, que no toma en cuenta las comisiones que cobran las AFP peruanas y resulta más elevada que las de otros países.

Cuadro 3.15
Rentabilidad real histórica del SPP en varios
países latinoamericanos

País (Periodo)	Rentabilidad Histórica (%)
Colombia (1994-2010)	11.0
Uruguay (1996-2010)	9.3
Chile (1981-2010)	9.2
Argentina (1994-2008)	9.2
Perú (1993-2010)	9.0
Bolivia (1997-2010)	7.3
Nota: en Chile se trata del fondo tipo C y en el Perú, del fondo tipo 2.	

Fuente: AIOS.

3.8 LA RENTABILIDAD DEL SPP Y DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA

Una cuestión de gran importancia al evaluar la rentabilidad del SPP es compararla con la rentabilidad de activos alternativos que pudieran estar al alcance de los ahorristas peruanos. Existen varias posibilidades de comparación, tales como la Bolsa de Valores de Lima, las cuentas de depósitos de compensación por tiempo de servicios (depósitos CTS), y las acciones de las mismas AFP. Otra posibilidad serían los fondos mutuos que operan en el país, pero estamos dejando de lado este punto, pues carecemos de suficiente información.

La primera opción es presentada en el gráfico 3.7, en el que contrastamos la evolución mensual del valor cuota del fondo tipo 2 del SPP con el Índice General de la BVL durante el periodo agosto de 1993 y diciembre de 2012. Lo que podemos observar es que ambas series evolucionan de manera básicamente paralela, lo cual se evidencia claramente en el comportamiento de las correspondientes líneas de tendencia⁶. Las ecuaciones adjuntas a las series sugieren que la tasa de crecimiento del Índice General de la BVL es ligeramente mayor que la del valor cuota del fondo tipo 2⁷, pero la calidad del ajuste (medida por el R^2) de la segunda serie es mucho mayor, lo cual implica dos cosas: primero, que estadísticamente ambas tasas son básicamente iguales⁸, y segundo, que el comportamiento del Índice General de la BVL es mucho más volátil que el del valor cuota del fondo tipo 2.

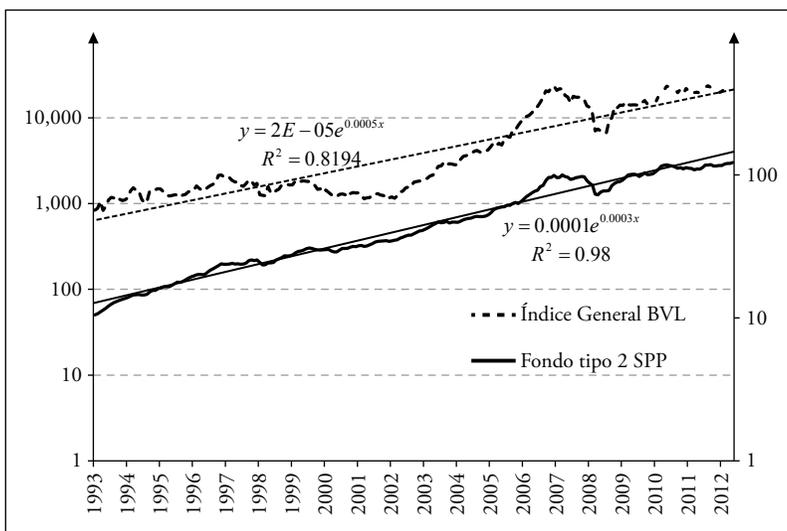
⁶ Debemos resaltar que el Índice General de la BVL es medido en el eje izquierdo, mientras que el valor cuota del fondo tipo 2 usa el eje derecho, y que ambos ejes están trazados en escala logarítmica.

⁷ Las tasas de crecimiento a las que nos referimos aparecen como los exponentes de la base de logaritmos naturales (e) en cada ecuación, y en este caso equivalen a 0.05% y 0.03% mensual.

⁸ No hemos realizado la prueba t correspondiente, pero parece obvio que la hipótesis de igualdad debe poder aprobarse con un nivel de significancia (o probabilidad de error) de 10% o menos.

Lo que estos resultados nos sugieren es que, al costo de una mayor volatilidad (esto es, mayor riesgo), mantener fondos en una cartera similar a la usada para la medición del Índice General de la BVL nos habría permitido obtener una rentabilidad similar a la obtenida al mantenerlos en el SPP, lo cual implica que la calidad administrativa de las AFP no les permite superar el rendimiento promedio del mercado de valores peruano. Esto —a su vez— implica que una opción que se debería abrir a los afiliados al SPP es la de fondos indexados (*index funds*), que con un costo de administración mucho más bajo les permita obtener la misma rentabilidad en el largo plazo.

Gráfico 3.7
Evolución comparada del valor cuota del fondo tipo 2 del SPP
y del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima-1993-2012



Fuentes: SBS, BVL.

3.9 LA RENTABILIDAD DEL SPP Y DE LAS CUENTAS CTS

Otro tipo de comparación que nos permite evaluar la eficiencia relativa de las AFP concierne a los intereses pagados por las instituciones financieras domésticas sobre cuentas por compensación por tiempo de servicios (CTS). En este caso, tal comparación es presentada en el cuadro 3.16 para el periodo 2003-2012, y se realiza con las tasas de interés promedio de cuentas CTS tanto en cajas municipales como en cajas rurales. Lo que se encuentra es una ligera diferencia a favor del SPP, pero esta virtud se ve en gran medida contrarrestada por la gran volatilidad que presenta. Obviamente, podría argumentarse que deberíamos comparar la rentabilidad del SPP no solo con los intereses pagados por las cajas sino también por los bancos, pero eso no resulta pertinente si lo que buscamos es remarcar que existen alternativas al SPP que son ventajosas para sus afiliados. Una segunda observación podría ser que los depósitos CTS no están totalmente cubiertos por el seguro de depósitos del Banco Central, pero eso justamente refleja nuestro argumento de que uno de los objetivos de la reforma del sistema de pensiones fue descargar sobre los asalariados todos los costos vinculados a tal sistema, entre ellos, todos los riesgos que pudieran existir.

Cuadro 3.16
Rentabilidad nominal fondo tipo 2 del SPP y de las cuentas CTS, 2003-2012

Año	Fondo tipo 2 SPP	Cuenta CTS cajas municipales	Cuenta CTS cajas rurales
2003	24.6	14.9	17.2
2004	8.6	14.1	16.6
2005	20.2	12.6	13.5
2006	29.0	12.1	10.5
2007	25.5	11.8	14.2
2008	-21.5	12.3	14.6
2009	33.2	11.6	13.7
2010	16.4	10.7	13.7
2011	-6.9	11.0	12.0
2012	11.3	9.7	12.0
Promedio anual	13.8	12.1	12.8

Fuente: SBS, cálculos propios.

3.10 LA RENTABILIDAD DEL SPP Y LA RENTABILIDAD PRIVADA DE LAS AFP

Un tercer tipo de comparación que puede hacerse para evaluar la calidad del servicio prestado por las AFP es cotejar la rentabilidad del SPP con la rentabilidad privada de las propias AFP. Como veremos, el hecho de que se trata de un mercado cautivo y oligopólico, con una relación totalmente asimétrica entre AFP y afiliados, se va a reflejar en una rentabilidad de las AFP que es mucho mayor que la rentabilidad que obtienen los afiliados al SPP. Esto ha llevado a un colega nuestro a sugerir que parte de los fondos de pensiones se inviertan en acciones de las propias AFP.

Las cifras sobre utilidades de las AFP en su conjunto son presentadas en el cuadro 3.17, en el que encontramos que, si bien estas fueron negativas durante el periodo inicial 1993-1996, como resultado de los gastos o costos iniciales incurridos en la creación de las empresas, una vez que se hicieron positivas en 1997, las utilidades operativas empezaron a crecer rápidamente hasta alcanzar un total de 524.6 millones de soles en 2012. A lo largo de esos veinte años, sin embargo, hubo un par de *shocks* que debemos remarcar por lo que revelan en relación con el poder oligopólico de las AFP. El primero la observamos en el año 2000, cuando el sistema se consolida en solo cuatro AFP, lo cual les permitió incrementar sus utilidades operativas en un 140% en solo un año. El segundo *shock* ocurrió durante el bienio 2005-2006, durante el cual las AFP vivieron una experiencia traumática como resultado de la guerra de precios que se desató con la entrada en el mercado de la nueva AFP Prima, de tal forma que entre los años 2004 y 2006, las AFP en su conjunto pasaron de ganar 404 millones a perder 13 millones de soles. Sin embargo, con la absorción de la AFP Nueva Vida por Prima, el sistema se vuelve a consolidar de inmediato en solo cuatro AFP, y las utilidades operativas retoman su tendencia creciente, hasta alcanzar un valor récord de casi 525 millones de soles en 2012.

Cuadro 3.17
Utilidades operativas y utilidades netas de las AFP, 1993-2012
(millones de soles y de soles de 2012)⁹

Año	Utilidades operativas		Utilidades netas	
	Millones de soles	Millones de soles de 2012	Millones de soles	Millones de soles de 2012
1993	-57.1	-148.2	-57.1	-148.2
1994	-88.7	-186.0	-88.7	-186.0
1995	-38.4	-72.5	-38.4	-72.5
1996	-46.5	-78.6	-55.0	-93.1
1997	14.6	22.7	15.4	23.9
1998	31.1	45.1	31.8	46.2
1999	88.3	124.0	88.9	124.9
2000	219.9	297.6	185.7	251.4
2001	261.8	347.5	210.3	279.2
2002	277.9	368.2	217.6	288.3
2003	287.7	372.7	251.8	326.1
2004	323.2	404.0	233.0	291.1
2005	265.0	325.9	218.7	268.9
2006	-10.8	-13.1	49.3	59.5
2007	76.5	90.6	164.3	194.6
2008	223.7	250.5	4.4	4.9
2009	312.5	339.9	377.1	410.3
2010	347.6	372.4	240.5	257.7
2011	423.2	438.7	310.5	321.8
2012	524.6	524.6	374.5	374.5
Total 1993-2012	3,436.0	3,826.1	2,734.5	3,023.6

Fuente: SBS, BVL.

Si pasamos ahora de considerar el monto de las utilidades de las AFP a medir su tasa de rentabilidad, observaremos que las elevadas comisiones permitieron a las AFP alcanzar rentabilidades mucho más

⁹ Hemos obtenido las cifras correspondientes a las utilidades medidas en soles del año 2012, dividiendo los montos nominales entre un índice de precios cuyo valor es igual a uno el año 2012, el cual, a su vez, ha sido elaborado sobre la base de los Índices de Precios al Consumidor de Lima publicados por el INEI.

altas que las obtenidas por los afiliados a los fondos de pensiones que ellas mismas administran. En efecto, si medimos la rentabilidad de una AFP como el ratio utilidades operativas/patrimonio, en el cuadro 3.18 encontramos que durante el periodo 1998-2012, la tasa de rentabilidad promedio de las AFP que operan en el mercado se mantuvo por encima de la rentabilidad promedio del fondo tipo 2 del SPP durante once de los quince años considerados¹⁰. Es más, si comparamos los promedios simples, la rentabilidad privada de las AFP (40.2%) triplica la rentabilidad de los fondos de pensiones que administraban (14.6%).

Cuadro 3.18
Rentabilidad nominal promedio de las AFP comparada con la de los fondos de pensiones, 1998-2012

Año	Rentabilidad promedio AFP	Rentabilidad fondo tipo 2 SPP
1998	22.5	1.0
1999	13.3	23.1
2000	70.4	-3.3
2001	73.9	10.9
2002	74.0	12.9
2003	67.0	24.2
2004	72.8	9.3
2005	49.8	20.2
2006	-1.5	28.3
2007	8.6	25.0
2008	26.1	-21.9
2009	27.5	33.2
2010	26.1	18.4
2011	35.2	-7.1
2012	37.5	11.8
Promedio Simple	40.2	12.4

Fuente: SBS.

¹⁰ Tal promedio se obtuvo como el ratio entre la suma de las utilidades operativas de las AFP que operan en el mercado y la suma de sus patrimonios.

Dado que en el cuadro 3.18 se puede objetar la manera en que se calcula la rentabilidad de las AFP, y también la pertinencia de compararla con la rentabilidad de los fondos del SPP, podemos considerar otro tipo de comparación que no está sujeta a dichas objeciones. Nos referimos a contrastar la evolución de los precios en bolsa de las acciones de las AFP con el valor cuota del fondo de pensiones tipo 2 del SPP, tal como se hace en cuadro 3.19 para el periodo 1993-2012. Si bien esta opción tiene sus limitaciones por el escaso número de transacciones en bolsa de las acciones de las AFP, de tal manera que hemos podido obtener observaciones para solo dos de las AFP, y que no cubren completamente todo el periodo considerado, es pertinente hacer notar que, partiendo de sus valores iniciales en el año 1993, catorce años después (2007), el valor cuota del fondo tipo 2 del SPP se había multiplicado por 7.34, el valor de una acción de la AFP Integra por 19.01, y el valor de una acción de la AFP Profuturo por 17.00 (ver cuadro 3.19). La diferencia es, pues, muy clara.

Pero la rentabilidad obtenida por las AFP resultó sumamente elevada no solo cuando la comparamos con la obtenida por los trabajadores afiliados al SPP, sino también cuando la cotejamos con la de otras empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. En efecto, tal como podemos ver en el cuadro 3.20, si calculamos la rentabilidad de todas las AFP como si fueran una sola empresa —esto es, encontrando el ratio entre el total de sus utilidades y el total de sus patrimonios—, hallamos que durante el periodo 2000-2012 las AFP estuvieron en el diez% (decil) superior de empresas más rentables durante siete de los trece años considerados, llegando a ocupar el primer lugar durante el bienio 2000-2001.

Cuadro 3.19
Evolución comparada del valor cuota del fondo tipo 2
con la cotización en bolsa de las acciones de las AFP Integra
y Profuturo, 1993-2012

Año	SPP fondo tipo 2	Acciones AFP Integra	Acciones AFP Profuturo
1993	10.0	100.0	1.0
1994	14.4		
1995	16.8	280.0	
1996	19.8	289.0	1.9
1997	23.4		2.0
1998	23.6	1,467.0	2.1
1999	29.0	1,535.0	2.1
2000	28.2	1,535.0	2.6
2001	31.3	1,373.0	17.7
2002	35.3	1,265.7	17.8
2003	43.9	1,600.0	17.8
2004	47.9	1,615.0	18.3
2005	48.3		14.0
2006	58.9		14.0
2007	73.4	1,901.0	17.0
2008	57.2	3,043.3	
2009	76.3	3,043.3	
2010	90.0	3,043.3	
2011	83.7	1,655.0	
2012	93.4		

Fuentes: SBS; Vademécum Bursátil BLV y Superintendencia del Mercado de Valores.

Cuadro 3.20
La rentabilidad de las AFP comparada con otras empresas
que cotizan en bolsa, 2000-2012

Año	Puesto de orden	Total de empresas en BVL	Posición relativa (percentil)
2000	1	204	1
2001	1	198	1
2002	4	190	3
2003	2	190	2
2004	3	192	2
2005	12	203	6
2006	140	197	72
2007	82	201	41
2008	176	225	79
2009	20	227	9
2010	85	227	38
2011	47	232	21
2012	27	235	12

Fuente: BVL.

Si, como parece, la situación que se presenta es que las AFP, con la anuencia de las autoridades y la pasividad de sus afiliados, cobran comisiones excesivas, podríamos preguntarnos también qué les ha permitido a las AFP alcanzar esta suerte de prerrogativa. Una posible respuesta es su poder oligopólico, que han conseguido al estar favorecidas por el hecho de que —si hacemos una comparación con otros países latinoamericanos que cuentan con un sistema privado de pensiones— han sido relativamente pocas las que han estado operando en el Perú, tal como se puede observar en el cuadro 3.21.

Otra posible explicación tendría que ver con el poder político de sus propietarios, los consorcios bancarios, cuyo *lobbying* ha resultado muy efectivo para afectar la política económica de distintos gobiernos. Recordemos también que luego del intento del gobierno aprista de tomar la banca privada en 1987, el frente político Movimiento Libertad, liderado por el escritor Mario Vargas Llosa, convirtió a los bancos en los héroes de la lucha por la independencia y la democracia, en contra de un gobierno sumamente desprestigiado (véase Vargas Llosa, 1993, especialmente el capítulo 2).

Cuadro 3.21
Número de administradoras en países de Latinoamérica
(2010)

País	Número de administradoras
México	16
Costa Rica	8
Colombia	6
Chile	5
Rep. Dominicana	5
Perú	4
Uruguay	4
Bolivia (1)	2
El Salvador	2
Panamá	2
(1) Corresponde al año 2009	

Fuente: AIOS.

3.11 LOS COSTOS DE ADMINISTRACIÓN DEL SPP PERUANO

Por último, es importante revisar también algunas cifras sobre las comisiones cobradas por las AFP. Esta información es primordial, pues la rentabilidad neta del SPP —que es el indicador de eficiencia que nos interesa— depende tanto de la rentabilidad bruta que producen las AFP, como de las comisiones cobradas a los afiliados. En primer lugar, debemos resaltar que las AFP han estado autorizadas por ley a cobrar hasta tres tipos de comisiones: una comisión fija, una comisión variable como porcentaje de la remuneración asegurable del afiliado y otra comisión variable como porcentaje del saldo administrado¹¹. Tal como se puede observar en el cuadro 3.22, inicialmente las AFP cobraron los dos primeros tipos de comisiones, pero desde 1997 dejaron de cobrar la comisión fija, la cual representaba una mayor carga para los trabajadores de menores ingresos. Por su parte, la comisión variable alcanzó su promedio más elevado hacia el bienio 2000-2001, y ha tendido a decrecer desde entonces, aunque no de manera consistente. El comportamiento de la prima de seguro de vida ha evolucionado de manera similar, sobre todo a partir de 1995, lo cual en cierta medida refleja que las compañías de seguros que venden dichas primas están estrechamente vinculadas con las AFP que operan en el mercado.

Pero es importante notar que la tendencia a la baja de las comisiones variables cobradas por las AFP no necesariamente implica una mayor competencia o una menor rentabilidad para ellas. Una manera de mostrar esto es comparando el ingreso por comisiones con las utilidades operativas de las AFP. Como se puede ver en la última columna del cuadro 3.22, hacia el año 2000, casi la mitad (45%) de los ingresos por comisiones (o por ventas) de las AFP se habían convertido en utilidades. A partir de entonces, y exceptuando un periodo de tres años relacionados con la conmoción que significó la entrada en el mercado de la AFP Prima (2006-2008), dicha participación se ha mantenido

¹¹ DL 25897, art. 24.

alrededor de dicho nivel. Seguramente se puede tratar de dar una serie de explicaciones sobre por qué tan alto porcentaje (casi el 50%) de los ingresos por ventas se convierte en utilidades de las AFP, pero lo más plausible es atribuirlo al poder oligopólico de dichas empresas y al carácter cautivo del mercado en que operan.

Cuadro 3.22
Comisiones, ingresos por comisiones y utilidades de AFP, 1993-2012

Año	Comisiones y prima			Cuentas AFP		
	Comisión fija (S/.)	Comisión variable (%)	Prima de seguro (%)	Ingreso por comisiones (millones S/)	Utilidad operativa (millones S/)	Utilidad/ ingreso por comisiones (%)
1993	0.9	0.6	2.3	1	-64	-
1994	2.4	2.0	2.0	67	-89	-
1995	3.1	2.0	1.1	142	-38	-
1996	3.2	2.0	1.3	225	-46	-
1997	0.0	2.3	1.4	330	15	4
1998	0.0	2.3	1.4	399	31	8
1999	0.0	2.3	1.4	435	88	20
2000	0.0	2.4	1.3	490	220	45
2001	0.0	2.4	1.4	505	262	52
2002	0.0	2.3	1.3	532	278	52
2003	0.0	2.3	0.9	562	288	51
2004	0.0	2.3	0.9	599	323	54
2005	0.0	2.0	0.9	627	265	42
2006	0.0	1.8	0.9	506	-11	-2
2007	0.0	1.8	0.9	639	76	12
2008	0.0	1.9	0.9	749	224	30
2009	0.0	2.0	1.0	797	312	39
2010	0.0	2.0	1.1	847	348	41
2011	0.0	1.9	1.4	975	423	43
2012	0.0	1.8	1.3	1,114	525	47

Fuente: SBS.

Si bien cuando comparamos la rentabilidad bruta del SPP peruano con la de otros países de América Latina encontramos que su rentabilidad real se mantiene a la par con la de los demás países (cuadro 3.15), al examinar las comisiones medidas como porcentaje de la recaudación, lo que encontramos es que las AFP peruanas generalmente cobran las comisiones más elevadas (y si medimos las comisiones no como porcentaje del ingreso de los afiliados sino como fracción de las aportaciones capitalizables, la situación no es muy diferente). Este resultado es presentado en el cuadro 3.23 para el año 2009.

Cuadro 3.23
Ingresos por comisiones como porcentaje de las aportaciones
en diez países latinoamericanos, 2009.

País	Comisión/ recaudación
Rep. Dominicana	17.2
Perú	16.6
México	16.4
Chile	14.5
Costa Rica	13.4
El Salvador	13.1
Uruguay	11.8
Colombia	9.6
Bolivia	4.6
Panamá	0.1

Fuente: AIOS.

ANEXO 3.1

CIFRAS ORIGINALES EMPLEADAS EN CUADRO 3.1

Año	PBI	Fondo SPP	Afiliados a SPP	Tipo de Cambio
	Millones de nuevos soles		Miles	N. soles x \$
1993	69,262	62	626	1.99
1994	98,577	567	961	2.20
1995	120,928	1,348	1,130	2.26
1996	137,081	2,468	1,550	2.45
1997	157,533	4,108	1,736	2.66
1998	166,282	5,396	1,980	2.93
1999	174,422	8,344	2,222	3.38
2000	186,141	9,599	2,472	3.49
2001	189,213	12,350	2,732	3.51
2002	199,650	15,754	2,994	3.52
2003	213,425	21,844	3,193	3.48
2004	237,902	25,651	3,397	3.41
2005	261,653	32,223	3,637	3.30
2006	302,255	45,547	3,882	3.28
2007	335,529	60,406	4,101	3.13
2008	371,073	49,380	4,296	2.93
2009	382,318	68,595	4,458	3.01
2010	434,738	86,391	4,642	2.83
2011	486,322	81,881	4,928	2.76
2012	526,036	95,907	5,268	2.64

Fuentes: BCRP y SBS.

ANEXO 3.2

SPP cartera administrada por tipo de instrumento, 1993-1997
(fin de periodo, millones de nuevos soles)

	1993	1994	1995	1996	1997
I. INVERSIONES LOCALES	62	567	1,348	2,468	4,108
1. Gobierno	20	148	300	15	13
Certificados del BCRP	12	114	276	0	0
Bonos del Gobierno Central	8	34	23	15	13
Bonos Brady	0	0	0	0	0
2. Sistema financiero	42	318	676	1,121	1,796
Certificados y depósitos a plazo (1)	38	196	364	622	1,024
Bonos de arrendamiento financiero	4	60	121	120	268
Bonos subordinados	0	55	171	327	423
Otros bonos sector financiero	0	0	0	0	0
Letras hipotecarias	0	7	8	14	19
Bonos hipotecarios	0	0	0	0	0
Pagarés	0	0	11	37	62
Acciones y val. repre. acciones (2)					
3. Empresas no financieras	0	98	372	1,332	2,298
Papeles comerciales	0	0	0	0	16
Bonos de empresas no financieras	0	19	128	545	854
Bonos para nuevos proyectos	0	0	0	0	0
Acciones y val. repre. acciones (2)	0	80	244	787	1428

	1993	1994	1995	1996	1997
4. Fondos de inversión	0	0	0	0	0
Cuotas de fondos de inversión	0	0	0	0	0
Bonos de fondos de inversión	0	0	0	0	0
5. Sociedades tituladoras	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	0	0	0	0	0
6. Operaciones de reporte	0	2	0	0	0
II. INV. EN EL EXTERIOR	0	0	0	0	0
1. Gobierno	0	0	0	0	0
Títulos de deuda	0	0	0	0	0
2. Sistema financiero	0	0	0	0	0
Bonos de agencias					
Acciones y val. repre. acciones (3)					
3. Empresas no financieras	0	0	0	0	0
Acciones y val. repre. acciones (3)	0	0	0	0	0
4. Administradoras de fondos	0	0	0	0	0
Fondos mutuos	0	0	0	0	0
III. OPER. EN TRÁNSITO	0	0	0	0	0
TOTAL	62	567	1,348	2,468	4,108
Fondo de pensiones	62	567	1,348	2,468	4,108

SPP cartera administrada por tipo de instrumento, 1998-2003
(fin de periodo, millones de nuevos soles)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I. INVERSIONES LOCALES	5,461	8,424	9,050	11,821	14,755	20,084
1. Gobierno	270	598	875	1,717	2,060	4,295
Certificados del BCRP	0	88	264	396	426	930
Bonos del Gobierno Central	270	94	99	781	1,373	2,842
Bonos Brady	0	417	512	540	262	523
2. Sistema Financiero	2,316	3,302	3,300	4,640	6,410	6,626
Certificados y depósitos a plazo (1)	1,241	1,861	1,464	2,834	4,040	3,629
Bonos de arrendamiento financiero	563	913	1,229	1,137	672	463
Bonos subordinados	468	407	416	383	289	329
Otros bonos sector financiero	0	96	183	270	264	283
Letras hipotecarias	19	16	8	4	3	2
Bonos hipotecarios	0	0	0	12	12	13
Pagarés	25	9	0	0	0	0
Acciones y val. repre. acciones (2)					1,130	1,908
3. Empresas no financieras	2,811	4,437	4,614	5,126	5,912	8,599
Papeles comerciales	0	15	105	250	261	131
Bonos de empresas no financieras	1,025	1,285	1,701	1,710	1,727	2,397
Bonos para nuevos proyectos	0	0	0	73	91	145
Acciones y val. repre. acciones (2)	1,786	3,137	2,808	3,093	3,832	5,926
4. Fondos de inversión	44	49	65	63	124	228
Cuotas de fondos de inversión	44	49	58	56	117	228
Bonos de fondos de inversión	0	0	7	7	7	0
5. Sociedades tituladoras	21	38	196	275	249	336
Bonos de titulización	21	38	196	275	249	336

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
6. Operaciones de reporte	0	0	0	0	0	0
II. INV. EN EL EXTERIOR	0	0	647	596	1,145	1,936
1. Gobierno	0	0	0	389	440	256
Títulos de deuda	0	0	0	389	440	256
2. Sistema financiero	0	0	0	0	25	38
Bonos de agencias					21	8
Acciones y val. repre. acciones (3)					4	0
Certificados y depósitos a plazo (4)						30
3. Empresas no financieras	0	0	647	30	6	8
Acciones y val. repre. acciones (3)	0	0	647	30	6	8
4. Administradoras de fondos	0	0	0	176	673	1,635
Fondos mutuos	0	0	0	176	673	1,635
III. OPER. EN TRÁNSITO	0	21	3	50	6	35
TOTAL (I + II + III)	5,461	8,445	9,700	12,467	15,906	22,055
Fondo de pensiones	5,396	8,344	9,599	12,350	15,754	21,844
Encaje legal	65	101	101	117	153	211

Depósitos a plazo en soles, dólares y cuenta corriente (caja y bancos).

(1) Incluye acciones y valores representativos sobre acciones del Sistema Financiero hasta 2001.

(2) Incluye acciones comunes, acciones de inversión y *American Depositary Shares* (ADR).

(3) Hasta 2001 se refiere a los ADR.

(4) Incluye cuenta corriente y transferencia para liquidar operaciones.

Fuente: Memorias SAFP (1993-1999), Compendio Estadístico

SPP 2000-2002, Boletín Informativo Mensual SPP, diciembre 2003.

SPP cartera administrada por tipo de instrumento, 2004-2006
(fin de periodo, millones de nuevos soles)

	2004	2005	2006
I. INVERSIONES LOCALES	23,306	29,295	42,004
1. Gobierno	6,282	6,602	8,785
Certificados del BCRP	2,695	1,533	617
Bonos del Gobierno Central	3,094	4,737	7,817
Bonos Brady	494	331	351
2. Sistema financiero	5,162	6,366	8,434
Certificados y depósitos a plazo (1)	2,006	2,408	2,521
Títulos deuda emitidos por org. intern. local	22	220	752
Títulos deuda emitidos por entidad financiera	0	0	0
Bonos de arrendamiento financiero	300	269	184
Bonos subordinados	316	325	326
Otros bonos sector financiero	293	353	590
Letras hipotecarias	1	1	0
Bonos hipotecarios	21	27	22
Acciones y valores representativos sobre acciones	2,203	2,764	4,038
Acciones preferentes	0	0	0
3. Empresas no financieras	10,564	12,579	20,411
Papeles comerciales	73	108	22
Pagarés no avalados	0	85	219
Bonos de empresas no financieras	2,336	2,514	3,786
Bonos para nuevos proyectos	581	764	1,008
Acciones y valores repre. sobre acciones	7,174	9,108	15,374
Acciones de capital por privatización	243	0	0
Otros instrumentos autorizados (3)	157	0	0

	2004	2005	2006
4. Fondos de inversión	371	906	1,121
Cuotas de fondos de inversión	371	906	1,121
Bonos de fondos de inversión	0	0	0
5. Sociedades tituladoras	926	2,841	3,254
Bonos de titulización	601	1,690	2,504
Títulos con derecho de participación	325	1,151	750
6. Operaciones de reporte	0	0	0
II. INV. EN EL EXTERIOR	2,634	3,301	3,916
1. Gobierno	165	110	912
Títulos de deuda	165	110	912
2. Sistema financiero	138	91	90
Certificados y depósitos a plazo (4)	138	91	90
3. Empresas no financieras	18	8	20
Acciones y valores representativos sobre acciones	18	8	20
4. Administradoras de fondos	2,312	3,091	2,894
Fondos mutuos	2,312	3,091	2,894
III. OPER. EN TRÁNSITO	-33	-21	130
TOTAL (I + II + III)	25,908	32,574	46,050
Fondo de pensiones	25,651	32,223	45,547
Encaje legal	257	351	503

SPP cartera administrada por tipo de instrumento, 2007-2009
(fin de periodo, millones de nuevos soles)

	2007	2008	2009
I. INVERSIONES LOCALES	52,923	44,085	54,163
1. Gobierno	13,394	12,583	13,917
Certificados y depósitos a plazo del BCRP (1)	790	448	365
Bonos del Gobierno Central	12,604	12,134	13,552
Bonos Brady	0	0	0
2. Sistema financiero	9,894	11,611	11,877
Certificados y depósitos a plazo (2)	1,463	4,007	1,777
Títulos de deuda emitidos por organismos	719	600	597
Títulos de deuda emitidos por entidades	956	1,189	1,069
Bonos de arrendamiento financiero	170	275	291
Bonos subordinados	774	795	1,052
Otros bonos sector financiero	740	1,288	1,224
Letras hipotecarias	0	0	0
Bonos hipotecarios	35	32	27
Acciones y valores representativos sobre acciones	5,027	3,415	5,840
Acciones preferentes	10	10	0
3. Empresas no financieras	26,389	16,412	23,892
Papeles comerciales	41	7	5
Pagarés no avalados LP	217	198	215
Títulos de deuda emitidos por entidades no gubernamentales	0	846	911
Bonos de empresas no financieras	5,088	5,329	6,670
Bonos para nuevos proyectos	921	822	250
Bonos estructurados	0	16	90
Acciones y valores representativos sobre acciones	20,122	9,193	15,752
Acciones de capital por privatización	0	0	0
Otros instrumentos autorizados (3)	0	0	0

	2007	2008	2009
4. Fondos de inversión	793	1,603	1,955
Cuotas de fondos de inversión	793	1,603	1,815
Bonos de fondos de inversión	0	0	0
Cuotas de fondos mutuos	0	0	140
5. Sociedades titulizadoras	2,453	1,876	2,522
Bonos de titulización	2,408	1,876	2,522
Títulos con derecho de participación	45	0	0
II. INVER. EN EL EXTERIOR	8,055	6,192	14,528
1. Gobierno	213	1,162	849
Títulos de deuda	213	1,162	849
2. Sistema financiero	1,216	1,244	4,053
Bonos del sistema financiero	652	422	675
Bonos de agencias	0	0	0
Títulos de deuda emitidos por organismos internacionales	0	16	0
Certificados y depósitos a plazo (2) (4)	370	408	747
Acciones y valores representativos sobre acciones	143	399	2,631
Acciones preferentes emp. ext.	51	0	0
3. Empresas no financieras	138	423	5,572
4. Administradoras de fondos	6,488	3,362	4,053
III. OPER. EN TRÁNSITO	73	-396	597
TOTAL	61,051	49,881	69,287
Fondo de pensiones	60,406	49,380	68,595
Encaje legal	645	501	692

SPP cartera administrada por tipo de instrumento, 2010-2012
(fin de periodo, millones de nuevos soles)

	2010	2011	2012
I. INVERSIONES LOCALES	64,343	58,185	68,055
1. Gobierno	14,086	13,915	16,939
Certificados y depósitos a plazo del BCRP (1)	0	886	2,830
Bonos del Gobierno Central	14,086	13,029	14,109
Bonos Brady	0	0	0
2. Sistema financiero	16,529	14,333	16,268
Certificados y depósitos a plazo (2)	5,409	3,656	3,825
Títulos de deuda emitidos por organismos	579	558	563
Títulos de deuda emitidos por entidades	764	504	436
Bonos de arrendamiento financiero	283	271	265
Bonos subordinados	1,401	1,837	2,385
Otros bonos sector financiero	1,748	2,204	3,217
Letras hipotecarias	0	0	0
Bonos hipotecarios	10	8	4
Acciones y valores representativos sobre acciones	6,335	5,294	5,572
Acciones preferentes	0	0	0
3. Empresas no financieras	27,967	23,175	26,058
Papeles comerciales	0	11	0
Pagarés no avalados LP	171	171	141
Títulos de deuda emitidos por entidades no gubernamentales	997	768	845
Bonos de empresas no financieras	5,182	5,120	5,544
Bonos para nuevos proyectos	244	224	256
Bonos estructurados	3	0	0
Acciones y valores representativos sobre acciones	21,370	16,881	19,272
Acciones de capital por privatización	0	0	0
Otros instrumentos autorizados (3)	0	0	0

	2010	2011	2012
4. Fondos de inversión	2,701	3,000	3,680
Cuotas de fondos de inversión	2,479	2,615	3,161
Bonos de fondos de inversión	0	0	0
Cuotas de fondos mutuos	221	385	519
5. Sociedades tituladoras	3,061	3,763	5,111
Bonos de titulización(5)	2,997	3,274	4,269
Títulos con derecho de participación	63	490	842
II. INVER. EN EL EXTERIOR	23,001	23,437	28,512
1. Gobierno	2,157	949	1,705
Títulos de deuda	2,157	949	1,705
2. Sistema financiero	3,523	2,738	2,640
Bonos del sistema financiero	1,104	1,094	2,154
Bonos de agencias	0	0	0
Títulos de deuda emitidos por organismos internacionales	0	0	0
Certificados y depósitos a plazo (2) (4)	887	602	308
Acciones y valores representativos sobre acciones	1,533	1,041	178
Acciones preferentes emp. ext.	0	0	0
3. Empresas no financieras	10,794	8,220	6,249
4. Administradoras de fondos	6,478	11,529	17,918
5. Sociedades tituladoras	50	0	0
III. OPER. EN TRÁNSITO	-49	260	286
TOTAL	87,296	81,881	96,853
Fondo de pensiones	86,391	81,052	95,907
Encaje legal	904	829	946

(1) Depósitos a plazo en soles, dólares y cuenta corriente (caja y bancos).

(2) Incluye acciones comunes, acciones de inversión y ADR.

(3) Corresponden a acciones de capital social no listadas en bolsa.

(4) Incluye cuenta corriente y transferencia para liquidar operaciones.

Fuente: Boletines Informativos Mensuales del SPP; BCRP y SBS.

ANEXO 3.3 PORCENTAJES

		Chile	Perú	Uruguay	República Dominicana	México
Inversiones	Gobierno	20.47	17.5	77.85	12.08	51.19
	Banco Central				47.45	
Límites	Gobierno	50	40	80	15	100
	Banco Central				50	

Fuente: Organismos Supervisores de cada país.

Nota 1: para Chile, Perú, República Dominicana tanto los datos de inversiones como los límites corresponden al año 2012; en el caso de Uruguay, el límite de inversión corresponde a 2013, y el dato de inversión, a diciembre de 2012; en el caso de México el límite de inversión corresponde a octubre de 2012 y el dato de inversión a mayo de 2013.

Nota 2: para todos los países se considera que tanto las inversiones como los límites en títulos del gobierno abarcan gobierno central y Banco Central excepto República Dominicana, que no tiene límites conjuntos para el gobierno y el Banco Central, por lo que se consideró solo la inversión y el límite del Banco Central.

Nota 3: para Chile, como tiene inversiones y límites de inversión a la deuda gubernamental para cada tipo de fondo, se decidió tomar para el gráfico solo la información del fondo tipo C que es el de riesgo intermedio y a la vez el primer fondo previó el uso de multifondos.

CAPÍTULO 4

LAS REGLAS DE JUEGO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

En este capítulo se describirán y evaluarán las reglas de juego del SPP peruano; asimismo, se tratará de llamar la atención sobre algunos de los rasgos distintivos del SPP peruano por medio de la comparación de su funcionamiento con los de sistemas de pensiones de otros países de la región. Las reglas de juego que nos interesan pueden ser agrupadas bajo los siguientes rubros: las reglas de afiliación al sistema de pensiones, los entes administradores de fondos de pensiones (AFP), los aportes y las comisiones, los tipos de fondos, la administración de las carteras, las pensiones y el marco tributario.

Nuestras referencias básicas respecto a este tema serán el Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (DS 054-97-EF) y su correspondiente reglamento (DS 004-98-EF), ambos actualizados a mayo de 2011, y que pueden ser encontrados en la página web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS)¹. El TUO es un documento de 35 páginas, que contiene cuatro títulos: (I) Disposiciones Generales, (II) La Incorporación al SPP,

¹ www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=953. En la misma dirección se puede encontrar un detallado Compendio de Normas Reglamentarias del SPP, que incluye once títulos y cientos de páginas.

(III) Las AFP y (IV) Disposiciones Tributarias. El más importante es el Título III, que contiene siete capítulos.

Dado que los seis rubros concernientes a las reglas de juego del SPP que distinguimos en este libro no corresponden de manera precisa a los títulos o capítulos del TUO, antes de proceder con su desarrollo, es necesario presentar aquellos que atañen a cada uno de nuestros rubros, aunque no exista una correspondencia exacta:

- La afiliación al sistema de pensiones (Título II)
- Los entes administradores de fondos de pensiones, AFP (Título III, capítulos 1 y 6)
- Los aportes y las comisiones (Título III, capítulos 3 y 4)
- Los tipos de fondos y la administración de las carteras (Título III, capítulos 2 y 3)
- Las pensiones (Título III, capítulo 5)
- El marco tributario (Título IV)

Una de las cuestiones que nos interesa remarcar en este capítulo son algunas restricciones que las reglas de juego del SPP imponen sobre las opciones que tienen los trabajadores sobre el manejo de sus fondos. Estas restricciones tienen que ver con: la exclusividad que tienen las AFP para captar fondos de pensiones de capitalización individual, la falta de regulación de las comisiones, la rigidez de las reglas sobre jubilación y la imposibilidad de acceder a sus fondos en caso de una emergencia (pérdida del empleo, problemas serios de salud, etcétera). Nos interesa también el asunto de la transparencia del SPP y el derecho de los afiliados a mantenerse informados sobre la inversión de los fondos del SPP por la AFP, sobre todo en el caso de las inversiones en el extranjero². En relación con los entes reguladores, nos limitaremos

² Este es un asunto que ha sido notado en marzo de 2002 por Daniel Abugattás, entonces presidente del Congreso, quien manifestó que: «[...] para la Superintendencia de Banca y Seguros [...] la gran mayoría de la información sobre el manejo de los fondos [por las AFP] es considerada un secreto bursátil». Abugattás llamó especialmente la atención

a señalar que, por ley 27328 de julio de 2000, la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) fue incorporada a la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), la cual está a cargo de la supervisión del SPP, esto es, del cumplimiento de las reglas fijadas en las dos normas básicas aludidas líneas arriba. El Banco Central de Reserva del Perú (BCR), por tu parte, fija los límites a las inversiones del SPP en los diferentes tipos de instrumento.

4.1 LAS REGLAS DE AFILIACIÓN AL SPP

Un primer asunto importante respecto a las reglas de juego que rigen un sistema de pensiones son las opciones que tienen los trabajadores interesados en gozar de una pensión de jubilación. Una primera opción es entre fondos de capitalización individual de aportaciones definidas y sistemas de reparto de beneficio definido. Cada una de estas opciones (o pilares o secciones) conforman el sistema de pensiones de un país. Podemos, en primer lugar, distinguir aquellos casos en los que el SPP es el pilar básico (o único) del sistema de pensiones, de aquellos en los que coexiste con un sistema público u otro tipo de sistema(s). Y si se trata de un sistema de pensiones de pilares múltiples es necesario especificar la importancia relativa de cada uno de ellos, así como precisar si se trata de sistemas obligatorios o voluntarios.

En el caso peruano, el sistema de pensiones descansa sobre dos pilares básicos: el SPP de capitalización individual y el sistema público de reparto (SNP), de modo que los trabajadores asalariados deben elegir uno de ellos. Con la reforma del año 2012 se busca obligar a los independientes y trabajadores de pequeñas empresas a afiliarse al SPP. El sistema público, a su vez, está conformado por dos regímenes básicos: el regido por el DL 19990, denominado Sistema Nacional de Pensiones (SNP),

sobre la información concerniente a las operaciones realizadas en el exterior (montos, denominaciones, emisores, costo, etcétera). Ver *Caretas*, 8 de marzo de 2012, p. 74.

y el regido por el DL 20530, denominado *cédula viva*, aunque este último fue cerrado en noviembre de 2004³. El SNP comprende tanto trabajadores del sector privado como del sector público, mientras que la *cédula viva* comprende solamente servidores del sector público. Adicionalmente al SPP, el SNP y la *cédula viva*, también existen regímenes de menor peso, como son la Derrama Magisterial, la Caja Militar Policial y la Caja de Beneficios Sociales del Pescador⁴.

En el caso de otros diez países latinoamericanos que han reformado sus sistemas de pensiones, las reglas de afiliación bajo el sistema reformado son discutidas por Queisser (1998), Mesa-Lago (2002) y la Organización Internacional del Trabajo (2010). Tal vez la manera más interesante de presentar las reglas de afiliación en los sistemas de pensiones reformados de los países latinoamericanos —pues sirve para entender y resaltar la relación entre el nuevo sistema privado y el antiguo sistema público, si es que este subsiste— sea clasificar los nuevos sistemas de pensiones como sustitutivos, paralelos o mixtos, tal como lo sugiere Mesa-Lago⁵. En este caso, un sistema sustitutivo es aquel en que el nuevo sistema privado sustituye al antiguo sistema público, el cual es eliminado; un sistema paralelo es aquel en el que se crea un sistema privado, pero el sistema público no es discontinuado; y un sistema mixto es aquel en el que el sistema público no es eliminado de inmediato, pero deja de recibir nuevos afiliados luego de la creación del sistema privado. La manera en que diferentes países de Latinoamérica han optado entre estos sistemas es presentada en el cuadro 4.1.

³ Véase ley 28389 del 12 de noviembre de 2004. Esto no implica que este régimen desaparece, pero sí que nuevos trabajadores no podrán ser incorporados a él, y que los pensionistas de este régimen ya no gozarán de la nivelación de sus pensiones con las remuneraciones de los trabajadores activos, que era el rasgo distintivo de la *cédula viva*.

⁴ Un resumen detallado del sistema público de pensiones en el Perú puede encontrarse en Ministerio de Economía y Finanzas (2004), parte I.

⁵ Mesa-Lago en realidad clasifica las reformas estructurales de los sistemas de pensiones. Véase Mesa-Lago (1999, parte C) y Mesa-Lago (2002).

Cuadro 4.1
Los pilares de los sistemas de pensiones en 12 países latinoamericanos

Tipo de sistema	Países	Características
Sustitutivo	Argentina, Bolivia y México	Se cierra el sistema público de reparto, el que no puede recibir más afiliados, reemplazándolo con un sistema privado de capitalización individual. El sistema privado argentino fue cerrado el año 2008 por la presidenta Cristina Fernández.
Paralelo	Colombia, Costa Rica y Perú	El sistema público es reformado, pero no se le cierra, puede continuar recibiendo afiliados, convirtiéndose en una opción al sistema privado. En el caso de Costa Rica ambos sistemas son obligatorios. Este sistema también es denominado de coexistencia permanente.
Mixto	Chile, Ecuador, El Salvador, Nicaragua, R. Dominicana y Uruguay	El sistema público no es cerrado, pero los trabajadores en dicho sistema pueden optar entre permanecer en él o incorporarse al nuevo sistema privado. El sistema público, sin embargo, ya no podrá recibir nuevos afiliados. Este sistema también es denominado de coexistencia temporal.

Fuente: véase Mesa-Lago (2002, p. 1310) y Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (2003, p. 329).

De esta manera, en tres de doce países latinoamericanos se eliminó de inmediato el sistema público, mientras que en otros tres —el Perú entre ellos— no fue eliminado, pero sí reformado. La diferencia clave entre un sistema paralelo y los otros dos es que en el primer caso el sistema público aparece como una alternativa al sistema privado, con el cual puede competir por la captación de nuevos afiliados, mientras que en el segundo caso el sistema público, si es que subsiste, lo hace solo temporalmente, y juega un rol puramente complementario al sistema privado. Al respecto, debemos señalar que, en el caso peruano,

el sistema público que existe (SNP) es administrado por la Oficina de Normalización Provisional (ONP), y abarca a más de tres millones de afiliados, 1.25 millones de cotizantes, una recaudación anual de 2500 millones y medio millón de pensionistas, que reciben en total de 4420 millones anuales en pensiones (ONP)⁶.

Vinculados a la cuestión de las reglas de afiliación están los traspasos de una AFP a otra. En el caso peruano, por más de dos años (hasta octubre de 1995) esto no estaba permitido. A partir de noviembre de 1995 se aprobaron los traspasos de manera restringida y se exigió el pago por el afiliado de una compensación a la AFP de origen, y en 1999 se llegó incluso a requerir un periodo mínimo de seis meses de aportaciones en la AFP de origen para llevar a cabo el traspaso, lo cual podía llevar, según Masías y Sánchez (2006), a que el proceso de traspaso tomara hasta 17 meses. Las cosas empezaron a cambiar a partir de 2001 cuando se elimina el pago por el afiliado de una compensación a la AFP de origen; y luego, cuatro años más tarde, y como previendo de alguna manera la entrada en el sistema de la nueva AFP Prima en agosto de 2005, se eliminó también el requerimiento de un periodo mínimo de aportaciones en la AFP de origen, disponiéndose, además, de la posibilidad de realizar el trámite de traspaso en forma virtual, con lo cual su duración se redujo a unos tres meses.

Finalmente, para tener una perspectiva más amplia de cómo están organizados los sistemas de pensiones en nuestros países, vale la pena reseñar brevemente los casos de los sistemas de pensiones en dos países ricos: los Estados Unidos y el Reino Unido. En el caso de los Estados Unidos, el sistema de pensiones tiene tres pilares básicos: (1) un sistema público obligatorio; (2) un sistema privado de *pension plans*, que resulta de la existencia de acuerdos entre empleados y empleadores, que pueden ser organizados por una sola empresa o por las empresas en una industria dada, y en el que los fondos son administrados por los empleadores, como pueden ser los planes 401(k); y (3) un sistema

⁶ Fuente: Oficina de Normalización Provisional (ONP).

privado de *Individual Retirement Accounts* (IRA), bajo el cual individuos que ahorran para su jubilación reciben beneficios tributarios⁷.

En el caso del Reino Unido el sistema de pensiones está organizado de manera muy parecida al de los Estados Unidos. En este país también existen tres pilares básicos: (1) un sistema público con un tramo básico, obligatorio para trabajadores dependientes e independientes, y un tramo en el cual los beneficios dependen de las contribuciones, obligatorio solo para trabajadores dependientes con ingresos por encima de cierto nivel; (2) un sistema privado voluntario que está formado por *pension plans*, que suelen ser establecidos por las empresas en beneficio de sus trabajadores, que pueden ser administrados por las mismas empresas, compañías de seguros, bancos, etcétera; y (3) un sistema privado de *personal pensions*, voluntario, disponible para trabajadores dependientes e independientes, suministrados por compañías de seguros, bancos, mutuales, entre otros⁸.

4.2 LOS ENTES ADMINISTRADORES ESPECIALIZADOS: LAS AFP

Un segundo asunto de importancia en relación con las reglas de juego que rigen un SPP es cuáles son —o pueden ser— los entes administradores de los fondos de pensiones. Tal como se ha visto en el punto anterior, una cuestión central en la conformación de un SPP es la opción entre el establecimiento o no de entes administradores especializados; de no existir tal requerimiento, el servicio de administración puede ser brindado por bancos, compañías de seguros e incluso por los mismos empleadores, tal como es el caso en los Estados Unidos y en el Reino Unido.

En el caso de nuestros países, la reforma del sistema de pensiones por lo general llevó a la constitución de entidades especializadas y, tal como se puede ver en el cuadro 4.2, en los cinco países latinoamericanos

⁷ Para una visión resumida del sistema de pensiones en los Estados Unidos, véase Hinz (2000). Una versión más detallada se encuentra en McGill, Brown, Haley y Schieber (1996, sección II).

⁸ Al respecto, puede verse Association of British Insurers (2000).

que se toman en cuenta, estas son entes administradores de fondos de características similares. Otra cuestión importante es quiénes pueden establecer estas entidades. Tal como se puede ver en el cuadro aludido, el Perú y Chile —países con marcos reguladores muy parecidos— son los únicos que no permiten a entidades del sector público ni a bancos formar administradoras de fondos, aunque la restricción a los bancos es más figurada que real pues, como en todos los países, son los grandes bancos los que manejan la mayoría de las administradoras.

Cuadro 4.2
Los entes administradores de pensiones en cinco países latinoamericanos

País	Entes administradores
Argentina	Las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones (AFJP) pueden ser constituidas por (o contar entre sus accionistas a) los estados provinciales, la municipalidad de Buenos Aires, entidades o asociaciones de diversa naturaleza con o sin fines de lucro, las asociaciones profesionales de trabajadores o empleadores, mutuales, cooperativas y cualquier otro ente de derecho público no estatal que tenga por objeto principal atender a la seguridad social.
Chile	Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) son instituciones creadas específicamente para administrar hasta cinco distintos tipo de fondos de pensiones.
México	Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) pueden operar a través de varias Sociedades de Inversión (SIEFORE), las que pueden tener una composición de cartera distinta. El Instituto Mexicano del Seguro Social y el propio Estado pueden constituir AFORE.
Perú	Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Están prohibidos de formar una AFP: las empresas bancarias, financieras o de seguros, la ONP, las cajas de ahorro y crédito, los dueños de otra AFP, entre otros.
Uruguay	Las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) pueden ser formadas por el Banco de la República Oriental del Uruguay, el Banco Hipotecario del Uruguay y el Banco de Seguros del Estado. Una de las AFAP deberá ser obligatoriamente constituida por el Banco de Previsión Social.

Fuente: organismos reguladores de los respectivos países.

4.3 LOS APORTES Y LAS COMISIONES

Otro aspecto clave de las normas que rigen un sistema de pensiones es aquel relacionado con los aportes y las comisiones: mientras que los primeros tienen un efecto directo sobre el tamaño del fondo de pensiones, las comisiones tienen que ver con la rentabilidad neta y la eficiencia general del sistema. Respecto a las aportaciones, las opciones que existen tienen que ver con la tasa de aportación y también con que si dicho aporte es realizado solo por los trabajadores o compartido con el empleador, o si es una tasa fija o sujeta a cambios por diversas razones, si existe la posibilidad de aportes voluntarios, etcétera. En el caso de las comisiones, se debe especificar si las tasas o montos son fijados libremente por los entes administradores o están sujetos a regulación, cuál es el tratamiento tributario de dichas comisiones, cuál es el esquema de recaudación, cómo se manejan los problemas de evasión y mora, entre otros.

En el caso peruano, los aportes son fijados por ley y son pagados por los trabajadores. Como se puede ver en el cuadro 4.3, la tasa nominal de aporte fue fijada inicialmente en 10% de la remuneración total del afiliado, fue reducida a 8% durante un periodo de más de diez años (agosto 1995-diciembre 2005), para luego regresar a su nivel inicial. Esta evolución produce una tasa nominal promedio, a lo largo del periodo de 20 años considerados, de 8.92%. Pero si además tomamos en cuenta que a partir del año 2009 los afiliados ya no están obligados a realizar aportes sobre las gratificaciones (o bonificaciones) habituales de Fiestas Patrias y Navidad, surge la necesidad de introducir el concepto de tasa nominal *efectiva* para tomar en cuenta este último cambio, de tal forma que a partir del año 2009 dicha tasa está por debajo de la tasa nominal, pues resulta ser igual a 8.57%⁹.

⁹ Valor calculado multiplicando por 12 la tasa nominal (10%) y dividiendo el resultado entre 14.

Cuadro 4.3
Las tasas de aporte nominal y efectiva del SPP, 1993-2012

Periodo	Número de meses	Tasa nominal (%)	Tasa nominal efectiva (%)	Tasa total (%)	Tasa total efectiva (%)
Ago. 93 - Jul. 95	24	10	10	12	12
Ago. 95 - Dic. 05	126	8	8	10.2	10.2
Ene. 06 - Dic. 08	36	10	10	11.8	11.8
Ene. 09 - Dic. 12	48	10	8.57	1.9	10.2
Con comisión por saldo		10	8.57	10	8.57

Fuente: legislación sobre tasas de aporte. Cálculos propios.

Así como la actual exoneración del pago de aportes a las gratificaciones de Navidad y Fiestas Patrias hace necesaria la distinción entre la tasa de aporte nominal y la tasa de aporte efectiva, la introducción de las comisiones por fondo a partir del año 2013 hace necesario distinguir ahora entre la tasa de aporte nominal y la tasa de aporte total. La tasa de aporte nominal puede medirse de dos maneras (nominal y efectiva), tal como lo hicimos en el cuadro 4.3. La tasa de aporte total (también nominal y efectiva) la podemos definir como la suma del monto aportado más la comisión pagada como porcentaje del ingreso del afiliado¹⁰. Esto es muy importante porque, desde el punto de vista del afiliado, el monto de sus aportes incluye el pago de las comisiones. De esta manera, asumiendo una comisión promedio igual al 1.9% de los ingresos, actualmente la tasa total nominal sería 11.9%, mientras que la tasa efectiva sería 10.2% ($= 11.9\% * 12/14$). Al introducirse la comisión por fondo, tanto la total nominal como la total serían iguales a 10%, mientras que ambas tasas efectivas serían iguales a 8.57% ($= 10\% * 12/14$). Los cambios que debemos resaltar son la reducción

¹⁰ Las comisiones promedio durante los cuatro periodos considerados en el cuadro 4.3 fueron 2%, 2.2%, 1.8% y 1.9%, respectivamente.

de la tasa total efectiva de 11.8% a 10.9% desde enero de 2009, como resultado de la exoneración de las gratificaciones, la cual se reduciría aún más, a 8.57%, como resultado de la comisión por fondo. La última disminución resulta del hecho que el afiliado no tendrá ahora que pagar la comisión directamente de su bolsillo, sino que esta será descontada de su fondo individual.

Además de sus aportes obligatorios, los afiliados al SPP tienen la posibilidad de realizar aportes voluntarios de dos tipos (con y sin fines previsionales). La opción de los aportes voluntarios, en todo caso, no ha sido de mucho interés para los afiliados, e incluso la misma SBS no les presta mucha atención, de tal forma que las últimas estadísticas publicadas sobre aportes voluntarios son para diciembre de 2011, con un valor total de 550 millones de soles, el cual representaba menos de 1% del valor total de la cartera (81 900 millones).

En relación con la comisión de administración, inicialmente la ley autorizó a las AFP a cobrar a sus afiliados una comisión por flujo, compuesta por un monto fijo en soles (comisión fija) y un monto proporcional al ingreso del afiliado (comisión variable); incluso podían fijar libremente ambas comisiones. Al respecto, debemos señalar que la comisión de administración debió ser fijada desde el principio como una comisión por saldo —esto es, un porcentaje del valor del fondo administrado—, tal como lo hacen los fondos mutuos que operan libremente en el mercado. Obviamente, habría existido el problema que las AFP no hubieran podido requerir una inversión mínima inicial, tal como lo hacen los fondos mutuos; pero el Estado pudo haber contribuido a solucionar parcialmente este problema al pagar de inmediato los bonos de reconocimiento a los trabajadores que se trasladaron del SNP al SPP. Si el Estado no consideró esta opción fue porque —como ya hemos señalado— con la creación del SPP, el Estado también buscaba ahorrar dinero. En todo caso, parece ahora obvio que la idea era fijar la comisión como un porcentaje del ingreso solo temporalmente, hasta que el aumento del valor del fondo permita fijar las comisiones

como porcentaje del valor del fondo a un nivel consistente con las cobradas por las administradoras de fondos mutuos (2% anual)¹¹.

El uso de la comisión por saldo no solamente es sugerido por los operadores en el libre mercado, sino que también tiene la obvia ventaja de ligar el monto de comisiones cobradas por una AFP con su *performance* como administradora de fondos. Es más, existe el inconveniente de que las comisiones por flujo (o por remuneraciones) «castigan» a los trabajadores que no sufren problemas de desempleo (y, por tanto, «preman» a los trabajadores que sí los tienen). Aunque, en principio, no podemos decir si hay un «saldo neto», sí debemos tener en cuenta que una comisión por flujo envía señales al mercado que no son intencionales.

Adicionalmente, debemos repetir que la creación del SPP debió verse como la concesión de un servicio público a las AFP y que ello implica que entre las reglas de juego negociadas debió estar el costo del servicio, o sea, la comisión cobrada por las AFP. Esto ha sido implícitamente reconocido con la introducción de procesos de licitación de nuevas afiliaciones por el gobierno de Humala.

Otra cuestión que debe ser analizada en relación con las comisiones cobradas por las AFP es la concerniente a los impuestos a los que han estado sujetas. Este aspecto es importante porque los impuestos que afectan al SPP pueden introducir una brecha entre la rentabilidad bruta producida por las administradoras de pensiones y la rentabilidad neta percibida por sus afiliados, lo cual afecta la distribución del excedente bruto producido por el SPP.

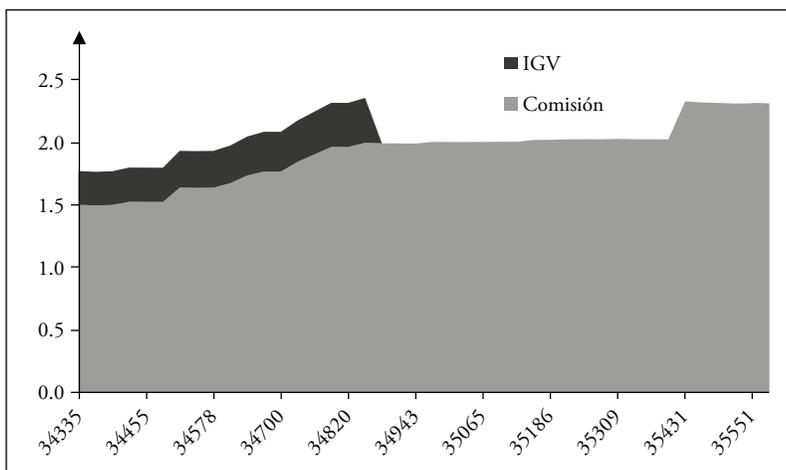
Sobre este último aspecto tenemos un primer ejemplo vinculado a la exoneración del impuesto general a las ventas (IGV) a las comisiones cobradas por las AFP a partir de julio de 1995. Como se puede ver en el gráfico 4.1, tal exoneración no benefició a los afiliados al SPP, sino que se convirtió simplemente en una transferencia del sector público

¹¹ Ítalo Muñoz (2000, p. 468) cita el comentario de un funcionario bancario al respecto, en el que indica claramente que desde el comienzo la intención era cambiar oportunamente la comisión de porcentaje del ingreso a porcentaje del valor del fondo.

a las AFP, pues meses después —con el pretexto de la eliminación de exiguas comisiones fijas— estas reajustaron sus comisiones variables al nivel que estas tenían a junio de 1995, con el IGV incluido.

Aunque el costo fiscal de esta exoneración para 2003 es estimado por la SUNAT en 63.3 millones de soles, o 0.03% del PBI¹², dicho año el costo real bien pudo haber sido alrededor de 105 millones¹³, lo cual equivale al 0.05% del PIB (212 118 millones)—, y al 0.5% del gasto público de ese año (22 122 millones), si bien podría hacerse notar que ese año (2003) el 45% de los ingresos por comisiones de las AFP se convirtieron en utilidades netas, por las cuales dichas empresas debieron pagar el impuesto a la renta.

Gráfico 4.1
Comisión variable promedio del SPP e IGV, 1994-1997



Fuente: SAFP. Tomado de Rojas (1998, p. 8).

¹² Véase el cuadro sobre gastos tributarios en Ministerio de Economía y Finanzas (2002).

¹³ Cifra que resulta de multiplicar la tasa de IGV (19%) por ingreso de las AFP por comisiones (562.14 millones).

Por último, con el fin de tener una idea más clara acerca de sus características, las tasas de aporte del SPP peruano y las comisiones de las AFP deben ser comparadas con las tasas correspondientes de otros países de la región, las cuales son presentadas en el cuadro 4.4. Excepto Costa Rica, la tasa de aporte más baja es la de República Dominicana, con un valor de 8.4%. Esto implica que durante más de diez años, el Perú tuvo la tasa de aporte más baja entre los países de la región considerados. En el caso de las comisiones, estas son fijadas libremente por las AFP, y en este caso el SPP peruano destaca no solo en razón de que el año considerado (2009) tenía las más elevadas comisiones como porcentaje de las remuneraciones entre los países de la región, sino también porque usualmente tenía las comisiones más elevadas como proporción de las aportaciones.

Cuadro 4.4
Aportes y comisiones cobradas en países latinoamericanos, 2009

País	Aporte (%)	Comisión (%)	Comisión como % del aporte
Perú	10.00	1.95	19.50
Chile	10.00	1.50	15.00
El Salvador	10.30	1.50	14.56
Colombia	11.50	1.59	13.83
Uruguay	13.38	1.62	12.11
Costa Rica	3.85	0.40	10.39
R. Dominicana	8.40	0.57	6.79
México	8.50	n.d.	n.d.

Fuente: AIOS.

4.4 LOS TIPOS DE FONDOS Y LA ADMINISTRACIÓN DE LAS CARTERAS

Otro importante conjunto de reglas de un SPP lo constituyen aquellas relacionadas con los tipos de fondos que se ofrecen a los afiliados —los tipos de activos pueden formar parte de dichos fondos— y los límites de inversión fijados por la autoridad reguladora —que pueden ser por tipo de instrumento o activo (los que a su vez pueden ser por tipo de fondo o generales) o por emisor—.

En el caso peruano, al crearse el Sistema Privado de Pensiones en 1993, este contaba con un fondo único, por lo cual las cuentas individuales de capitalización (CIC) de todos los afiliados pertenecían a un mismo fondo en términos de su composición, rentabilidad y nivel de riesgo. En 2003, el gobierno de Toledo aprobó la ley 27988 que introdujo el régimen de multifondos, el cual, sin embargo, recién empezó a operar en enero de 2006 con tres tipos de fondo:

- Fondo tipo 1 o de preservación de capital, diseñado para afiliados mayores de 60 años, próximos a jubilarse o que perciben una pensión por la modalidad de retiro programado o renta temporal. En este caso, el fondo sería adecuado para un afiliado con un horizonte de inversión de corto plazo, dado que se busca un crecimiento de los fondos estable y con baja volatilidad o riesgo.
- Fondo tipo 2 o mixto, equivalente al fondo único previo a la introducción de los multifondos en 2003. Busca un crecimiento moderado con volatilidad promedio y está dirigido a afiliados de entre 45 y 60 años de edad.
- Fondo tipo 3 o de apreciación de capital (o fondo de crecimiento), que tiene como finalidad buscar rendimiento a largo plazo por encima del promedio, pero está expuesto a una mayor volatilidad. Está diseñado para afiliados jóvenes cuyo horizonte de retiro es muy lejano y que pueden asumir riesgos de mayores fluctuaciones en la rentabilidad.

El fondo más importante es el tipo 2 porque los nuevos afiliados que no eligen un tipo de fondo, tienen sus cuentas CIC asignadas automáticamente a este. No obstante, pueden solicitar su cambio a otro tipo de fondo luego de dos meses. Al cumplir sesenta años, los afiliados son asignados al fondo tipo 1, salvo que hayan solicitado pertenecer al fondo tipo 2, sin tener la posibilidad de estar en el fondo tipo 3.

En cuanto a los *límites de inversión por tipo de fondo*, el Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (DS 054-97-EF) define 22 tipos de instrumentos de inversión u operaciones (artículo 25), que son agrupados en cuatro categorías (artículo 25A), las cuales son usadas para establecer tales límites (artículos 25B), que pueden verse en el cuadro 4.5. La diferencia más importante entre los diferentes tipos de fondos está en el primer tipo de instrumento (participación patrimonial o títulos accionarios), con valores de 10%, 45% y 80%, para los fondos tipo 1, tipo 2, y tipo 3, respectivamente.

Cuadro 4.5
Límites de inversión por tipo de fondo y de instrumento
(porcentajes)

Instrumento	Tipo de fondo		
	Tipo 1	Tipo 2	Tipo 3
(a) Derechos sobre participación patrimonial o títulos accionarios	10	45	80
(b) Derechos sobre obligaciones o títulos de deuda	100	75	70
(c) Derivados para cobertura	10	10	20
(d) Derechos sobre obligaciones de corto plazo o activos en efectivo	40	30	30

Fuente: ley 27988 del 2 de junio de 2003, art. 25-B.

En el caso de los *límites de inversión generales* (TUO, artículo 25D), que se fijan de forma conjunta con los límites por tipo de fondo, existe un total de 22 normas —básicamente circulares del BCRP— entre diciembre de 1992 y abril de 2013, que establecen límites individuales (18), límites conjuntos (9), sublímites, y un límite específico. En el cuadro 4.6 se presentan los límites iniciales (1993) y finales (2013), así como los límites en los años 2003 y 2004. Como podemos ver, en 2003 existían un total de 18 límites individuales, nueve límites conjuntos y seis sublímites. A partir del año 2004, sin embargo, solo se han estado fijando tres límites de inversión generales: valores emitidos o garantizados por el Estado peruano, valores emitidos o garantizados por el Banco Central de Reserva del Perú y valores emitidos por gobiernos o empresas extranjeras. A ellos se suma un límite conjunto (la suma de las inversiones a que se refieren los incisos a y b precedentes) y un sublímite dentro de los valores emitidos o garantizados por el Estado peruano (Bonos Brady). A partir de ese mismo año, mientras los límites generales correspondientes a valores emitidos o garantizados por el Estado (30%) o por el Banco Central (30%), más el límite conjunto de ambos (40%) han permanecido fijos, los límites a las inversiones en valores emitidos en el extranjero han sido revisados al alza en nueve oportunidades hasta llegar a un 36% de la cartera total, con lo cual se ha triplicado su nivel entre noviembre 2006 y abril 2013 (ver cuadro 4.7)¹⁴.

¹⁴ Nótese que este límite es mayor que los límites individuales que corresponden al Estado peruano y al BCRP, y casi igual al límite conjunto que corresponde a ambos.

Cuadro 4.6
Límites de inversión generales por tipo de instrumento, 1993-2013
(porcentajes)

Instrumento		1993	...	2003	...	2004	...	2013
Código	Límites Individuales							
A	Valores del gobierno central	25	...	30	...	30	...	30
B	Valores BCRP	25	...	30	...	30	...	30
C	Depósitos a plazo	25	...	30	...	-	...	-
D	Bonos sistema financiero	25	...	25	...	-	...	-
I	Instrumentos de corto plazo	10	...	15	...	-	...	-
H	Bonos empresas privadas	25	...	40	...	-	...	-
K	Acciones en BVL	-	...	35	...	-	...	-
k1	- Acciones comunes	10	...	-	...	-	...	-
k2	- Acciones del trabajo	10	...	-	...	-	...	-
L	Cert. suscripción preferente	10	...	3	...	-	...	-
J	Operaciones de reporte	10	...	10	...	-	...	-
M	Productos derivados	10	...	0.1	...	-	...	-
O	Cuotas de fondos mutuos	10	...	15	...	-	...	-
Q	Instrumentos del exterior	5	...	9	...	10.5	...	36
R	Nuevos proyectos	5	...	4	...	-	...	-
F	Letras hipotecarias	-	...	-	...	-	...	-
f1	- Bancos y financieras	-	...	40	...	-	...	-
f2	- Otras entidades	-	...	40	...	-	...	-
E	Bonos subordinados	-	...	15	...	-	...	-
S	Pagarés avalados	-	...	-	...	-	...	-
s1	- Empresas financieras	-	...	5	...	-	...	-
s2	- Otras entidades	-	...	5	...	-	...	-
P	Activos titulizados	-	...	10	...	-	...	-
N	Cobertura de riesgos financieros	-	...	5	...	-	...	-
Límites conjuntos		1993	...	2003	...	2004	...	2013
A + B		60	...	40	...	40	...	40
C + D		30	...	-	...		...
C + D + s1			...	40	...		...
K + L + M			...	-	...		...
K + L + M + Q*			...	35	...		...
k1 + k2 + L + J + M + O		30	...	-	...		...
E + F1			...	40	...		...
f1 + f2			...	40	...		...
I + J			...	20	...		...

Fuentes: DL 25897 del 6 de diciembre de 1992 y circulares 016-2003, 007-2004 y 015-2013 del Banco Central de Reserva.

Cuadro 4.7
Límites a inversiones en valores emitidos
en el extranjero, 2006-2013

Fecha	Porcentaje
Noviembre-2006	12
Febrero-2007	13.5
Mayo-2007	15
Abril-2008	20
Octubre-2009	22
Setiembre-2010	30
Enero-2013	32
Febrero-2013	34
Abril-2013	36

Fuente: circulares BCRP.

Entonces, en general podemos decir que, a partir de 2004 ha habido una clara tendencia a flexibilizar los límites de inversión generales, hecho que se manifiesta tanto en la disminución del número de límites individuales y conjuntos, como en el aumento del límite máximo de inversión en instrumentos del exterior.

Además de los límites de inversión por tipo de fondo y generales establecidos en el TUO de la Ley del SPP, en su reglamento también se fijan límites por emisor. Aunque tal reglamento fue originalmente aprobado con el decreto supremo 004-98-EF del 21 de enero de 1998, fue posteriormente modificado nueve veces por sucesivos decretos, siendo el último de ellos el decreto supremo 104-2010-EF del 17 de abril de 2010. En los artículos 62 a 68 de dicho reglamento se establecen los límites de inversión por emisor de valores mobiliarios, por emisor de activos titulizados, por sociedad administradora, fondos mutuos y fondos de inversión, por emisor de proyectos, por emisor de obligaciones crediticias y acciones preferentes, por emisión o serie, y por grupo económico. El propósito de estos límites no es solo (o no tanto) controlar el nivel de riesgo, sino también evitar conflictos de interés.

La comparación de los límites impuestos sobre la composición de la cartera del SPP peruano con los de otros países sería de mucho interés porque, entre otras cosas, permitiría evaluar el grado de libertad que otorga la autoridad reguladora a las administradoras privadas en el manejo del dinero de sus afiliados. Sin embargo, esta comparación presenta varias dificultades. Una de ellas es que en no todos los países existe una cartera única. Otro de los problemas es que no existe una denominación estándar de los diferentes rubros que pueden componer una cartera. De todas maneras, un primer intento de hacer esta comparación se presenta en el cuadro 4.8, y aunque es muy difícil llegar a conclusiones definitivas —en algunos países existe el sistema de multifondos, en otros algunos límites están fijados en términos nominales y el otros están programados para subir a porcentajes mayores— sí llaman la atención los bajos límites que en el caso peruano se fijan a los valores del Estado y a las inversiones en el extranjero.

Cuadro 4.8
Límites a la inversión en cinco países de América Latina actualizado
(porcentajes de valor del fondo)

	Chile (2012)	México (2012)	Uruguay (2013)	República Dominicana (2013)	Perú (2012)
Gobierno central	30% - 80%	100%	80%	50%*	40%
Inversiones extranjeras	30% - 80%	20%	-	10%	36%
Renta variable	5% - 80%	5%- 40%	-	-	-
Depósitos bancarios	40% - 80%		30%	75%	-

Fuente: organismos supervisores de cada país.

Nota: Los límites en Títulos del Gobierno abarcan Gobierno Central y Banco Central excepto para República Dominicana que, al no tener un límite conjunto para el Gobierno y el Banco Central, se consideró solo el límite de inversión al Banco Central (50%), siendo el límite al Gobierno (15%).

En todo caso, el cuadro 4.9 puede usarse para comparar las composiciones efectivas de las carteras de los SPP de los distintos países de la región. Nuevamente, como se puede observar, las dos características distintivas del sistema peruano son la importancia mínima de la deuda pública y el tremendo peso de los títulos de renta variable (acciones), siendo esta última característica propia de fondos que buscan una mayor tasa de crecimiento a costa de una alta volatilidad.

Cuadro 4.9
Composición de los fondos administrados
(diciembre 2010)

País	Deuda gubernamental	Instituciones financieras	Instituciones no financieras	Acciones	Fondos mutuos y de inversión	Emisores extranjeros	Otros
Chile	11.7	14.7	9.7	15.9	2.7	45.3	0.2
Colombia	39.9	3.4	4.6	32.4	2.0	14.5	3.3
Costa Rica	62.4	20.8	8.5	2.5	0.0	3.4	2.4
El Salvador	84.7	11.7	3.5	0.0	0.0	0.1	0.0
México	58.9	2.7	17.5	8.6	0.0	12.4	0.0
Perú	16.1	22.2	-	32.0	3.1	26.6	0.0
R. Dominicana	49.2	45.5	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Uruguay	83.8	1.1	5.8	0.2	0.0	6.1	3.0
Total	55.8	14.3	7.8	8.5	0.7	11.7	1.3

Fuente: AIOS y SBS.

Nota: se utilizó información de la SBS para completar el cuadro de AIOS, ya que no se tenía información para el Perú.

4.5 LAS PENSIONES Y OTROS BENEFICIOS

Otro importante conjunto de reglas de un SPP son los relacionados con las modalidades de pensiones de jubilación que se ofrecen a los afiliados, y si estas incluyen la opción de recibir un pago único a suma alzada (*lump-sum payment*) al momento de jubilarse, en vez de pagos periódicos (usualmente mensuales). Es también importante considerar si se ofrece la posibilidad de pensiones de invalidez y sobrevivencia o si existe la posibilidad de jubilación anticipada; así como señalar otros beneficios o garantías que se ofrezcan a los afiliados al momento de su jubilación.

En el caso de las pensiones de jubilación, el TUO de la Ley del SPP considera cuatro posibles modalidades: retiros programados¹⁵, renta vitalicia personal, renta vitalicia familiar y renta temporal con renta vitalicia diferida. Adicionalmente, las AFP usualmente ofrecen otras dos modalidades de pensiones de jubilación: renta mixta y renta vitalicia bimoneda.

En el caso de los retiros programados, el afiliado mantiene la propiedad de los fondos acumulados en su cuenta individual de capitalización (CIC), que sigue ganando una rentabilidad, y contra la cual efectúa retiros mensuales hasta que esta se extinga. Requiere un acuerdo entre el afiliado y una AFP, en el cual se establece el programa de retiros, según las condiciones establecidas y las tablas publicadas por la SBS. El saldo que quedara en la CIC en el momento del fallecimiento del afiliado pasa a sus herederos o, en ausencia de estos, es distribuido en montos iguales entre la totalidad de CIC de la AFP correspondiente.

¹⁵ Aunque en la legislación y en la literatura especializada se usa la expresión «retiro programado», es obvio que —dado que no se trata de un solo retiro, sino de una sucesión de pagos a lo largo del tiempo— la expresión correcta debería ser «retiros programados».

En el caso de la renta vitalicia personal, el afiliado le cede a la AFP el saldo de su CIC a cambio de una renta vitalicia mensual hasta su fallecimiento. Para tal fin, la AFP debe establecer un sistema de autoseguro usando los saldos de la CIC de los afiliados que contrataron tal modalidad y que hayan fallecido, con lo cual se constituye un fondo de longevidad que es administrado por la AFP. Corresponde a la SBS establecer los criterios para la inversión del fondo de longevidad, supervisar los saldos que lo integran y la edad utilizada para el cálculo de la pensión. Asumiendo una edad fija de jubilación (65 años), el monto de la pensión dependerá básicamente del saldo CIC, del género del pensionista y de la tasa de descuento aplicada al cálculo de la pensión¹⁶.

La renta vitalicia familiar es la modalidad de pensión mediante la cual el afiliado le cede a una empresa de seguros el saldo de su CIC a cambio del pago de una renta mensual hasta su fallecimiento, y el pago de pensiones de sobrevivencia en favor de sus beneficiarios. En este caso, el monto de la pensión se verá afectado también por el número, el género y la edad de los familiares incluidos en el contrato de pensión (o beneficiarios). Esta modalidad de pensión tiene como objetivo a jubilados que tienen una pareja que depende económicamente de ellos.

La contratación tanto de la renta vitalicia personal como familiar, requiere un concurso de propuestas presentadas por lo menos por tres AFP o empresas de seguros designadas por el afiliado, según sea el caso, para que pueda elegir la propuesta que ofrezca la pensión más elevada.

La renta temporal con renta vitalicia diferida es una combinación de retiros programados y renta vitalicia. En este caso, el afiliado contrata una renta vitalicia personal o familiar con el fin de recibir pagos a partir de una fecha determinada, reteniendo en su CIC fondos suficientes para obtener de la AFP una renta temporal durante el periodo que medie entre la fecha que ejerce la opción por esta modalidad y la fecha

¹⁶ El rol de la tasa de descuento se discute en detalle en el capítulo 5.

en que la renta vitalicia diferida comienza a ser pagada por la AFP o por una empresa de seguros, según sea el caso. La renta vitalicia diferida que se contrate no puede ser inferior al 50% del primer pago mensual de la renta temporal ni superior al 100% de dicho primer pago. Esta modalidad de pensión permite, en alguna medida, solucionar el problema que presenta la modalidad de renta temporal, que es la posibilidad del agotamiento del fondo antes del fallecimiento del jubilado.

La renta mixta es también una combinación de retiro programado y renta vitalicia, y podríamos llamarla *renta vitalicia con renta temporal simultánea* (o inmediata). En este caso, una parte (entre 30% y 60%) de la CIC es destinada a contratar con una compañía de seguros una renta vitalicia no menor a la pensión mínima, y el saldo para obtener de la AFP una renta temporal, pero no de manera diferida, sino inmediata. De esta manera, en sentido estricto, se trata de una renta temporal con renta vitalicia diferida en la que se ha flexibilizado la duración del plazo que media entre la fecha de jubilación (que es cuando se inicia el pago de la renta temporal) y la fecha en que la renta vitalicia diferida comienza a ser pagada.

En el caso de la renta vitalicia bimoneda, los jubilados contratan con una compañía de seguros dos rentas vitalicias que se recibirán de manera simultánea, para lo cual el saldo de la CIC es dividido en dos partes iguales, las cuales son usadas para contratar una pensión en soles ajustados anualmente a una tasa no menor al 2%, y otra en dólares, con las mismas características. El interés de esta modalidad de pensión es que, en alguna medida, permite al jubilado protegerse de variaciones bruscas en el tipo de cambio, o de incrementos en el nivel de precios.

A pesar de que la existencia de seis modalidades posibles de pensión de jubilación cubre una amplia gama de necesidades de los afiliados, una opción que el SPP peruano no ofrece es la de un pago único a suma alzada (*lump-sum payment*) al momento de la jubilación, lo cual limita las opciones abiertas a los afiliados para el manejo de sus fondos. Si bien las modalidades de retiros programados y rentas temporales

otorgan a los afiliados cierta posibilidad de manifestar sus preferencias en este sentido, lo cierto es que los montos de tales retiros o rentas son severamente restringidos por una serie de condiciones fijadas por la legislación¹⁷.

Además de las pensiones de jubilación, el SPP peruano también ofrece pensiones de invalidez y de sobrevivencia, así como el pago de gastos de sepelio, para lo cual los afiliados deben pagar una prima de seguros, fijada como un porcentaje (generalmente, alrededor de 1%) de sus ingresos. La AFP puede administrar directamente dichos seguros, para lo cual deberá constituir un fondo complementario, o asignar dicha administración a una compañía de seguros, cuya selección debe efectuarse utilizando los mecanismos de concurso establecidos por la SBS. Las pensiones de invalidez pueden otorgarse a afiliados que sufran la pérdida de al menos un 50% de su capacidad de trabajo, para lo cual es necesario distinguir entre invalidez transitoria e invalidez definitiva, siendo la primera reevaluada luego de tres años.

Las pensiones de sobrevivencia son una de las prestaciones o beneficios que ofrece el Sistema Privado de Pensiones (SPP) cuando se produce el deceso de un afiliado, sea que este se encontrase en condición de trabajador activo o hubiese contratado previamente una pensión de jubilación. Las pensiones de sobrevivencia se otorgan únicamente a los sobrevivientes que se acrediten como beneficiarios conforme a las exigencias previstas en las normas del SPP.

La legislación peruana permite también la jubilación anticipada en diferentes tipos de situaciones y se distinguen hasta siete tipos o regímenes de jubilación anticipada: régimen ordinario, régimen extraordinario, régimen genérico, dos regímenes especiales para desempleados (que ya expiraron), más la jubilación adelantada del decreto ley 19990,

¹⁷ Un ejemplo de ello es que en la cuarta modalidad de pensión, la renta vitalicia diferida no puede ser inferior al 50% del primer pago mensual de la renta temporal, pues de esa manera se limita fuertemente el monto de los pagos que componen la renta temporal.

al cual se han acogido hasta la fecha unos 62 000 trabajadores, quienes perciben una pensión promedio de alrededor de 1000 soles (ver cuadro 3.7). Al igual que en el Perú, en otros países de la región, tales como Chile, México y Uruguay, también se otorgan pensiones por invalidez y se permite la jubilación anticipada.

Otros beneficios o garantías que se suelen ofrecer a los trabajadores afiliados a dichos sistemas son las pensiones y las rentabilidades mínimas. En el caso peruano, la legislación contempla el pago de una pensión mínima para aquellos afiliados que hayan nacido en 1945 o antes y haber cumplido 65 años de edad, registrar un mínimo de 20 años de aportaciones al SPP o al SNP¹⁸. La ley señala que la parte de la pensión mínima no cubierta por la cuenta de capitalización individual (CIC) del afiliado será financiada con la emisión de un «bono complementario de pensión mínima» por la ONP con la garantía del Estado. Actualmente se aplican dos normas de pensión mínima, las cuales establecen los requisitos para acceder a la pensión mínima, y son las leyes 27617 y 28991. En todo caso, el monto promedio de las pensiones mínimas es de menos de 500 soles mensuales (ver cuadro 3.7). Otros países latinoamericanos también tienen normas referidas a pensiones mínimas y fijan para ello diferentes requisitos en relación con el monto, la edad, los años de aportación, etcétera.

En el caso de la rentabilidad mínima, la legislación exige a las AFP aportar fondos propios para constituir un encaje legal con el fin de garantizar una rentabilidad mínima —generalmente durante un periodo de 12 a 60 meses— de los fondos administrados. En el caso peruano la tasa promedio del encaje legal es poco menos de 1%, aunque su valor específico depende del nivel de riesgo del activo. La norma original estableció que las AFP son responsables de que la rentabilidad real anual del fondo que administren no estuviese 3 puntos porcentuales

¹⁸ Ley 27617, del 18 de diciembre de 2001, artículo 8.

o 25% por debajo del promedio de todos los fondos¹⁹. Es importante notar que este tipo de restricción no fijaba un nivel mínimo absoluto, sino solamente relativo; o sea, no se exigía un nivel mínimo, sino que se fijaba una varianza máxima, condición que es mucho más flexible que la primera. Esta flexibilidad se vio acrecentada aún más a partir de diciembre de 2003, cuando se cambió el método de calcular la rentabilidad mínima y se asignó a la SBS la responsabilidad de establecer —a sugerencia de las AFP— indicadores de referencia de rentabilidad aplicables a cada tipo de fondo²⁰. En todo caso, la legislación concerniente a rentabilidades mínimas —y los encajes en garantía— existente en otros países de la región es muy similar a la peruana, aunque en algunos casos (México, por ejemplo) tal garantía no existe, y, en otros casos (Chile, por ejemplo), la rentabilidad mínima es garantizada por el Estado.

Un tipo de garantía que no se ofrece en el Perú son las garantías para bancarrota de las AFP o de las compañías de seguros, que —de diversas formas— son ofrecidas en otros países de la región, tales como Chile, México y Uruguay²¹. En el caso peruano, esta situación es similar a la de las cuentas de compensación por tiempo de servicios (CTS), las cuales no gozan de ninguna garantía para montos mayores al cubierto seguro de depósitos bancarios en general que ofrece el Banco Central de Reserva, a pesar de ser un depósito obligatorio. Tenemos, nuevamente, la clara propensión del Estado peruano de asignar a los trabajadores todos los riesgos asociados al manejo de sus fondos previsionales.

¹⁹ Ver artículo 85 del DS 004-98-EF.

²⁰ R.M. 182-2003-EF.

²¹ En Estados Unidos existe la U.S. Pension Benefit Guaranty Corp., agencia federal a la que contribuyen las empresas para asegurar sus planes de retiro.

4.6 EL MARCO TRIBUTARIO

Ya se ha mencionado en el punto 4.3 la exoneración del impuesto general a las ventas (IGV) a las comisiones cobradas por las AFP a sus afiliados, y cómo tal beneficio fue capturado en su totalidad por las AFP. Sin embargo, debemos ver el marco tributario del SPP de una manera más general, siendo particularmente importantes los impuestos que afecten los aportes de los afiliados y las pensiones de los jubilados, pues tales impuestos deben afectar la forma en que ellos aprecian el SPP.

Es muy importante remarcar que en otros países las aportaciones de los trabajadores a los fondos de pensiones están exoneradas, por lo menos parcialmente, del impuesto a la renta²². En el caso peruano, tal como señalan Pollner y Lasaga (2003, pp. 2-3), el impuesto a la renta afecta los aportes al SPP —pues se aplica sobre el total de sus remuneraciones de los afiliados— pero no afecta las pensiones de jubilación o de invalidez, que están exoneradas de dicho impuesto. También están exoneradas del impuesto a la renta las ganancias generadas por los fondos individuales de los afiliados al SPP. Más apropiado, señalan los mismos autores, sería exonerar los aportes del pago del impuesto a la renta, para fomentar no solo una mayor participación de los trabajadores en el SPP, sino también para incentivar los aportes voluntarios.

²² En Estados Unidos, por ejemplo, tal es el caso de los Planes 401(k) y las *Individual Retirement Accounts*.

CAPÍTULO 5

LA RENTABILIDAD Y EFICIENCIA DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

En este capítulo el énfasis se pondrá en el interés que tiene el estudio de la rentabilidad de un SPP. Esta no es solo el indicador principal de su propia eficiencia, sino que también es muy importante para su propia salud, pues la capacidad de un SPP para ganar legitimidad, atraer nuevos afiliados y reducir los problemas de evasión y elusión depende directamente de dicha rentabilidad. Explicaremos luego la diferencia entre la rentabilidad neta —recibida por los afiliados— y la rentabilidad bruta producida por el SPP. Para ello mostraremos que la diferencia entre ambas surge de la existencia de comisiones cobradas por las AFP a sus afiliados y argumentaremos que la que interesa a los afiliados es la rentabilidad neta.

En parte, la poca atención que se presta a la rentabilidad neta resulta de su relación algo complicada con la rentabilidad bruta en el caso un sistema como el peruano de comisiones por flujo, pues depende, entre otras cosas, del número de periodos considerados, algo que no ocurre en el caso de comisiones por saldo. Eso hace interesante proyectar el comportamiento de la rentabilidad neta en el futuro, bajo ciertos supuestos en relación con el comportamiento de la rentabilidad bruta y de las comisiones cobradas por las AFP.

Pero el análisis de la eficiencia del SPP peruano no puede limitarse al estudio de su rentabilidad bruta y su rentabilidad neta, pues aquellas son las que perciben sus afiliados activos; los jubilados también ganan una rentabilidad, la cual está implícita en el monto de la pensión que reciben, y que —mostraremos— es mucho menor que la que reciben como afiliados activos.

Gran parte del interés del estudio de la rentabilidad de un SPP proviene de que tal rentabilidad es uno de los principales determinantes de su capacidad para satisfacer las expectativas de sus afiliados, que puede resumirse en un solo indicador: su tasa de reemplazo —medida como la pensión que recibe un jubilado como fracción de su sueldo al jubilarse—. Este indicador será proyectado tomando en cuenta no solo la rentabilidad del SPP, la historia salarial del afiliado y el número de años y la densidad de sus cotizaciones, sino también posibles tasas de inflación que afecten el poder adquisitivo de su pensión.

Nuestros cálculos, válidos para un sistema de comisión por flujo con una tasa de aportación de 10% y una rentabilidad real de 8%, nos permiten proyectar una tasa de reemplazo de 110% luego de 40 años de aportaciones, pero dicha tasa baja a 55% si la densidad de cotización promedio actual es de 0.5 y baja aún más, a 44%, si asumimos una tasa de inflación anual de 3% durante el periodo en que un jubilado típico recibe su pensión. Aunque estas proyecciones mejoran ligeramente si consideramos un perfil salarial diferente, de todas maneras podemos decir que si bien nuestras proyecciones no son muy optimistas, los resultados por ser observados finalmente podrían ser aún menos favorables, en tanto que nuestros supuestos de una rentabilidad real de 8% y una inflación de 3% podrían ser muy optimistas.

Finalmente, consideraremos un sistema de comisión por saldo, como el que se busca instalar con la última reforma del SPP peruano, y mostramos que, en tal caso, dicha tasa de reemplazo debe ser aún menor que en el caso de un sistema de comisión por flujo.

5.1 LA IMPORTANCIA DE LA RENTABILIDAD DE UN SPP

En el punto 1.6 del primer capítulo discutimos las diferentes formas en que se puede evaluar la *performance* de un sistema de pensiones y enfatizar la importancia de usar el criterio de eficiencia, la cual —en el caso de un sistema privado— puede ser medida por la rentabilidad de los fondos administrados. De acuerdo con Rofman y Olivieri (2012), distinguimos dos criterios generales de medición de la *performance* de un sistema de pensiones privado, que son cobertura (proporción de la población cubierta por el sistema) e idoneidad (nivel de los beneficios recibidos por los pensionistas). A partir de esto, debemos remarcar que ambos criterios —cobertura e idoneidad— están intrínsecamente conectados entre sí, mediante la rentabilidad del sistema.

Para comprender esto último es importante que percibamos un SPP como un juego entre cuatro agentes: por un lado las AFP y sus propietarios, los consorcios bancarios, y, por otro, el Estado regulador, las empresas (empleadores) y los afiliados (trabajadores). En el corto plazo, tanto las empresas como los afiliados perciben el SPP básicamente como un costo¹. Sin embargo, los trabajadores estarán dispuestos a cooperar con las AFP y el Estado regulador —y afiliarse al SPP y exigir a sus empleadores que aporten al SPP las contribuciones que les son descontadas— siempre y cuando perciban al SPP como rentable en el largo plazo. Sin esta percepción, dicha cooperación no estaría garantizada, y no solo las empresas, sino también el Estado, podrían buscar comprar la anuencia de los trabajadores a regímenes de empleo o incrementos de salario mediante los que se pueda eludir el SPP.

¿A qué nos referimos con esto? Básicamente a dos fenómenos. El primero ocurre cuando el empleador acepta contratar a un trabajador, pero no como un trabajador dependiente, sino bajo la figura de locación de servicios, bajo la cual no está sujeto a realizar contribuciones al SPP.

¹ Que las contribuciones al SPP las hagan nominalmente los trabajadores y no las empresas no impide que estas suelen referirse a tales contribuciones como un «sobrecosto».

Ceteris paribus, si el trabajador percibe al SPP como muy rentable, aceptará tal figura solo si se le paga un premio, el monto que podría hacer que el uso de tal figura perdiera sentido para el empleador. De no ser así —esto es, si el trabajador no percibe al SPP como muy rentable—, el trabajador no tendrá interés en exigir tal premio, por lo que el uso de la figura de locación de servicios resultaría viable para el empleador. Y es esta última situación la que parece haber estado ocurriendo en la economía peruana, en la que ha venido creciendo la contratación de trabajadores bajo la figura de locación de servicios, aun cuando lo que hay es una relación de dependencia².

El segundo fenómeno ocurre cuando el trabajador ya ha sido contratado bajo una relación de dependencia y está afiliado al SPP. En este caso, el empleador puede estar dispuesto a otorgar un aumento de salarios —probablemente de tipo no monetario— pero solo bajo la condición de no tener que pagar contribuciones sociales. Este es un caso similar al anterior, en el sentido de que los trabajadores estarían particularmente dispuestos acogerse a él si es que no perciben al SPP como particularmente rentable. Es más, en este caso las empresas pueden también obtener la colaboración del Estado regulador, el cual accedería a un esquema como este con fines políticos, o sea, para buscar la simpatía de los asalariados. De hecho, esta opción ya fue hecha realidad cuando, en abril de 2009, el gobierno de García dispuso que las gratificaciones otorgadas a los trabajadores por sus empleadores estuvieran exoneradas —supuestamente de manera temporal— de descuentos por aportes, comisiones y seguro de vida del SPP, aunque con esto solo se estaba haciendo realidad una idea que ya tenía casi diez años circulando en el ambiente político³.

² Ver declaraciones del viceministro de trabajo en diario *Gestión* de 8 de junio de 2001.

³ Con ocasión del Día del Trabajo, en mayo del año 2000 la Comisión de Trabajo y Seguridad Social del Congreso aprobó un proyecto de ley que faculta a los empleadores a otorgar bonificaciones especiales que no estén afectas a ningún tributo ni carga social, excepto el impuesto a la renta. Véase documentación correspondiente al año 2000 de la Comisión de Trabajo y Seguridad Social en la página web del Congreso de la República.

Además de estos dos fenómenos, existe un tercero que, aunque no configura un mecanismo de elusión, sí refleja el hecho de que algunos de los agentes envueltos —los empleadores en este caso— siempre parecen encontrar la manera de diferir el cumplimiento de sus obligaciones con el SPP, pues cuentan con la anuencia del Estado y la pasividad de los trabajadores. Es por eso que el gobierno ha tenido que emitir normas que otorgan a los empleadores la posibilidad de conciliar y sincerar, libre de intereses o multas, las deudas que tuvieran con el SPP; tal es el caso del Régimen de Reprogramación de Aportes al Fondo de Pensiones⁴.

Todo esto sirve para entender el rol crucial de la rentabilidad del SPP para su vitalidad e incluso su supervivencia. Si la rentabilidad producida por el SPP (la rentabilidad bruta) fuese nula, esto convertiría al SPP en un juego suma cero, en el que no hay posibilidad de cooperación entre los agentes envueltos. Pero la situación no es esa. La rentabilidad bruta del SPP es positiva y existe la posibilidad de que todos ganen y cooperen. El problema es que si las ganancias no son distribuidas adecuadamente —circunstancia que se reflejaría en una rentabilidad obtenida por los afiliados (la rentabilidad neta) muy baja, e incluso negativa, al menos circunstancialmente—, ello podría llevar no solo a una caída de la tasa de crecimiento del fondo administrado, sino también a una generalización de los mecanismos de elusión del SPP, que amenazarían la supervivencia misma del sistema. En otras palabras, si los trabajadores perciben que la rentabilidad neta real del SPP no es la adecuada, no solo van a acceder sino que ellos mismos promoverán el uso de mecanismos de elusión. Aun más, dada la importancia del empleo informal y del autoempleo en el Perú, una adecuada rentabilidad del SPP es la única manera efectiva no solo de atraer a los trabajadores independientes, sino de hacer que estos realicen sus contribuciones con puntualidad. Si bien la ley 29903

⁴ Véase ley 27130 del 2 de junio de 1999.

de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, de julio de 2012, busca hacer obligatoria la afiliación al sistema de pensiones —público o privado— de trabajadores independientes, su efectividad en ese sentido va a depender de la percepción que tengan los potenciales afiliados de la rentabilidad del sistema.

En resumen, lo que queremos argumentar va en el sentido de que si el principal objetivo del SPP es el incremento de la tasa de ahorro, la variable clave que debe considerarse si queremos evaluar si es que el SPP está cumpliendo con su papel es su rentabilidad, no solo porque una mayor rentabilidad debe traducirse en una mayor tasa de crecimiento del fondo, sino también porque de ser esta insuficiente, los agentes económicos encontrarán la manera de eludir el sistema. Es más, debemos subrayar que la rentabilidad del SPP es de particular importancia en el caso del SPP peruano, cuyas reglas de juego no ofrecen ninguna garantía significativa a los afiliados, que los proteja de los diversos riesgos que afrontan sus ahorros administrados por las AFP.

Pero el énfasis que ponemos en el rol de la rentabilidad del SPP tampoco implica que estemos ignorando los beneficios adicionales que este tiene en relación con los mercados financieros en el país: su profundización, su estabilidad y su eficiencia. Muy por el contrario, ya que reconocer la trascendencia de tales beneficios adicionales debe servirnos para poner aún más de relieve la importancia de alcanzar satisfactoriamente el objetivo primario (aumentar la tasa de ahorro), para lo cual es imprescindible que la rentabilidad del sistema sea la adecuada.

5.2 RENTABILIDAD BRUTA VS. RENTABILIDAD NETA EN UN SPP

Aunque las cifras de rentabilidad bruta del SPP exhiben una fuerte inestabilidad en el periodo 1993-2012, aparecen sin lugar a dudas como satisfactorias, sobre todo si tenemos en cuenta que se trata de tasas reales, en las que se ha tomado en cuenta —o descontado— el efecto de la inflación (ver cuadro 3.14, en el capítulo 3). Sin embargo,

estas tasas están en cierta medida «infladas», en tanto que no toman en cuenta las comisiones pagadas por los afiliados a las AFP, algo muy importante teniendo en cuenta que aquellas son particularmente elevadas, tal como vimos en el punto 11 del capítulo 3.

Si tomamos en cuenta las comisiones cobradas por las AFP a sus afiliados, podremos distinguir entre la rentabilidad bruta producida por el SPP, y la rentabilidad neta, que es la que perciben (o llega a) los afiliados. Es decir, el pago de comisiones por los afiliados introduce una brecha entre la rentabilidad bruta —la cual resulta de comparar la evolución del valor del fondo con los montos aportados por los afiliados durante el periodo considerado, y que es la medida de rentabilidad más usualmente empleada por los organismos reguladores o supervisores, por las AFP y en los medios— y la rentabilidad neta —que resulta de comparar la evolución del valor del fondo con la suma de los montos aportados más las comisiones pagadas por los afiliados, y que debe ser menor que la primera.

Es también muy importante entender que la rentabilidad que interesa al afiliado es la rentabilidad neta. De hecho, un aumento de la rentabilidad bruta que no afecte de manera recurrente la rentabilidad neta —digamos que por un aumento en las comisiones cobradas por las AFP— no solo no beneficia al afiliado sino que también puede ser visto como un aumento del precio que debe pagar por el servicio recibido. Es decir, la contribución al producto (el valor agregado) de una AFP en un periodo determinado está dada por el aumento en el valor del fondo administrado que no resulte de nuevas aportaciones, contribución de la cual la AFP capta una porción mediante el cobro de una comisión de administración. Existe, pues, un conflicto relativo de intereses entre una AFP y sus afiliados, ya que —dado el tamaño del «pastel»— una mayor comisión implicará necesariamente una pérdida —o menor rentabilidad neta— para los afiliados.

Otra razón por la cual podemos afirmar que la rentabilidad que interesa al afiliado es la rentabilidad neta es que esta es la variable pertinente

si un afiliado quiere comparar la rentabilidad de activos financieros alternativos, especialmente aquellos que no conlleven el pago de comisiones de administración, con el fin de tomar una decisión sobre sus inversiones.

Para terminar de entender la diferencia entre la rentabilidad bruta y la rentabilidad neta, así como la relación que debe existir entre ambas, necesitamos examinar la manera en que podemos calcularlas. Con ese propósito, es preciso considerar dos posibilidades, según cuál sea la regla usada para determinar el monto de las comisiones cobradas por las AFP; esto es, el caso de las comisiones por flujo, en el cual las comisiones son fijadas como un porcentaje del ingreso (o salario) del afiliado, y el caso de las comisiones por saldo, en el cual las comisiones son fijadas como un porcentaje del valor del fondo acumulado por el afiliado. Las contribuciones mensuales de un afiliado al SPP están compuestas por tres partes:

- A = aportaciones a su fondo de pensiones, que toman la forma de una fracción a del salario W del afiliado, de tal forma que $A = a \times W$.
- C = comisiones pagadas a la AFP, que pueden tomar la forma de una comisión por flujo igual a una fracción cf del salario del afiliado —en cuyo caso $C = cf \times W$ — o de una comisión por saldo igual a una fracción cs del valor de su cuenta individual de capitalización —en cuyo caso $C = cs \times CIC$.
- P = primas de seguros (P).

Asumiendo que las primas de seguros P están valoradas a precios competitivos, podemos considerarlas como el pago de un servicio, por lo que nos quedan dos alternativas para calcular la rentabilidad neta del SPP, según cuál sea el tipo de comisión que cobran las AFP; esto es, comisiones por flujo o comisiones por saldo.

En el caso de *comisiones por flujo*, dadas las aportaciones A_t —que representamos como aW_t — y el fondo CIC_N acumulado por un afiliado luego de N periodos (anuales) de aportaciones continuas, la rentabilidad bruta promedio rb puede calcularse usando la siguiente expresión:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N aW_t (1+rb)^{N-t} \quad (1)$$

Debemos agregar que, así como podemos usar la ecuación (1) para calcular rb , a partir del fondo CIC acumulado y la historia de aportaciones, también la podemos usar para calcular y proyectar el fondo CIC a partir de una rentabilidad bruta y una historia de aportaciones dadas.

Si queremos calcular la rentabilidad neta rn a partir del fondo CIC acumulado y la historia de aportaciones, debemos reescribir la ecuación (1), de tal manera que incluyamos la comisión $cf \times W$ en la contribución del afiliado:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N (a+cf)W_t (1+rn)^{N-t} \quad (2)$$

Al comparar (1) con (2) podemos deducir que rn debe ser menor que rb , y que la diferencia entre ambas debe disminuir cuando baja el valor de cf o aumenta el valor de N , pero no mucho más. La distinción entre rentabilidad bruta y rentabilidad neta es muy importante porque, tal como señalan Morón y Carranza (2003, p. 99), dicha rentabilidad neta no puede calcularse simplemente como la diferencia entre la tasa de rentabilidad bruta y la comisión cobrada (digamos que $rb-cf$) del periodo correspondiente. Eso sería obviamente un error en el caso específico de comisiones por flujo (una fracción del salario del afiliado), aunque no en el caso de comisiones por saldo (una fracción del valor del fondo acumulado por el afiliado)⁵.

⁵ Morón y Carranza no distinguen de manera explícita estas dos posibilidades.

En efecto, en el caso de comisiones por flujo, la relación entre la rentabilidad bruta rb y la rentabilidad neta rn puede establecerse igualando los lados derechos de las ecuaciones (1) y (2):

$$\sum_{t=1}^N aW_t(1+rb)^{N-t} = \sum_{t=1}^N (a+cf)W_t(1+rn)^{N-t} \quad (3)$$

Como podemos ver, si tomamos como dada una evolución de los salarios del afiliado a lo largo del periodo considerado (W_t), la ecuación (3) puede ser usada para calcular la rentabilidad neta rn —y su diferencia con la rentabilidad bruta rb — a partir de la comisión cf , la tasa de aportación a , y el número de periodos considerados N . El problema es que la ecuación (3) no tiene una solución analítica, por lo que para establecer una relación más aparente entre rb y rn recurriremos más adelante a la simulación y el análisis numérico.

Sin embargo, en el caso de una *comisión por saldo* cs , tal como la introducida por la reforma de Humala, la relación entre rb y rn es clara y bastante sencilla. En efecto, dada una rentabilidad bruta promedio rb , luego de N periodos de aportaciones continuas, el valor del fondo CIC acumulado por un afiliado que paga como comisión una fracción cs de su fondo estaría dado por la siguiente expresión:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N aW_t [(1+rb)(1-cs)]^{N-t} \quad (4)$$

De la misma manera como podíamos hacer con la ecuación (1) en el caso de una comisión por flujo cf , en este caso podemos usar la ecuación (4) no solo para calcular rb a partir del fondo CIC acumulado, la comisión por saldo cs , y la historia de aportaciones $a \times W_t$, sino también para calcular y proyectar el fondo CIC a partir de valores presumidos de esas mismas variables.

Para calcular la rentabilidad neta rn en el caso de una comisión por saldo cs podemos reescribir la ecuación (4), haciendo $cs = 0$ y sustituyendo rb por rn . Un resultado similar se obtendría modificando la

ecuación (2), haciendo $cf=0$ y sustituyendo rb por rn . En ambos casos obtenemos la misma ecuación:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N aW_t (1+rn)^{N-t} \quad (5)$$

Para establecer la relación entre rb y rn podemos igualar los lados derechos de las ecuaciones (4) y (5), lo que nos permite obtener:

$$1 + rn = (1 + rb)(1 - cs)$$

$$1 + rn = 1 + rb - cs - rb * cs$$

$$rn = rb - cs - rb * cs$$

De lo cual —y asumiendo que tanto rb como cs son dos fracciones pequeñas— se infiere:

$$rn \approx rb - cs \quad (6)$$

Es decir, en el caso de comisiones por saldo, la relación entre la rentabilidad neta rn y la rentabilidad bruta rb es muy sencilla, ya que solamente es afectada por la comisión cs , sin depender de la historia salarial del afiliado Wt , la tasa de aportación a , o el número de periodos considerados N , tal como ocurría en la ecuación (3) en el caso de la comisión por flujo.

Antes de pasar a los puntos concernientes a la medición y proyección, tanto de la rentabilidad bruta como de la rentabilidad neta del SPP peruano, debemos agregar que las tasas rb y rn deben corresponder a la periodicidad (mensual o anual) de la información usada en las ecuaciones, y que —en todo caso— siempre es posible convertir una tasa mensual en una anual (y viceversa).

De la misma manera, rb y rn pueden ser tasas nominales o reales, y serán tasas reales solo si los salarios (Wt) y el valor de CIC_N son medidos usando una unidad monetaria con un poder adquisitivo constante, para lo cual podemos usar el índice de precios al consumidor (IPC).

También debemos enfatizar que las rentabilidades rb y rn obtenidas usando las ecuaciones (1) o (6) son tasas promedio para un lapso considerado de N periodos, asumiendo un valor inicial del fondo CIC igual a cero. Si nos interesan —en el caso de las comisiones por flujo— las tasas promedio durante un subperiodo determinado, al inicio del cual ya existe un fondo acumulado diferente de cero (CIC_0), podemos modificar la ecuación (3) de la siguiente manera:

$$CIC_N = CIC_0 (1 + rb)^N + \sum_{t=1}^N aW_t (1 + rb)^{N-t} \quad (1a)$$

$$CIC_N = CIC_0 (1 + rn)^N + \sum_{t=1}^N (a + cf) W_t (1 + rn)^{N-t} \quad (2a)$$

En el caso de las comisiones por saldo, podemos tomar en cuenta la existencia de un fondo inicial diferente de cero (CIC_0) ajustando las ecuaciones (4) y (5) de la manera apropiada, aunque en este caso el ajuste que se haga dependerá de si la comisión cs afecta también el fondo inicial.

Teniendo clara la diferencia entre rentabilidad bruta y rentabilidad neta, pasaremos ahora a considerar la medición de la rentabilidad neta (punto 5.3) y la medición y proyección de la rentabilidad neta (puntos 5.4 y 5.5) del SPP peruano.

5.3 LA MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD BRUTA

En el caso de la medición de la rentabilidad bruta, debemos recalcar que su transcendencia no es menoscabada por la importancia de la rentabilidad neta que hemos argumentado en el punto anterior, ya que, por ejemplo, en el caso de la comisión por flujo, es la rentabilidad bruta —junto con las aportaciones, pero independientemente de la rentabilidad neta— la que determina el valor del fondo CIC acumulado al periodo N (y, por tanto, de la pensión), tal como pudimos ver en la ecuación (1). La situación es diferente en el caso de las comisiones

por saldo, en que el valor del fondo acumulado depende no solamente de la rentabilidad bruta, sino también de las comisiones (y, por tanto, de la rentabilidad neta). Debemos, pues, prestar atención a la rentabilidad bruta del SPP, y tomar en cuenta que el valor de la rentabilidad neta no es necesario —o suficiente, en el caso de la comisión por saldo— para determinar el valor del fondo CIC a partir de las aportaciones de los afiliados.

Como ya hemos mencionado, el concepto de rentabilidad que usualmente manejan las AFP y la SBS es el de rentabilidad bruta real del fondo tipo 2, y las tasas anuales que publica la SBS sobre esta variable para el SPP para el periodo 1994-2012 ya fueron presentadas en el cuadro 3.14 del capítulo 3, pero vale la pena que repasemos dichas tasas para los subperiodos 1993-2001 (6.35%), 2001-2007 (18.63%), y 2007-2012 (0.42%), así como el promedio total para el periodo 1993-2012 (8.22%).

Las cifras de la rentabilidad bruta real publicadas por la SBS resultan de usar el valor cuota deflactado, dividiendo el valor final entre el inicial, y hallando la raíz correspondiente. Hemos usado este procedimiento para calcular mes por mes la rentabilidad bruta real acumulada para el periodo enero 1994-octubre 2012, siendo las cifras correspondientes a enero 1995-octubre 2012 presentadas en el gráfico 5.1. De esta manera, la primera observación en tal gráfico corresponde a la rentabilidad anual del periodo enero 1994-enero 1995, la segunda a enero 1994-febrero 1995, etcétera. Entonces, cada observación mensual no mide la rentabilidad de ese mes⁶, sino la rentabilidad acumulada (o promedio) a ese mes, en términos anuales, desde enero de 1994. En este caso, el último valor de la serie presentada en el gráfico 5.1 (8.21%), es el que corresponde al 8.22% presentado en el cuadro 3.14, y —como podemos ver— la diferencia entre ambos estimados es mínima, y podemos considerarlos básicamente iguales entre sí, con un valor de, digamos, 8.2%.

⁶ Tal como se hacía en el gráfico 3.8.

Este promedio acumulado es un indicador de mucha importancia, pues —dado que un mayor número de observaciones disminuye la varianza del promedio— su variabilidad debe tener una relación inversa con el número de años considerados, de tal manera que cambios futuros en la rentabilidad anual tendrán un efecto cada vez menor sobre el promedio acumulado. A pesar de ello, en el gráfico 5.1 no es del todo aparente que la variabilidad de la serie vaya decreciendo con el pasar del tiempo.

Gráfico 5.1
Rentabilidad bruta real anual acumulada SPP
agosto 1994-diciembre 2012



Fuente: cálculos propios usando valor cuota (SBS) e Índice de Precios al Consumidor (INEI).

Por otro lado, en el cuadro 5.1 podemos ver la rentabilidad real del SPP por tipo de fondo para el periodo 2008-2012⁷. El interés de estas cifras es que nos permiten observar que la rentabilidad de cada tipo

⁷ El sistema multifondos empezó a operar en 2002, por lo que cifras anuales de sus rentabilidades solamente son observables a partir de 2003.

de fondo no corresponde a su nivel de riesgo: al ser el fondo tipo 3 el más riesgoso, deberíamos esperar, en principio, que su rentabilidad sea la mayor de las tres, cuando en realidad lo que ha ocurrido es que es la menor de todas. Debemos advertir, sin embargo, que se trata no solamente de un periodo relativamente corto (solo cinco años), sino también atípico, pues cubre el periodo de la Gran Recesión económica mundial que se inició en 2007.

Cuadro 5.1
La rentabilidad real anual del SPP por tipo de fondo (2008-2012)
(porcentajes)

AFP	Fondo de pensiones		
	Tipo 1	Tipo 2	Tipo 3
Horizonte	5.88	2.35	4.21
Integra	3.07	2.86	1.66
Prima	3.93	3.74	1.36
Profuturo	3.20	3.63	2.04
SPP	4.09	3.13	2.20

Fuente: SBS.

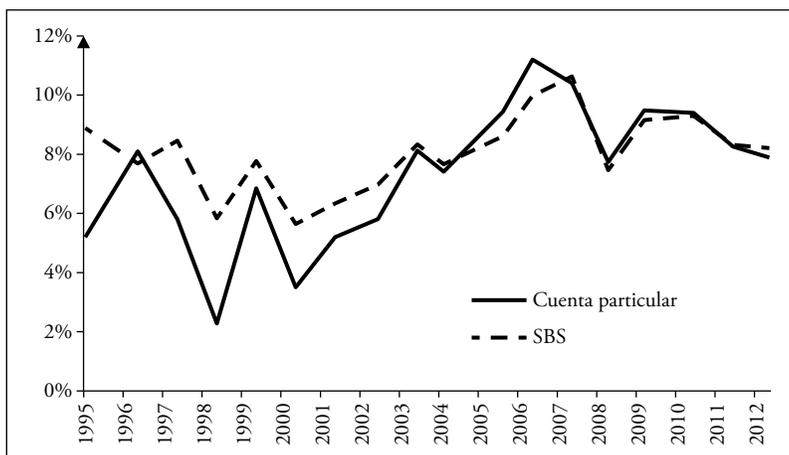
Tenemos también la posibilidad de cotejar las cifras publicadas por la SBS con las que resulten de aplicar el cálculo actuarial a la cuenta individual de capitalización (CIC) de un afiliado al SPP⁸; esto es, usar una versión más general de la ecuación (1), la cual escribimos como:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N A_t (1+rb)^{N-t} \quad (1b)$$

⁸ La cuenta particular usada tiene el Código Único de Identificación del Sistema Privado de Pensiones (CUSSP) 204381JRRAA9.

Hemos empleado la ecuación (1b), los valores de las aportaciones A_t durante periodo noviembre 1993-mayo 2013 y el valor CIC_N del último mes del periodo especificado, midiendo tales valores en unidades monetarias de poder adquisitivo constante —para lo cual se usó el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana—, de lo que se obtuvo una rentabilidad real bruta acumulada rb igual a 7.16% anual⁹. Tal como se puede ver en el gráfico 5.2, esta cifra está ligeramente por debajo de cifra publicada por la SBS para el periodo 1993-2012 (8.19%).

Gráfico 5.2
Rentabilidad real acumulada - cuenta particular, 1995-2012



Fuente: Código Único de Identificación del Sistema Privado de Pensiones (CUSSP) 204381JRRAA9.

En general, la rentabilidad publicada por la SBS —representada por la línea discontinua en el gráfico 5.2, y que corresponde a la serie del gráfico 5.1— tiende a permanecer por encima de la línea con la rentabilidad que hemos calculado para la cuenta particular (línea continua).

⁹ La tasa nominal correspondiente resultó igual a 10.5%.

Podrían sugerirse varias explicaciones para la existencia de tal discrepancia, aunque tememos que ninguna (ni el conjunto de ellas) sea suficiente. Una explicación son los periodos ligeramente diferentes para los que se hacen los cálculos. Otra sería que la SBS está calculando la rentabilidad para un afiliado promedio, mientras que nosotros lo hacemos para un afiliado individual específico.

5.4 MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD NETA USANDO EL CÁLCULO ACTUARIAL

Al momento de considerar la medición de la rentabilidad neta del SPP peruano, nos interesa averiguar no solo cómo se ha comportado dicha rentabilidad durante los 20 años de funcionamiento del SPP, sino también cómo se compara con la rentabilidad bruta y cómo puede ser proyectada hacia el futuro. La medición de la rentabilidad neta es importante porque —como ya hemos indicado— en el caso de comisiones por flujo, la rentabilidad neta no puede ser deducida directamente, sustrayendo la comisión cobrada por las AFP de la rentabilidad bruta.

Al igual que en el caso de la rentabilidad bruta, para realizar la medición de la rentabilidad neta existe la opción de aplicar el cálculo actuarial a una cuenta particular, pero ahora, existe también la posibilidad de aplicar el cálculo actuarial a una cuenta simulada a partir de valores dados para las tasas de aportación, comisiones y rentabilidad del fondo. Además, en el caso de la rentabilidad neta, existe una tercera posibilidad, que consiste en derivar una relación analítica entre la rentabilidad neta y las variables que la explican o determinan —nuevamente, las tasas de aportación, comisiones y rentabilidad del fondo, además del número de periodos considerados—, vínculo que debe tomar la forma de una ecuación; para resolverla habrá que recurrir al análisis numérico. Utilizaremos esta segunda opción en el punto 5.5 para proyectar la rentabilidad neta hacia el futuro.

El cálculo actuarial aplicado a una cuenta particular

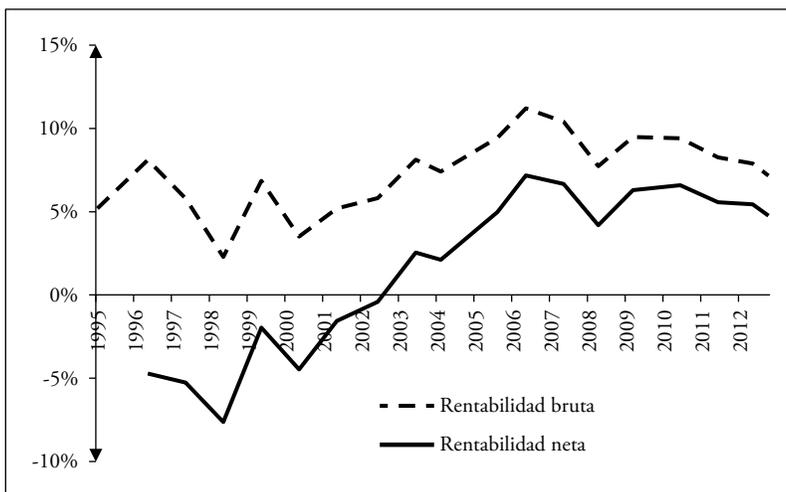
En este caso, podemos empezar con el cálculo de la rentabilidad neta de la cuenta particular que ya hemos aludido, aplicando una versión más general de la ecuación (2), que en este caso sería la siguiente:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N (A_t + C_t) * (1 + rm)^{N-t} \quad (2b)$$

Esta ecuación no puede ser aplicada —o es muy difícil de aplicarse— a cifras agregadas de las aportaciones A_t , las comisiones C_t , y el valor del fondo acumulado CIC_N , puesto que esta última variable está también afectada por las pensiones pagadas a los afiliados que se han jubilado durante el periodo considerado. Esta puede ser una de las razones por la cual la SBS no publica de manera regular cifras sobre la rentabilidad neta del SPP peruano.

Tenemos la opción, sin embargo, de usar la ecuación (2b) y los datos de una cuenta particular, de la misma manera como se usó la ecuación (1b) para el cálculo de la rentabilidad bruta, obtenemos los resultados que son representados por la línea continua en el gráfico 5.3. En el mismo gráfico hemos representado también la rentabilidad bruta correspondiente a la misma cuenta particular, representada por la línea discontinua, y que corresponde a la línea continua en el gráfico 5.2. En el caso del nivel de la rentabilidad neta, parece muy claro el aumento en el valor de esta variable a través de los años se va haciendo menos negativa y, eventualmente, en el año 2003, luego de 10 años de funcionamiento del SPP, se hace finalmente positiva—, de tal manera que la diferencia entre la rentabilidad bruta y la rentabilidad neta va disminuyendo con el tiempo. Podemos observar también en el gráfico 5.3 los similares patrones de evolución de estas variables, que denotan que la principal variable explicativa del comportamiento de la rentabilidad neta es la rentabilidad bruta.

Gráfico 5.3
Rentabilidad anual acumulada cuenta particular, 1995-2012



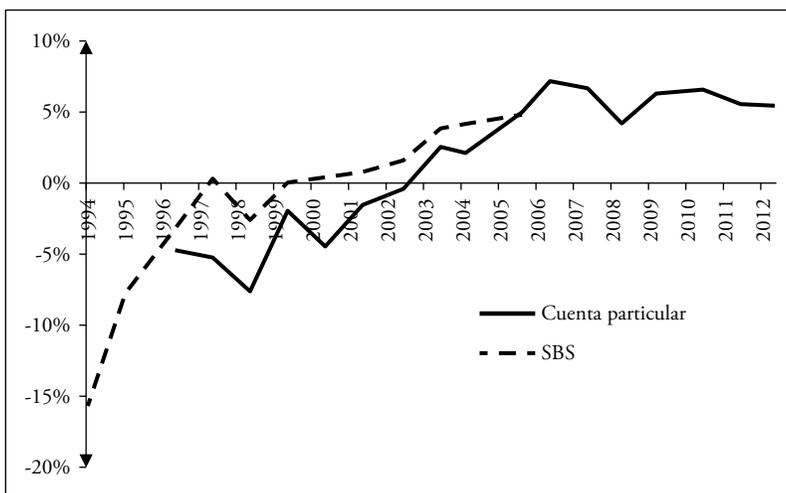
Fuente: Código Único de Identificación del Sistema Privado de Pensiones (CUSSP) 204381JRRAA9.

Puesto que en el gráfico 5.3 no aparecen los valores numéricos específicos de las rentabilidades presentadas, resulta pertinente añadir que la rentabilidad neta real acumulada que se obtiene para el periodo 1994-2012 es de 5.44%; es decir, 2.45 puntos porcentuales por debajo de la rentabilidad bruta acumulada durante el mismo periodo (7.89), lo cual implica que, a través de las comisiones, las AFP se apropiaron de casi la tercera parte (31%) de la rentabilidad total producida. Esta cifra, sin embargo, está afectada por el número de años considerados (19), y debe caer a menos del 10% si consideramos un periodo de, por ejemplo, 40 años¹⁰.

¹⁰ Ver más adelante el punto 5.5 sobre la proyección de la rentabilidad neta.

Como una manera de mostrar la confiabilidad de las cifras de rentabilidad anual acumulada presentadas en el gráfico 5.3 para una cuenta particular, en el gráfico 5.4 mostramos dichas cifras (línea continua), y las cifras correspondientes estimadas por la SBS (línea discontinua). A pesar de que los periodos no son los mismos para ambas series, hasta donde se puede ver, podemos observar que su evolución es similar. Puesto que se trata de rentabilidades acumuladas, las cifras más representativas deben ser las correspondientes al último año para el cual se tienen valores para ambas series, siendo este el año 2006, en el cual ambas series tienen básicamente el mismo valor (alrededor de 5%).

Gráfico 5.4
Rentabilidad neta anual acumulada cuenta particular (1995-2012) y SBS (1994-2005)



Fuente: Código Único de Identificación del Sistema Privado de Pensiones (CUSSP) 204381JRRAA9.

El cálculo actuarial aplicado a una cuenta simulada

Las expresiones del cálculo actuarial representadas por las ecuaciones (1b) y (2b) pueden también ser aplicadas a una cuenta ficticia para medir rb y rm . En este caso, la cuenta ficticia se simula a partir de los vectores de remuneraciones mensuales $[W_1 W_2 \dots W_N]$, las tasas de aportación $[a_1 a_2 \dots a_N]$ y las comisiones $[c_1 c_2 \dots c_N]$ cobradas por las AFP durante el periodo 1 a N , a partir de cuyo uso se generan los términos A_t ($=a_t \times W_t$) y C_t ($=c_t \times W_t$)¹¹. Restaría calcular el valor de la variable CIC_N , que es el valor de la cuenta individual de capitalización del afiliado, valor que se puede expresar como $CIC_N = NC_N \times VC_N$, donde NC_N es el número de cuotas en la cuenta CIC del afiliado, y VC_N es el valor cuota correspondiente, ambas al final del periodo considerado (N). La serie VC_t es publicada por la SBS, por lo que nos restaría calcular NC_N , que es el número total de cuotas compradas por las aportaciones del afiliado durante su afiliación a la AFP. Este número se puede encontrar como la suma del número de cuotas compradas mensualmente por el afiliado, que debe ser igual a la aportación mensual dividida por el valor cuota del mes correspondiente. Esto es,

$$NC_N = \sum_{t=1}^N \left(\frac{A_t}{VC_t} \right) \quad (7)$$

En resumen, las tasas de rentabilidad rb y rm serían calculadas usando las ecuaciones (1b) y (2b) pero en las que se han hecho las siguientes sustituciones: $CIC_N = NC_N \times VC_N$; $A_t = a_t \times W_t$, y $C_t = c_t \times W_t$, según acabamos de explicar. Gran parte del interés de este método reside en que se pueden suponer diferentes tasas de aportaciones y de comisiones, así como afiliados con diferencias en la evolución de sus salarios,

¹¹ Esta última expresión tendría que ser ajustada para tomar en cuenta el cobro de comisiones fijas por las AFP durante los primeros años de funcionamiento del SPP, pero ello no se ha hecho, por la mínima importancia de dichas comisiones.

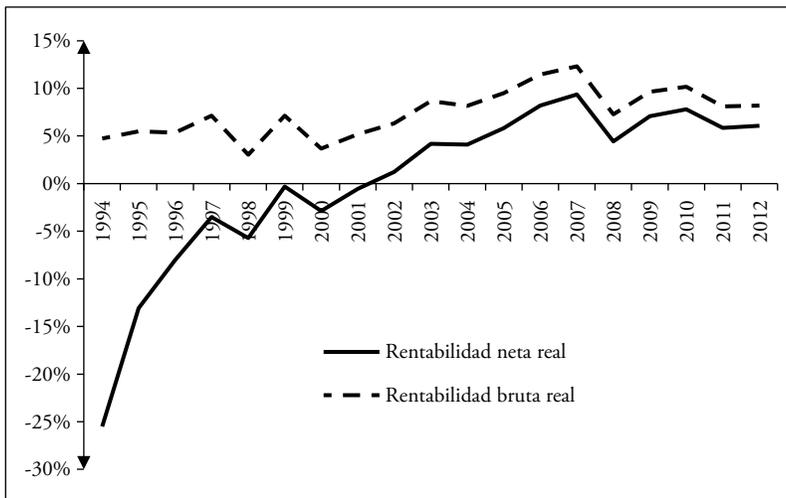
del periodo total y de la frecuencia con que hacen sus aportaciones, etcétera, de tal manera que se puedan examinar las consecuencias que los cambios en dichos factores pueden tener sobre la rentabilidad neta del SPP para sus afiliados. No hacemos un supuesto explícito sobre la densidad de cotización, pero, como explicamos en el punto 5.5, no necesitamos suponer que es de 100%, sino solamente que se mantiene relativamente constante a lo largo del tiempo.

Los resultados de un primer ejercicio muy sencillo usando este método son presentados en el gráfico 5.5. En este caso la rentabilidad es calculada para el periodo enero 1994-octubre 2004, básicamente los primeros 19 años de funcionamiento del SPP. Los cálculos se han hecho para un afiliado ficticio, con un ingreso mensual fijo en términos reales¹², y lo que se obtiene son resultados similares a los determinados en el caso de la cuenta particular y presentados en el gráfico 5.3. En efecto, en ambos gráficos, un detalle que sobresale es que la rentabilidad neta acumulada recién se hace positiva en el año 2002, lo cual revela sobre quiénes recayó el costo de creación del SPP en el Perú: no fue sobre el Estado ni sobre las AFP, sino sobre los trabajadores afiliados.

Como se puede ver en cuadro 5.2, la rentabilidad bruta que se obtiene en el caso de la cuenta simulada (8.17%) está bastante cerca de las publicada por la SBS (8.19%) y la obtenida para la cuenta particular (7.89%), lo cual muestra la confiabilidad de nuestras estimaciones. En el caso de la rentabilidad neta, la situación es algo distinta, para empezar porque la SBS no ha publicado una estimación de la rentabilidad neta acumulada hasta el año 2012, pero también porque la rentabilidad neta que resulta de la aplicación del cálculo actuarial a la cuenta particular (5.44%) es poco más de 10% más baja que la que resulta de la cuenta simulada (6.08%).

¹² El supuesto de salario real fijo resulta razonable, dado el estancamiento de los salarios reales durante el periodo considerado. Algunas opciones adicionales sobre el comportamiento del salario real son consideradas en el punto 5.7, para el caso de la proyección de la tasa de reemplazo del SPP.

Gráfico 5.5
Rentabilidad anual acumulada de cuenta simulada SPP,
1994-2012



Cálculos propios.

Cuadro 5.2
Rentabilidades reales acumuladas-cuenta particular y cuenta simulada
(1994-2012)

SBS	Cuenta particular		Cuenta simulada	
Bruta	Bruta	Neta	Bruta	Neta
8.19%	7.89%	5.44%	8.17%	6.08%

Fuente: data SBS y cálculos propios.

5.5 PROYECCIÓN DE LA RENTABILIDAD NETA USANDO EL ANÁLISIS NUMÉRICO

Los cálculos de la rentabilidad neta presentados en el punto 5.4, al considerar un plazo relativamente corto de unos 19 años, no toman en cuenta el hecho de que las comisiones por flujo cobradas por las AFP son un porcentaje de los salarios de los afiliados, por lo que su costo debe ir perdiendo peso en relación con el valor del fondo al pasar los años, lo que debe repercutir en un aumento de la rentabilidad neta si se considera un periodo más largo. Procederemos, entonces, a usar el análisis numérico para proyectar la rentabilidad neta del SPP a partir de las relaciones ya derivadas del cálculo actuarial. Es decir, dado que ya hemos presentado evidencias sobre el comportamiento de la rentabilidad neta hasta 2012 (primeros 19 años)¹³, lo que nos interesa ahora es proyectar dicha rentabilidad neta hacia adelante, hasta 40 años de aportaciones continuas.

Una alternativa para la proyección de la rentabilidad neta del SPP es derivar una ecuación que sirva para calcular tal rentabilidad a partir de valores dados de la tasa de rentabilidad bruta rb , la tasa de aportación a , las comisiones cf cobradas por las AFP, y el lapso transcurrido N . Para ello debemos tener presente la ecuación (3) que ya conocemos, y que nos proporciona la relación entre la rentabilidad bruta (rb) y la rentabilidad neta (rn) luego de N años de aportaciones continuas. A partir de la ecuación (3) podemos presentar un ejemplo sencillo, asumiendo en la ecuación (3) valores fijos para el salario real W la rentabilidad bruta rb , la tasa de aportación a y la comisión por flujo cf , a lo largo de N periodos¹⁴. Puesto que en la ecuación (3) la única variable medida en unidades monetarias es el salario (W), tendremos que, si se trata de salarios reales, entonces las rentabilidades rb y rn deben ser también reales.

¹³ Ver gráficos 5.3, 5.4 y 5.5.

¹⁴ Debemos recordar que en el gráfico 5.5 ya hicimos el supuesto de un salario real constante.

Si manipulamos las sumatorias en la ecuación (3) podemos obtener la siguiente ecuación:

$$W * a * \frac{[(1 + rb)^N - 1]}{rb} = W (a + cf) * \frac{[(1 + rn)^N - 1]}{rn} \quad (3a)$$

Esta ecuación (3a) puede ser reescrita como:

$$(1 + rn)^N - Arn - 1 = 0 \quad (8)$$

$$\text{Donde } A = \frac{a}{a + cf} * \frac{(1 + rb)^N - 1}{rb}$$

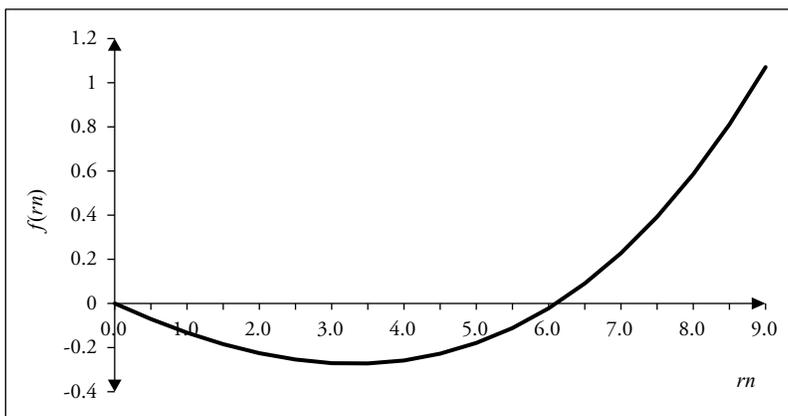
El problema que tenemos con la ecuación (8) es que N puede ser un número muy grande, aun si medimos las variables en periodos anuales, por lo que la ecuación no admite una solución algebraica¹⁵. Si bien la ecuación tiene una raíz en el origen ($rn = 0$), esta es una solución trivial que no interesa. Esto no significa, sin embargo, que el problema no pueda ser resuelto, pues podemos recurrir al análisis numérico para resolver la ecuación. Para ello podemos empezar reemplazando en la ecuación (7) y en A, los promedios históricos de las variables rb ($= 0.0817$), a ($= 0.089$), cf ($= 0.021$), durante los primeros 19 años de funcionamiento del SPP peruano ($N = 19$), tras lo cual la ecuación (8) se transforma en:

$$f(rn) = (1 + rn)^{19} - 34.1325192rn - 1 = 0 \quad (8a)$$

Como una manera de hacer que el análisis numérico apele a nuestra intuición, primero podemos presentarlo gráficamente, tal como hacemos en el gráfico 5.6, en el cual la solución de la ecuación (8a) está dada por el valor de rn para el cual $f(rn)$ cruza el eje horizontal, que, en este caso, podemos observar está alrededor de $rn = 0.06$, o sea, 6%.

¹⁵ Según nos recuerda Wolfram (1999), en general no es posible expresar las soluciones de ecuaciones de quinto o mayor grado como fórmulas matemáticas explícitas.

Gráfico 5.6
Solución gráfica de ecuación (8a) de rentabilidad neta

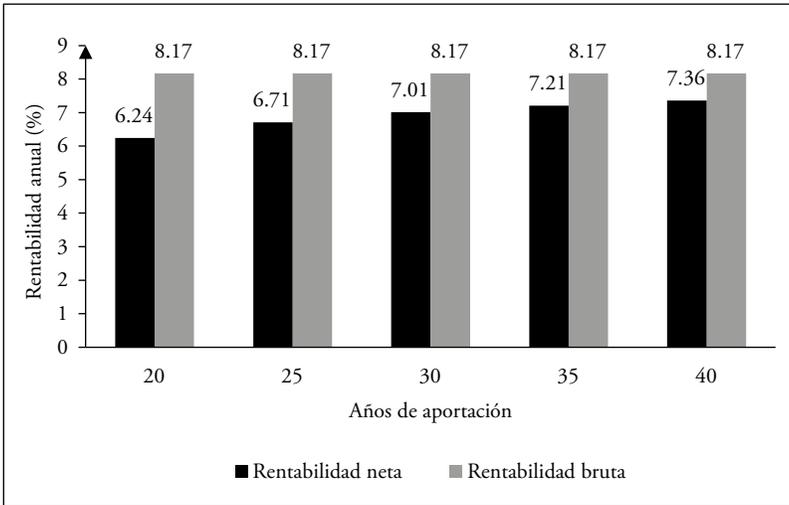


Cálculos propios.

Pero lo que nos interesa hacer es proyectar el valor de rn hacia el futuro, o sea, considerar valores para N de entre 20 y 40 años. Para ello necesitamos métodos más sistemáticos y precisos que aquellos que supone una solución gráfica. De entre los métodos proporcionados por el análisis numérico para encontrar la raíz real de una función continua, podemos tomar prestado uno de los métodos iterativos para aplicarlo a la solución de la ecuación (8a). El método que emplearemos es uno de los algoritmos más sencillos desarrollados por el análisis numérico en este campo. Se trata del *método de la pendiente*, el cual reseñamos en el anexo 5.1. Como podemos observar, el algoritmo de este método converge rápidamente, de tal forma que luego de seis iteraciones encontramos un valor para rn igual a 0.0610849, que es una solución mucho más precisa que «alrededor de 0.06» que teníamos con la solución gráfica del problema. A esto debemos agregar que la raíz que arroja el método de la pendiente (0.0610849 o 6.11%), es de un valor casi igual al obtenido en el cuadro 5.2 para la cuenta simulada (6.08%), lo cual respalda la precisión de nuestros cálculos.

Pero si lo que nos interesa hacer es proyectar el valor de m hacia el futuro, debemos ahora usar la misma técnica empleada para resolver la ecuación (8a), para resolverla cuando el número de años de aportaciones continuas N toma valores mayores a 19. Estos resultados son presentados en el gráfico 5.7.

Gráfico 5.7
Proyección de la rentabilidad neta real con 20-40 años de aportaciones



Cálculos propios.

Como podemos observar en el gráfico 5.7, de mantenerse constantes los valores de las diversas variables envueltas —es decir, a , cf , rb , e incluso W — lo que se debe encontrar es un incremento paulatino de la rentabilidad neta, la cual sube de 6.24% luego de 20 años de aportaciones, a 7.36% luego de 40 años. Obviamente, el supuesto que ciertas básicas variables envueltas permanecen constantes a lo largo del tiempo no es necesariamente correcto, y en la siguiente sección consideraremos la posibilidad de que el salario W no permanezca constante.

Finalmente, debemos poner de relieve que, en la proyección de la rentabilidad neta, no necesitamos hacer un supuesto explícito sobre la densidad de cotización de los afiliados. Como pudimos ver en el cuadro 3.2, en un momento dado, por lo general cotiza alrededor del 50% de los afiliados activos al SPP peruano. Obviamente, una menor densidad de cotización no puede afectar la rentabilidad bruta rb , pero tampoco podría hacerlo con la rentabilidad neta rn si tiene un comportamiento relativamente aleatorio y uniforme a lo largo del periodo activo del afiliado, como podría ser el caso —por ejemplo— en el que el afiliado cotiza no doce veces, sino solamente seis veces al año.

Pero la situación sería diferente si —quizá— la frecuencia de cotización de un afiliado es mayor (o menor) al comienzo que al final de su periodo activo. No podemos, sin embargo, considerar aquí tal posibilidad por falta de información, pues ni las AFP ni la SBS publican datos al respecto.

5.6 LA RENTABILIDAD DEL FONDO CIC DE UN JUBILADO

Aunque los jubilados del SPP tienen la opción de escoger entre cinco diferentes modalidades de pensión —siendo estas retiro programado, renta vitalicia (en principio, individual o familiar), renta temporal con renta vitalicia diferida, renta mixta y renta vitalicia bimoneda— el monto de la pensión P_N que deben percibir está determinado básicamente por el valor del fondo acumulado por el afiliado al momento de su jubilación, luego de N años de aportación (CIC_N), siguiendo la siguiente regla:

$$P_N = \frac{CIC_N}{CRU} \quad (9)$$

En esta ecuación, el capital requerido unitario (CRU) es una cifra cuyo valor resulta de combinar una tabla de mortalidad —esto es, la edad y expectativas de vida del jubilado— con una tasa de descuento, de tal forma que el valor actual (o descontado) esperado de los pagos

que recibirá a lo largo de su periodo de retiro sea igual al monto de su fondo acumulado al momento de jubilarse (CIC_N). De esta manera, en el caso de un jubilado de 65 años de edad que debe recibir una pensión anual vitalicia con un valor nominal fijo P_N , debe cumplirse que:

$$CIC_N = P_N \sum_{t=65}^{110} \frac{P_t}{(1+d)^{t-65}} \quad (10)$$

Donde el número 110 corresponde a la edad máxima en años que se espera alcance el jubilado, y:

$\rho_t = \prod_{i=65}^t p_i$ mide la probabilidad que el pensionista sobreviva hasta la edad t , donde la variable p_i en la multiplicatoria proviene de las tablas de mortalidad empleadas.

d : tasa de descuento —o «tasa de interés técnico», en el glosario de la SBS— anual fijada por los entes reguladores (SBS).

La ecuación (10) es una relación muy importante, pues indica que la tasa de descuento d representa la rentabilidad nominal anual de la AFP o compañía de seguros que otorga la pensión al jubilado por su fondo CIC_N ¹⁶. Esto es muy importante, pues implica que la discusión presentada en los puntos 3, 4 y 5 de este capítulo no agota el tema de la medición de la rentabilidad del SPP, pues la rentabilidad, a la que nos hemos referido hasta ahora, es la que obtiene un afiliado activo —mientras no se jubila— al SPP. Pero también debemos tomar en cuenta la rentabilidad que un afiliado que se jubila recibe de la AFP o compañía de seguros a quien transfiere su fondo CIC.

¹⁶ Puesto que en la ecuación (10), P representa una pensión vitalicia con un valor nominal fijo, entonces la tasa d también debe ser una variable nominal (fija).

Antes de proseguir, nótese que al combinar las ecuaciones (9) y (10) podemos derivar la expresión matemática para el CRU para el cálculo de una pensión anual vitalicia:

$$CRU = \sum_{t=65}^{110} \frac{\rho_t}{(1+d)^{t-65}} \quad (11)$$

Sin embargo, la expresión del CRU podría ser ligeramente más compleja si tomamos en cuenta que los pagos que el jubilado recibe por su pensión son mensuales a lo largo de cada año y no un pago anual al final de cada año¹⁷.

Las tasas de descuento usadas por las AFP y compañías de seguros para el cálculo del CRU bajo la modalidad de retiro programado eran fijadas libremente por ellas hasta que en julio de 2002 la Superintendencia de Banca y Seguros empezó a fijar bandas dentro de las cuales las AFP deberían fijar las tasas de descuento¹⁸. Como consecuencia de ello, la tasa de descuento promedio descendió marcadamente a partir del año 2002, tal como se puede ver en el cuadro 5.3, hasta caer por debajo del 4% en 2012. En el mismo cuadro podemos comparar esta tasa de descuento con la rentabilidad que obtiene un afiliado al SPP mientras permanece activo, y lo que encontramos es que —a pesar de elevada variabilidad— la rentabilidad nominal del SPP (fondo tipo 2) es claramente más elevada que la tasa de descuento. O sea, la rentabilidad que obtiene un afiliado al SPP cae fuertemente (en promedio, se contrae a la tercera parte) cuando se jubila, aunque no existe ninguna razón económica para que esto ocurra, excepto una excesiva aversión al riesgo por parte de las AFP o compañías de seguros que pagan la pensión, y su relación asimétrica con los afiliados (o asegurados).

¹⁷ De hecho, Javier Olivera usa la expresión $CRU = 12 * \left(\sum_{t=0}^{T-E} \frac{\rho_t}{(1+d)^t} - \frac{11}{24} \right)$. Ver punto 3.2 de Olivera (2002) y Olivera (2002b).

¹⁸ Véase Circular AFP-020-2002 del 16 de julio de 2002.

Cuadro 5.3
Tasa promedio de descuento aplicada al cálculo de pensiones bajo
las modalidades de retiro programado y renta temporal, 1996-2012¹⁹
(porcentajes)

Año	Tasa promedio de descuento para cálculo del CRU	Rentabilidad nominal del SPP	Tasa de inflación
1996	5.45		11.55
1997	5.64		8.55
1998	5.71	0.96	7.25
1999	5.64	23.09	3.47
2000	5.52	-3.26	3.76
2001	5.32	10.93	1.98
2002	4.75	12.94	0.19
2003	4.17	24.25	2.26
2004	4.07	9.26	3.66
2005	4.07	20.20	1.62
2006	4.07	28.26	2.00
2007	4.07	24.96	1.78
2008	4.07	-21.87	5.79
2009	4.07	33.21	2.94
2010	4.07	18.44	1.53
2011	4.07	-7.06	3.37
2012	3.85	11.80	3.66

Fuentes: SBS y BCRP.

¹⁹ La tasa promedio anual de descuento (o tasa de interés técnico) para el cálculo del CRU ha sido calculada usando información mensual, trimestral o cuatrimestral, tomada del Boletín Estadístico de la SBS.

Como ya hemos señalado, la tasa de descuento d representa una rentabilidad anual fija en términos nominales que la AFP o compañía de seguros paga al jubilado al asumir el control de su fondo CIC. Pero si introducimos ahora una tasa de inflación, surge la necesidad de distinguir entre rentabilidad nominal y rentabilidad real. Una manera de hacerlo es reescribiendo la ecuación (9), de tal manera que la pensión recibida cada periodo sea ajustada por el nivel de precios que resulta de la inflación correspondiente, de modo que mantenga fijo su valor real. En tal caso, la expresión que resulta está dada por:

$$CIC_N = \sum_{t=65}^{110} \frac{P_N (1+\pi)^{t-65} * \rho_t}{(1+d)^{t-65}} \quad (10a)$$

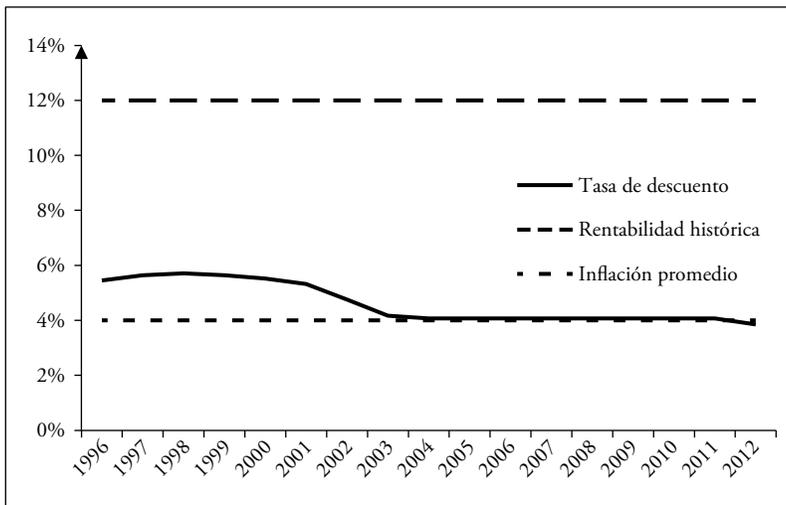
Al comparar las ecuaciones (10) y (10a) podemos deducir que la tasa de descuento real (dr) en presencia de una tasa de inflación π debe ser:

$$dr = \frac{1+d}{1+\pi} - 1 = \frac{d-\pi}{1+\pi} \approx d-\pi$$

Como ya vimos en el cuadro 5.3, y como podemos ver también en el gráfico 5.8, la tasa de descuento rentabilidad que ha percibido un jubilado por sus fondos durante los últimos diez años (alrededor de 4%) está no solamente muy por debajo de la rentabilidad nominal histórica del SPP (alrededor de 12%), sino que es básicamente igual a la tasa de inflación promedio del periodo considerado (1996-2012). Ello implica, pues, que la rentabilidad real que perciben los jubilados del SPP es cero.

Por último, aunque los afiliados que optan por una pensión en la forma de retiro programado pueden seguir ganando la rentabilidad que percibe un afiliado activo, debemos advertir que tal beneficio no comprenderá el 100% de su fondo CIC, y que la rentabilidad por percibir debe ser, en principio, la correspondiente al fondo tipo 3, que se supone debe ser la más baja de los tres tipos de fondo.

Gráfico 5.8
Tasa de descuento usada en el cálculo del CRU, rentabilidad del SPP
y tasa de inflación promedio, 1996-2012



Fuentes: SBS y BCRP.

5.7 PROYECCIÓN DE LA TASA DE REEMPLAZO CON COMISIÓN POR FLUJO Y PERFIL SALARIAL DECRECIENTE

Luego de la medición de la rentabilidad del SPP como indicador básico de su eficiencia, debemos proceder a la medición y proyección del indicador básico de su capacidad para satisfacer las expectativas de sus afiliados, que es la tasa de reemplazo (TR). Esta es definida como la pensión recibida (P) por un afiliado como fracción o porcentaje de su salario al momento de su jubilación —o el salario promedio durante un número dado de años antes de jubilarse— luego de N años de aportación (W_N).

No existe un criterio básico para evaluar una tasa de reemplazo y poder calificarla, por ejemplo, como buena o satisfactoria, y lo único sobre lo que no podemos discrepar es que, desde el punto de vista de un jubilado, una mayor tasa de reemplazo es más satisfactoria, y que —particularmente en el caso de los sistemas privados— refleja una mayor eficiencia de los entes administradores (en nuestro caso, las AFP).

Al respecto, podemos revisar algunas estimaciones, mediciones y proyecciones de la tasa de reemplazo en el Perú y algunos países del extranjero, con el propósito de tener una idea sobre su rango de fluctuación. Un estudio conocido, que comprende 26 países de la OECD, es el de Blöndal y Scarpetta (1999), que usa información para el año 1995 y que encuentra que las tasas de reemplazo promedio fluctuaban en un rango de 50-65% en los países más importantes (Alemania, Francia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos), pero estaba por encima del 80% para algunos otros (Austria, España, Grecia e Italia)²⁰. Debemos aclarar que estas mediciones comprenden tanto (o sobre todo) sistemas públicos como sistemas privados de pensiones.

En el caso de América Latina, el estudio de Durán y Pena (2011), auspiciado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), comprende nueve países, entre ellos el Perú, y se vale de información proveniente de encuestas como la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHO), para diferentes años del periodo 2004-2008 y que arroja entre 20% y 66% para sistemas privados, luego de 40 años, con una rentabilidad de 3%.

En el caso peruano, Bernal y otros (2008, pp. 71-72), así como Bjeletic y Tuesta (2010, pp. 281-282), calculan entre 30 y 40%, luego de 40 años de aportaciones, tanto del SNP como del SPP. Este es un resultado que parece poco optimista, pero que surge no de una caída en el nivel de las pensiones, que —esperan— se deben duplicar en el término de los 40 años, sino de un aumento muy acelerado de los salarios.

²⁰ Tabla A.7, p. 96.

Gonzalo Camargo (2011) también realiza proyecciones de la tasa de reemplazo en el caso peruano, al asumir, entre otras cosas, una rentabilidad de 14% y 40 años de cotización, con lo cual obtiene, por ejemplo, que la tasa de reemplazo debe estar por encima del 100% para casi el 90% de los afiliados²¹, resultado que tiene mucho que ver con el supuesto que hace sobre la rentabilidad del SPP.

Pasando ahora a la cuestión de nuestra propia medición y proyección de la tasa de reemplazo, del SPP peruano, empecemos especificando su forma matemática; esto es, el ratio entre la pensión que recibe un jubilado luego de N años de aportaciones y su salario al momento de la jubilación:

$$TR_N = \frac{P_N}{W_N} \quad (12)$$

En este caso, una expresión para el numerador P_N puede ser obtenida al combinar las ecuaciones (10) y (11), de tal forma que:

$$TR_N = \frac{CIC_N}{W_N * CRU} = a * \left(\sum_{t=1}^N W_t (1 + rb)^{N-t} \right) / \left(W_N \sum_{t=65}^{110} \frac{\rho_t}{(1 + d)^{t-65}} \right) \quad (12a)$$

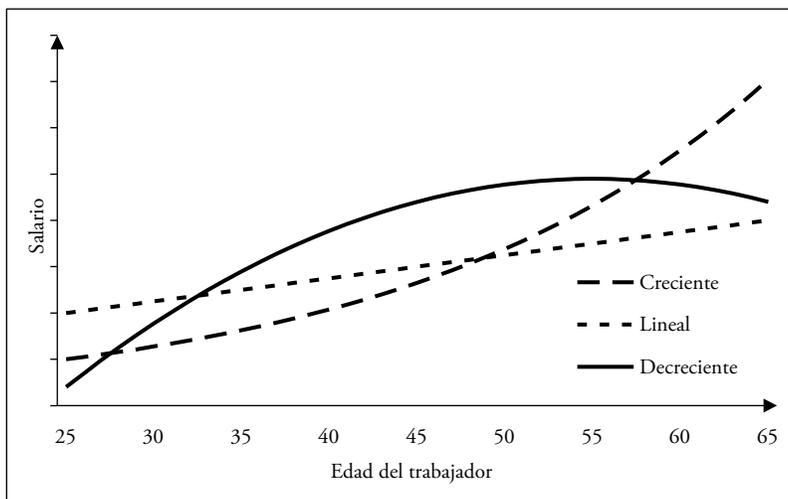
De esta manera, si queremos medir, proyectar o simular la tasa de reemplazo, debemos antes proyectar el valor del fondo acumulado CIC_N en el numerador de (12a), el cual —como podemos ver— está determinado básicamente por cuatro variables— N , a , rb y la serie W_t —, de las cuales podríamos asumir como dadas las tres primeras, pero necesitamos saber el comportamiento de W_t a lo largo de los N años de vida laboral activa del afiliado²². Puesto que el salario está presente

²¹ Tabla IV.10, p. 175.

²² Para referirse a dicho comportamiento, Bjeletic y Tuesta (2010) usan «*lifetime wage profile*» (pp. 277-278), y «carrera salarial» en la versión en castellano (p. 292). Claramente la primera expresión es la más apropiada, por lo que nosotros usaremos «perfil salarial».

tanto en el numerador como en el denominador de la ecuación (12a), lo cual debe cancelar sus unidades de medida, no necesitamos conocer su nivel o valores absolutos, sino solamente su forma de evolución a lo largo del periodo laboral activo del individuo. Al respecto, podemos considerar básicamente tres posibilidades: una, que el salario crece a una tasa anual fija; dos, que el salario crece en un monto anual fijo; y, tres, que el salario crece a una tasa anual decreciente, que eventualmente se hace negativa. Estas tres posibilidades son presentadas en el gráfico 5.9, siendo las etiquetas correspondientes *Creciente*, *Lineal* y *Decreciente*. De estas tres opciones, según se reconoce en la literatura, la que refleja de manera más apropiada el comportamiento del salario de un individuo a lo largo de su periodo laboral activo debe ser la tercera (ver, por ejemplo, Camargo, 2011, p. 130).

Gráfico 5.9
Perfil salarial según tipo de crecimiento durante el periodo activo de un individuo



Cálculos propios.

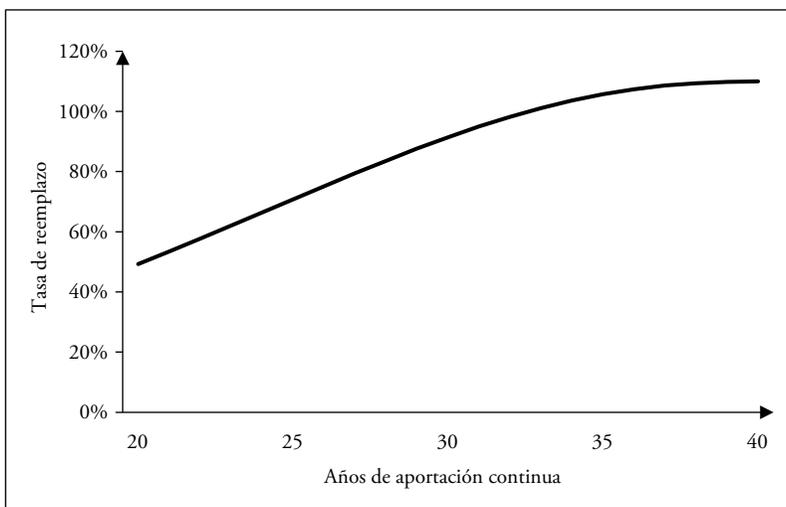
Al simular un perfil salarial decreciente como el presentado en el gráfico 5.9, podremos proyectar la tasa de reemplazo empleando la ecuación (12a), pero para ello necesitamos asignar valores a las demás variables que entran en la ecuación. Las dos más importantes son la tasa de aportación a , que asumiremos igual a 10%, y la rentabilidad real bruta rb , que asumiremos que mantiene su promedio histórico de 8%. Los otros dos elementos que necesitamos conocer para poder calcular el valor de la tasa de reemplazo usando la ecuación (12a) son W_N —que es simplemente el último valor de la serie W_t — y la sumatoria en el denominador, que es simplemente el CRU correspondiente, que en este caso haremos igual a 12.454, válido para un individuo varón de 65 años de edad²³.

Los resultados obtenidos para la tasa de reemplazo son presentados en el gráfico 5.10 para un afiliado al SPP que ha aportado de manera continua entre 20 y 40 años. Como podemos ver, la tasa de reemplazo sube de alrededor de 50% para un afiliado con 20 años de aportación continua —que es el número de años que corresponde a los afiliados al SPP que se están jubilando en estos momentos—, a 110% para uno que lo ha hecho durante 40 años consecutivos. Resulta interesante observar que, a partir de los 30 años de aportación, el aumento de la tasa de reemplazo pierde parte de su dinamismo.

²³ Como ya hemos señalado al comentar la ecuación (9) el valor del CRU resulta de combinar las expectativas de vida del jubilado con una tasa de descuento, de tal forma que el valor actual esperado de los pagos que recibirá sea igual al monto de su CIC. Dado que el valor exacto del CRU no es publicado por la SBS, ni tampoco por las AFP o compañías de seguros, lo que haremos es usar en nuestra simulación el valor que nos fue proporcionado por un funcionario de la SBS (12.454).

Gráfico 5.10

**Tasa de reemplazo nominal según número de años de aportación,
con tasa de aportación de 10%, rentabilidad bruta de 8%
(comisión por flujo y perfil salarial decreciente)**



Cálculos propios.

La tasa de reemplazo esperada (o promedio)

Los resultados obtenidos para la tasa de reemplazo usando la ecuación (12a), y presentados en el gráfico 5.10, no parecen desalentadores a primera vista. Sin embargo, debemos tomar en cuenta que el uso de la ecuación (12a) para el cálculo de la tasa de reemplazo de un afiliado tiene el inconveniente de asumir implícitamente algo que no necesariamente se cumple, y que es que el afiliado realiza sus aportaciones (cotiza) de manera indefectible a lo largo de todo su periodo laboral activo, situación que se denomina *de densidad de cotización igual a 1*, por lo que podríamos decir que la tasa de reemplazo representada en el gráfico 5.10 es, en realidad, su valor máximo.

En efecto, considerando datos agregados, en general encontramos que la densidad de cotización —la fracción de afiliados activos que efectivamente cotiza en un periodo (mes) dado— no es más de 50% (ver cuadro 3.2). Es decir, es necesario que introduzcamos una variable adicional en la ecuación (1), que mida a probabilidad de cotizar el periodo t , que denotaremos p_t , de tal manera que podamos calcular el monto o valor esperado del fondo CIC_N , de la siguiente manera:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N p_t * aW_t (1+rb)^{N-t} \quad (1c)$$

La tasa de reemplazo que toma en cuenta que la densidad de cotización, o probabilidad de cotizar p_t , puede ser menor que uno, puede ser denominada tasa de reemplazo esperada o promedio (TRE_N), y puede obtenerse al combinar las ecuaciones (12a) y (1c), lo que nos permite obtener:

$$TRE_N = a * \left(\sum_{t=1}^N p_t * W_t (1+rb)^{N-t} \right) / \left(W_N \sum_{t=65}^{110} \frac{p_t}{(1+d)^{t-65}} \right) \quad (12b)$$

Sin embargo, al introducir la variable p_t en la expresión para CIC_N , añadimos también un problema adicional, que es precisar el comportamiento de dicha variable. Podemos partir considerando dos maneras extremas de interpretar la densidad o porcentaje de cotización agregado: una es que cada afiliado cotiza solamente la mitad de las veces; y otra es que la mitad de los afiliados siempre cotiza, mientras que el resto nunca lo hace. En ambos casos, el valor de p_t sería constante, y podríamos denotarlo simplemente como p ($= 0.5$) en la ecuación (1c). Pero lo más razonable es suponer que la densidad de cotización agregada resulta de una combinación de las dos posibilidades señaladas y que lo que sucede en realidad es que la probabilidad que cada afiliado cotice es siempre mayor que cero, pero que no es la misma para todos ellos,

sino que es mayor para los de mayor ingreso y mayor edad (y menor para aquellos afiliados de menor ingreso y menor edad). Considerar esta hipótesis como la más razonable resulta de suponer que la probabilidad de que un individuo cotice depende básicamente de la posibilidad de que esté empleado (o no esté desempleado), la cual —en principio— es mayor para aquellos de mayor ingreso y mayor edad (y menor para aquellos afiliados de menor ingreso y menor edad)²⁴.

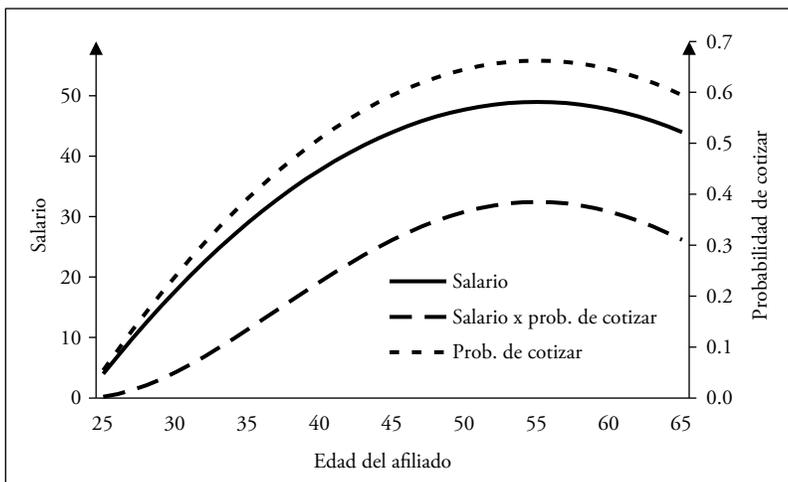
Podemos, entonces, incorporar en la ecuación (1c) la probabilidad p_t de cotizar de un afiliado usando una forma cuadrática, del mismo tipo que la que usamos en el caso de su salario W_t , pero introduciendo en este caso dos restricciones: que sus valores estén en el rango 0-1; y que su promedio simple sea igual a 0.5. En el gráfico 5.11 combinamos una serie —o curva— con estas propiedades (*Probabilidad de Cotizar, p_t*), con la serie del salario cuadrático del gráfico 5.9 (*Salario, W_t*), que al multiplicarlas obtenemos una tercera serie (*Salario x Prob. de Cotizar, $p_t * W_t$*), la cual resulta ser un polinomio de cuarto orden, de comportamiento muy similar al de los dos anteriores.

La idea es, entonces, que las aportaciones esperadas deben ser iguales no al producto de la tasa de aportación por el salario ($a \times W_t$), sino al producto de la tasa de aportación por la probabilidad de cotizar por el salario ($p_t \times a \times W_t$). Pero al hacer eso solo estamos tomando en cuenta la relación directa de la probabilidad de cotizar con la edad del afiliado, pero no con su nivel de ingreso (salario). Para poder tomar en cuenta este último factor, podemos clasificar a los afiliados al SPP según su nivel de ingreso, distinguiendo cinco quintiles —siendo el quintil 1 el que comprende al 20% de los afiliados con ingresos más bajos—. De tal forma que la densidad de cotización de los afiliados del quintil más bajo es de solo el 30%, pero sube a 40% en el segundo quintil,

²⁴ El tipo de relación entre edad y desempleo (o entre edad y porcentaje de cotizantes) que sugerimos se observa en el Perú entre el 2002 y el 2011, de acuerdo con la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHOG) del INEI. Igualmente, la relación positiva entre nivel de ingreso y porcentaje de cotizantes también se observa en la misma fuente.

a 50% en el tercero, a 60% en el cuarto, y a 70% en el quinto quintil, con lo que se mantiene un promedio agregado de 50%. En este caso, ya no tendríamos solamente una serie $p_t \times a \times W_t$, como ocurre en el gráfico 5.11, sino cinco series, una para cada quintil del ingreso. De la misma manera, ya no tendríamos una sola serie para la tasa de reemplazo, tal como sucedía en el gráfico 5.10, sino cinco series, nuevamente, una para cada quintil del ingreso, tal como se presenta en el gráfico 5.12. Como podemos observar, mientras la tasa de reemplazo fluctuaba entre 49% y 110% cuando asumíamos una densidad de cotización igual a uno (ver gráfico 5.10), ahora que no hacemos ese supuesto, encontramos que aquella puede fluctuar entre 15% (para un individuo en el quintil más bajo del ingreso y 20 años de aportación) y 77% (para un individuo en el quintil más alto del ingreso y 40 años de aportación).

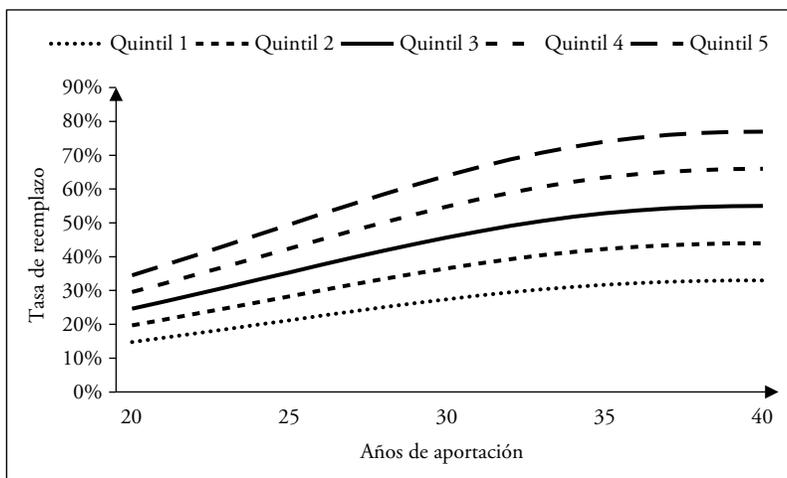
Gráfico 5.11
Perfil salarial y probabilidad de cotizar durante el periodo activo de un afiliado



Cálculos propios.

Gráfico 5.12

Tasa de reemplazo esperada según número de años de aportación y nivel de ingreso del afiliado, con tasa de aportación de 10% y rentabilidad bruta de 8% (comisión por flujo y perfil salarial decreciente)



Cálculos propios.

La tasa de reemplazo esperada real

Para evaluar de manera aún más precisa la tasa de reemplazo debemos tomar en cuenta no solamente la posibilidad de densidades de cotización menores que 1, sino también que las pensiones consideradas en nuestros ejercicios permanecen fijas en términos nominales, lo cual implica que su valor real caería en presencia de inflación de precios durante el cual el jubilado recibe su pensión (lo que denominaremos *inflación posjubilación*).

Antes de seguir, debemos remarcar que haber empleado una tasa de retorno *real* de 8% para el cálculo de la tasa de reemplazo reproducida en los gráficos 5.10 (con tasa de cotización igual a uno) y 5.12 (con tasas de cotización menores que uno) no implica que la pensión recibida mantenga un valor real constante a lo largo del periodo durante el cual

el jubilado recibe su pensión. Esto es, el valor de la tasa de reemplazo se calcula en un momento en el tiempo —la jubilación—, pero pierde su validez si consideramos un periodo sobre el cual el nivel de precios sufre alteraciones.

Debemos, entonces, buscar una manera sencilla de tomar en cuenta el efecto de la inflación sobre la tasa de reemplazo. La opción más apropiada parece ser estimar la devaluación promedio de la pensión de un jubilado típico que resulta de una tasa de inflación promedio dada. Para ello, necesitamos considerar no solo una tasa de inflación, sino también la esperanza de vida de un jubilado típico, que puede ser un hombre de 65 años. Hacemos esto en la ecuación (13), en la cual usamos la variable π para denotar la inflación promedio anual, y NE para representar la esperanza de vida del jubilado. Haciendo estos supuestos, la pensión real promedio PR_N que resulta de una pensión nominal fija P_N debe ser:

$$PR_N \frac{1}{NE} \sum_{t=1}^{NE} \frac{P_N}{(1+\pi)^{t-1}} = \frac{P_N}{NE} * \frac{(1+\pi)^{NE} - 1}{\pi (1+\pi)^{NE-1}} \quad (13)$$

La ecuación (13) puede ser empleada para medir la depreciación de la pensión promedio como resultado de una inflación anual dada. Por ejemplo, si asumimos que se trata de un jubilado varón de 65 años de edad, con una esperanza de vida de 16 años²⁵, y una inflación anual $\pi = 0.03$, el valor que obtenemos para el lado derecho de la ecuación es $12.93P/16 = 0.8086P$, lo cual implica una caída de más de 19% del valor real de la pensión promedio. Como se puede ver en el cuadro 5.4, mientras una inflación anual de 1% causa una depreciación de 7.1% de la pensión, tal depreciación subiría a 46.2% en el caso de una inflación de 10%.

²⁵ Según el INEI (2010, cuadro 2.14), la esperanza de vida de un hombre de 65 años es de 16.53 años.

Cuadro 5.4
Depreciación de la pensión promedio de un jubilado
de 65 años de edad como resultado de la inflación

Tasa de inflación	Depreciación de pensión
1%	7.1%
2%	13.4%
3%	19.1%
4%	24.3%
5%	28.9%
6%	33.0%
7%	36.8%
8%	40.3%
9%	43.4%
10%	46.2%

Cálculos propios.

Para expresar más formalmente los resultados presentados en el cuadro 5.4, podemos combinar las ecuaciones (12b) y (13), que nos permite obtener la expresión para la tasa de reemplazo esperada real ($TRER_N$), que toma en cuenta una inflación promedio π y una esperanza de vida al jubilarse NE :

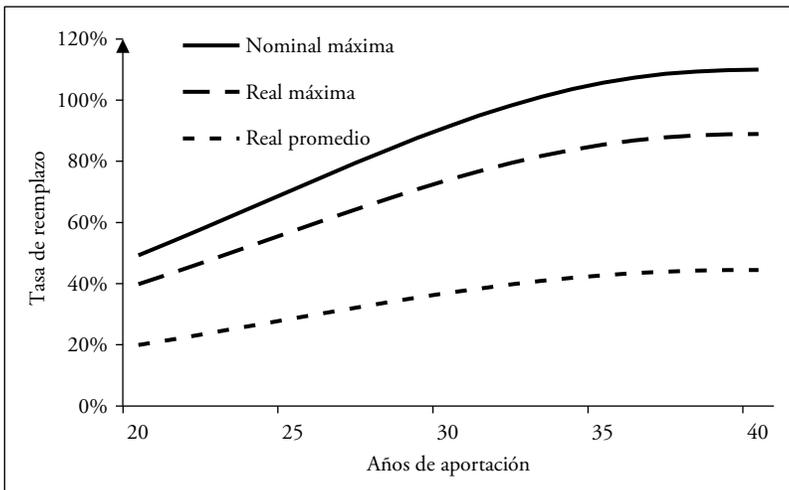
$$TRER_N = TRE_N * \frac{(1 + \pi)^{NE} - 1}{NE * \pi (1 + \pi)^{NE-1}} \quad (12c)$$

Como podemos ver, existe una relación proporcional entre TRE_N y $TRER_N$, siendo la segunda igual a una fracción de la primera. Esta relación es presentada en el gráfico 5.13, aunque ordenada de manera algo diferente. En este caso, la tasa de reemplazo con densidad de cotización de 100%, medida por TRN en la ecuación (12a), y que ya representamos

en el gráfico 5.10, lleva la etiqueta «nominal máxima»; la siguiente serie, con la etiqueta «real máxima», corresponde a la serie anterior, de la cual se ha descontado el efecto de la inflación; y la serie más baja, con la etiqueta «real promedio», refleja el efecto de la reducción de la densidad de cotización de 100% a 50% sobre la serie anterior.

Gráfico 5.13

Tasas de reemplazo según número de años de aportación, con tasa de aportación de 10%, rentabilidad bruta de 8% e inflación de 3% (comisión por flujo y perfil salarial decreciente)



Cálculos propios.

5.8 PROYECCIÓN DE LA TASA DE REEMPLAZO CON COMISIÓN POR FLUJO Y PERFIL SALARIAL CRECIENTE

Las ecuaciones (12a), (12b) y (12c) derivadas en el punto 5.7 muestran que la tasa de reemplazo puede ser afectada por una serie de variables concernientes al SPP y sus reglas de juego —tales como la rentabilidad del fondo de pensiones rb , la tasa de aportación a , la tasa de descuento

d usada en el cálculo del capital requerido unitario (CRU), y que mide la tasa de retorno pagada al jubilado sobre el monto de su fondo CIC transferido al pagador de su pensión—, así como por otros factores vinculados, sobre todo, a sus afiliados —tales como la evolución del salario W_t del afiliado a lo largo de su periodo laboral (o perfil salarial), su número de años de aportación (N), la densidad de cotización (o probabilidad de cotizar o no estar desempleado del afiliado), p_t , y su edad (o esperanza de vida) al momento de jubilarse, NE —, y por lo menos una variable que es totalmente exógena al SPP, que es la tasa de inflación promedio durante periodo como jubilado, o inflación posjubilación, π .

Se trata, pues, de un buen número de variables²⁶, de las cuales solamente la tasa de aportación a mantiene una relación clara y sencilla —en este caso, de proporcionalidad— con la tasa de reemplazo. En cierta medida, el rol más complicado que juegan las demás variables en la determinación de la tasa de reemplazo en este caso resulta del supuesto hecho sobre el perfil salarial de los afiliados. En efecto, en la ecuación (12a) el comportamiento del salario W_t es determinado por un polinomio cuadrático del tipo $\alpha + \beta x + \gamma x^2$, en el cual x representa la edad del individuo. Esta formulación impide una solución analítica (algebraica) de dicha ecuación, por lo que se tuvo que recurrir a la simulación, de dicha variable —ver gráfico 5.9, serie *Decreciente*— para poder usarla en la ecuación (12a).

Con el propósito de encontrar una expresión más simple para la tasa de reemplazo que la que figura en la ecuación (12a), tenemos la opción, que ya ha sido representada como la serie *Creciente* en el gráfico 5.9, de suponer que el salario W_t del individuo crece a una tasa constante g a partir de un salario inicial W_1 :

$$W_t = W_1(1 + g)^{t-1} \quad (14)$$

²⁶ El hecho que la comisión por flujo *cf* cobrada por las AFP no figure entre las variables que afectan la tasa de reemplazo lo aclararemos en el siguiente punto.

De esta manera, tenemos ahora un solo parámetro relevante (g) —y no tres, como en el caso del polinomio cuadrático— que define el perfil salarial del afiliado. Luego, tras sustituir la ecuación (14) en la ecuación (1) obtenemos la expresión correspondiente para la cuenta CIC_N :

$$CIC_N = aW_1 \sum_{t=1}^N (1+rb)^{N-t} (1+g)^{t-1} \quad (1d)$$

Luego podemos manipular la sumatoria en (1d), de modo que se pueda encontrar:

$$CIC_N = aW_1 * \frac{(1+rb)^N - (1+g)^N}{rb-g} \quad (1e)$$

Esta expresión es muy importante, y antes de seguir, debemos tratar de evaluar su nivel de precisión. Esto no puede hacerse directamente usando la expresión obtenida para CIC_N , pues esta incluye el parámetro W_1 , el cual es —en principio— desconocido. Sin embargo, tal problema no existe en el caso del valor de CIC_N/A_N . En efecto, sabemos que:

$$W_N = aW_1(1+g)^{N-1} \quad (14a)$$

Podemos ahora combinar las expresiones para CIC_N de la ecuación (1d) y A_N , donde $A_N = aW_N$, y usando la ecuación (14a) obtenemos:

$$\frac{CIC_N}{A_N} = \frac{(1+rb)^N - (1+g)^N}{(rb-g)(1+g)^{N-1}} \quad (15)$$

Encontramos, entonces, que el valor de CIC_N/A_N depende únicamente de tres parámetros: rb , g y N . Respecto a los valores de estos tres parámetros, sabemos, para empezar, que hacia diciembre de 2012 el valor de la tasa de rentabilidad nominal anual del SPP peruano era aproximadamente 11% ($rb = 0.11$). Por otro lado, la serie con el

número de cotizantes por año durante el periodo 1993-2011 nos permite obtener la antigüedad (o número de años de cotización) promedio de un cotizante al SPP, la cual resulta igual a 10.6 años ($N = 10.6$). Finalmente, consideraremos que un valor plausible para la tasa de crecimiento anual de los salarios reales nominales durante el mismo periodo es 3% ($g = 0.03$). Dados estos tres valores, obtenemos un CIC_N/A_N igual a 15.69, el cual está muy cerca del valor observado correspondiente a diciembre de 2011, cuando CIC_N/A_N era igual a 14.2 (= 81,881/5,760). Este resultado avala la pertinencia de nuestra expresión para CIC_N .

Verificada la confiabilidad de la expresión para CIC_N en la ecuación (14a), podemos ahora combinarla con las ecuaciones (12) y (1e) para obtener la expresión correspondiente de la tasa de reemplazo:

$$TR_N = a * \frac{(1+rb)^N - (1+g)^N}{CRU * (rb-g)(1+g)^{N-1}} \quad (16)$$

Para obtener la expresión para la tasa de reemplazo esperada (TRE_N), debemos considerar una densidad de cotización menor que 100% ($p < 1$). En este caso, y con el fin de conservar la simpleza de la expresión, ya no consideraremos un valor variable p_t para dicha probabilidad —tal como habíamos hecho en el caso del perfil salarial decreciente—, sino un valor fijo p , de tal forma que:

$$TRE_N = a * p * \frac{(1+rb)^N - (1+g)^N}{CRU * (rb-g)(1+g)^{N-1}} \quad (16a)$$

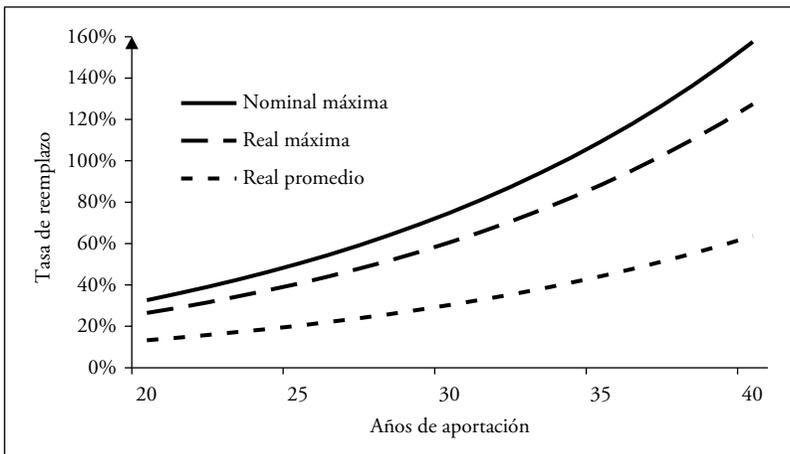
Y podemos, finalmente, agregar también el efecto de la inflación posjubilación sobre el valor real promedio de la pensión:

$$TRER_N = TRE_N * \frac{(1+\pi)^{NE} - 1}{NE * \pi (1+\pi)^{NE-1}} \quad (16b)$$

Al igual que hicimos en el gráfico 5.13 para el caso del perfil salarial decreciente, en el gráfico 5.14 comparamos las tres tasas de reemplazo para el caso del perfil salarial creciente. Obviamente, el ordenamiento es el mismo que el obtenido en el caso del perfil salarial decreciente, pero existe una diferencia sobre la cual debemos llamar la atención, y es el mayor rango de fluctuación de la tasa de reemplazo en el caso del perfil salarial creciente. Esa situación la podemos ver en el gráfico 5.15, en el que se comparan las tasas de reemplazo real promedio correspondientes y se encuentra que el rango de fluctuación es 20% - 44% en el caso del perfil decreciente, y 13% - 65% en el caso del perfil creciente. También llama la atención que la tasa de reemplazo con perfil creciente permanece por debajo de la otra, pero que la llega a sobrepasar luego de unos 35 años de aportaciones. Este cambio en el orden resulta tanto del retraso de la tasa de reemplazo con perfil decreciente, como de la aceleración de la tasa con perfil creciente.

Gráfico 5.14

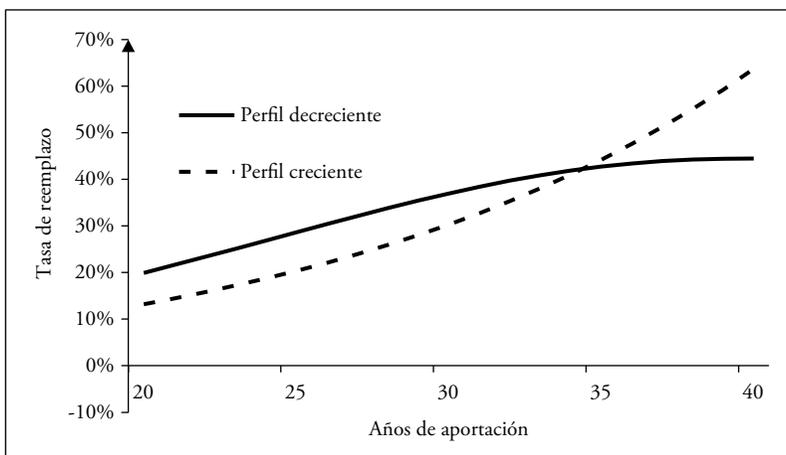
Tasa de reemplazo según número de años de aportación, con tasa de aportación de 10%, rentabilidad bruta de 8% e inflación de 3% (comisión por flujo y perfil salarial creciente)



Cálculos propios.

Gráfico 5.15

Tasas de reemplazo real promedio según número de años de aportación, con tasa de aportación de 10%, rentabilidad bruta de 8% e inflación de 3% (comisión por flujo y perfil salarial creciente vs. decreciente)



Cálculos propios.

5.9 PROYECCIÓN DE LA TASA DE REEMPLAZO CON COMISIÓN POR SALDO

En el caso de la estimación de la tasa de reemplazo con comisión por flujo (sobre remuneración), dicha comisión no juega ningún rol, pues el valor del fondo CIC de un afiliado es independiente de la comisión cf cobrada por las AFP. Ello explica también por qué la tasa de reemplazo es afectada por la rentabilidad bruta rb , pero no por la rentabilidad neta m , pues cambios en la comisión cf que afecten la diferencia entre rentabilidad bruta y rentabilidad neta no perturbarán el valor del fondo CIC, que es el que directamente determina la tasa de reemplazo. Pero el panorama cambia en el caso de comisiones por saldo cs , pues la comisión no es pagada directamente por el afiliado, sino que es deducida de su fondo CIC.

Interesa, entonces, poder comparar las tasas de reemplazo que se obtienen en un sistema de comisiones por flujo —las ecuaciones (16), (16a) y (16b)— con las que se observarían en un sistema con comisión por saldo. Para ello, necesitamos encontrar las expresiones correspondientes a las tasas de reemplazo con comisiones por saldo. Eso lo podemos hacer reemplazando la ecuación (14) —del perfil salarial creciente— en la ecuación (4) del CIC_N , con lo cual obtenemos:

$$CIC_N = \sum_{t=1}^N aW_1(1+g)^{t-1} [(1+rb)(1-cs)]^{N-t} \quad (17)$$

En esta expresión podemos manipular la sumatoria, de tal manera de obtener:

$$CIC_N = aW_1 * \left(\frac{\beta^N - (1+g)^N}{\beta - (1+g)} \right) \quad (17a)$$

Donde: $\beta = (1+rb)(1-cs)$.

Y sustituir ahora (17a) en la ecuación (12) para obtener la tasa de reemplazo nominal con una densidad de cotización de 100%:

$$TR_N = a * \frac{(1+g)^{1-N}}{CRU} * \left(\frac{\beta^N - (1+g)^N}{\beta - (1+g)} \right) \quad (18)$$

Las expresiones correspondientes a la tasa de reemplazo con densidad de cotización p , TRE_N , y con inflación posjubilación π , $TRER_N$, están en este caso dadas por:

$$TRE_N = p * TR_N \quad (18a)$$

$$TRER_N = TRE_N * \frac{(1+\pi)^{NE} - 1}{NE * \pi (1+\pi)^{NE-1}} \quad (18b)$$

Importa ahora comparar las tasas de reemplazo en un sistema con comisión por saldo con las que se obtienen en un sistema con comisión por flujo. Para ello es suficiente comparar las ecuaciones (16), de comisión por flujo, y (18), de comisión por saldo. No es necesario comparar las tasas de reemplazo que incluyen una densidad p de cotización menor que uno y una inflación posjubilación π , pues en esos casos el resultado será el mismo. Y no consideramos la tasa de reemplazo medida por la ecuación (12a), pues en ese caso se trata de un perfil salarial diferente, lo cual viciaría cualquier comparación.

Los resultados de la comparación son presentados en el gráfico 5.16, en el cual podemos observar que la tasa de reemplazo, en principio, debe ser mayor con una comisión por flujo que con una comisión por saldo. Aunque este resultado se obtiene para valores dados de la tasa de aportación, de la rentabilidad bruta y de la comisión por saldo —el valor de la comisión por flujo, como ya lo hemos indicado, no interesa—, si realizamos el análisis de sensibilidad usando las ecuaciones (16) y (18) y consideramos otros valores plausibles de dichos parámetros, los resultados serán similares.

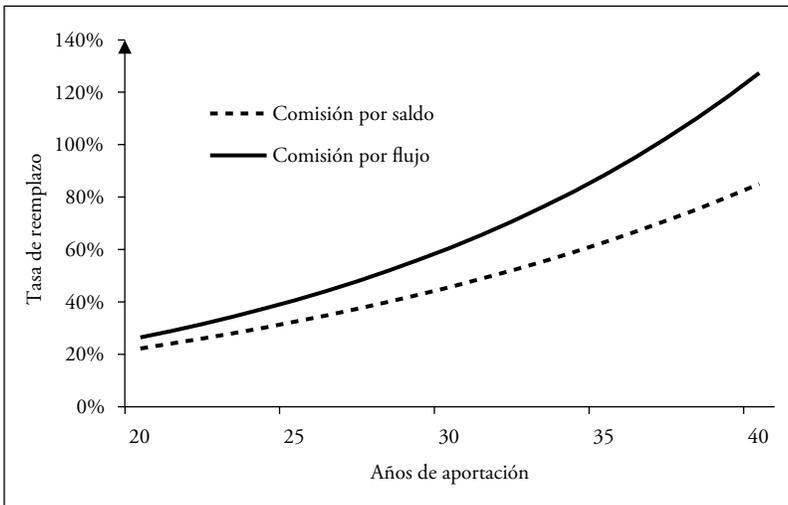
El menor valor de la tasa de reemplazo con comisión por saldo refleja que, en dicho caso, el monto total ahorrado por el afiliado (el aporte es aW_t) es menor que en el caso de una comisión por flujo (el aporte más la comisión por flujo es $(a + cf) * W_t$). Cabe notar que ya hemos aludido esta cuestión y que podemos observarla al comparar las ecuaciones (1) y (4), que nos muestran que —asumiendo las mismas tasas de aportación y de rentabilidad— el valor del fondo CIC_N debe ser mayor en el caso de un sistema de comisiones por flujo, que en uno con comisiones por saldo.

Para concluir, debemos resaltar la extrema variabilidad de las proyecciones de tasa de reemplazo, que en nuestros cálculos puede ir de menos de 20% a más de 150%, a pesar de que estamos manteniendo fijas la tasa de aportación (10%), la rentabilidad (8%) y el número

de años de aportación (40). Tal variabilidad —que también se encuentra en otros estudios— en alguna medida condiciona el uso de las proyecciones, lo que nos lleva a decir que la mejor garantía de un retiro cómodo para los trabajadores es un mayor nivel de salarios.

Gráfico 5.16

Tasa de reemplazo nominal máxima según número de años de aportación, con tasa de aportación de 10% y rentabilidad bruta de 8% (perfil salarial creciente y comisión por saldo de 1.5 vs. comisión por flujo)



Cálculos propios.

ANEXO 5.1

EL USO DEL MÉTODO DE LA PENDIENTE EN EL ANÁLISIS NUMÉRICO

El análisis numérico es una combinación de matemáticas y ciencias de la computación que busca crear herramientas para resolver problemas que, de otra forma, no podrían solucionarse. Para ello se recurre a algoritmos que pueden —o deben— ser implementados mediante un programa de computación. Una de las áreas de interés del análisis numérico es la solución de ecuaciones de una variable que no tienen solución algebraica. Presentaremos aquí uno de los algoritmos más sencillos desarrollados por el análisis numérico en este campo, tal como es presentado en el capítulo 2 de Maron y López (1991). Se trata del *método de la pendiente*, con el que se busca encontrar la raíz \bar{x} de la ecuación $f(x) = 0$ en el gráfico A5.1, en el cual:

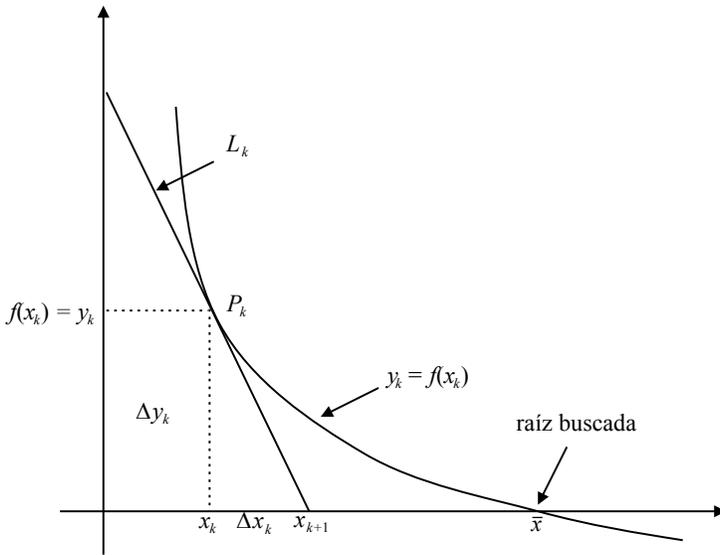
- x_k es el valor inicial o primera aproximación a la raíz.
- P_k es el punto (x_k, y_k) donde $y_k = f(x_k)$
- m_k es el valor de la pendiente de la función $y = f(x)$ en el punto P_k
- L_k es la línea recta que pasa por P_k y que tiene pendiente m_k
- x_{k+1} es la intersección de la línea L_k con el eje x

Entonces, partiendo de una primera aproximación x_k , es posible derivar una segunda aproximación x_{k+1} más cercana a \bar{x} que x_k . El valor de x_{k+1} se puede usar como el nuevo valor inicial de la raíz, a partir del cual se debe poder derivar una aproximación más cercana x_{k+2} , lo cual da forma al algoritmo. El problema que tenemos para llevar adelante el algoritmo es encontrar el valor numérico de x_{k+1} . Ello se puede hacer usando dos relaciones. La primera, y más importante, nos sirve para calcular el nuevo valor de x :

$$x_{k+1} = x_k + \Delta x_k$$

$$\text{y la segunda para calcular } \Delta x: \Delta x_k = -\frac{f(x_k)}{m_k} = -\frac{y_k}{m_k} = -\frac{f(x_k)}{f'(x_k)}$$

Gráfico A5.1
Una iteración del método de la pendiente



Estas dos relaciones son empleadas para resolver la ecuación (7') usando una hoja de cálculo, y los resultados son presentados en el cuadro A5.1, donde x es igual a rn y Δx es igual a Δrn . En el paso 1 de la iteración, hacemos el valor de la raíz $rn = 0.1$, aunque sabemos que rn debe ser menor que rb (0.0817). Como podemos observar, Δrn se hace igual a cero a partir de la sexta iteración del algoritmo, y de esta manera encontramos que rn rápidamente converge a 0.0610849, la cual es una solución más precisa que «alrededor de 0.06», que teníamos con la solución gráfica del problema.

Cuadro A5.1
Solución numérica de ecuación (8a) usando método de la pendiente

k	1	2	3	4	5	6
rb	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082
N	19	19	19	19	19	19
a	0.089	0.089	0.089	0.089	0.089	0.089
cf	0.021	0.021	0.021	0.021	0.021	0.021
A	34.133	34.133	34.133	34.133	34.133	34.133
rn_k	0.100	0.076	0.064	0.061	0.061	0.061
Δrn_k	-0.024	-0.012	-0.003	-0.000	-0.000	-0.000

Cálculos propios.

Sin embargo, el método de la pendiente no es el único disponible para encontrar la raíz real de una función. Ni tampoco debemos recurrir necesariamente a implementar el algoritmo en una hoja de cálculo, pues existen *softwares* que nos permiten manejar este problema con mucha mayor facilidad. Un ejemplo es el programa *Mathematica*, el cual puede ser empleado no solo para encontrar la solución numérica, sino también para resolver gráficamente el problema.

Con el propósito de tomar en cuenta que la rentabilidad bruta puede ser menor que el 8.17% que hemos usado en el cuadro A5.1, podemos emplear *Mathematica* para realizar un análisis de sensibilidad de la rentabilidad neta proyectada para distintos valores de rb y de co , y presentamos los resultados en el cuadro A5.2. Como podemos ver, la sobrecarga que representan las elevadas comisiones resulta siendo mayor si la rentabilidad bruta es menor. Por ejemplo, si la rentabilidad bruta fuese 7%, una comisión de 2.3% absorbería 0.99 puntos y produciría una rentabilidad neta de 6.01%, mientras que si la rentabilidad bruta fuese 5%, la misma comisión de 2.3% absorbería 1.05 puntos y arrojaría una rentabilidad neta de tan solo 3.95% (véase cuadro 5.6).

Cuadro A5.2
Análisis de sensibilidad de rentabilidad neta proyectada del SPP
(N = 40 años, a= 8%)
(porcentajes)

<i>rb \ co</i>	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
5.0%	4.07	4.03	3.99	3.95
5.5%	4.59	4.55	4.50	4.46
6.0%	5.10	5.06	5.02	4.98
6.5%	5.61	5.57	5.53	5.49
7.0%	6.12	6.09	6.05	6.01

Fuente: soluciones de ecuación (9) por *Mathematica*.

CONCLUSIONES

La creación del sistema privado de pensiones fue uno de los factores básicos de la liberalización del sistema financiero peruano, el cual, a su vez, fue uno de los principales ingredientes del paquete de reformas económicas —las «reformas estructurales»— llevadas a cabo en el Perú a partir de 1990 bajo el «Consenso de Washington» y que, junto con la apertura comercial, la eliminación de los controles de cambio, la privatización de las empresas públicas y la reforma del mercado de trabajo, tenía como objetivo manifiesto reducir la intervención del Estado en la economía, con el fin de alcanzar una economía de libre mercado, más dinámica y eficiente.

Pero si bien el propósito declarado de las reformas era reducir la intervención del Estado en la economía, es obvio que un sistema de ahorro obligatorio como el SPP está en contradicción con las reglas del libre mercado, por lo que no podemos tomar tal intención como el objetivo básico —y mucho menos el único— de la creación del SPP; además, debemos proponer algunos de los motivos que tuvieron sus promotores. Pero ¿quiénes fueron estos? Si bien el creador nominal fue el gobierno de Alberto Fujimori, podemos decir que el promotor y diseñador central fue el Fondo Monetario Internacional, que contó con el visto bueno de los gremios empresariales peruanos.

En el caso del gobierno central, la creación del SPP tuvo un propósito fiscal, y puede verse como una manera del gobierno de sacarse de encima una enorme deuda con trabajadores que habían estado aportando al SNP. Esto se manifiesta en el tratamiento de los afiliados al SNP que decidieron trasladarse al SPP, que recibieron bonos de reconocimiento por un monto ínfimo, vencimiento indefinido y cero rentabilidad real, sin ser advertidos los de mayor edad que se perjudicarían al trasladarse al SPP. Además, lo que quedó del sistema público de seguridad social no fue puesto por la reforma en manos de un organismo autónomo, sino en las de un organismo público del sector Economía y Finanzas, la Oficina Nacional de Pensiones (ONP), lo cual revela el interés del gobierno central de seguir manejando las finanzas del SNP.

Detrás de la creación del SPP estuvo también el interés de los organismos multilaterales —tales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional— por la reforma del sistema de pensiones en el Perú, que se remonta a 1978 y se manifiesta en el hecho de que en prácticamente todas las cartas de intención firmadas por el gobierno peruano con el Fondo Monetario Internacional a partir de 1991 se hace referencia a la reforma del sistema de pensiones, lo cual pone en evidencia no solo la importancia que daba el FMI a este asunto, sino también la voluntad del gobierno peruano de atender las demandas de dicho organismo. Finalmente lo que se hizo fue copiar el modelo chileno, y no hubo ningún debate público al respecto, pues no se solicitó la opinión de los gremios empresariales, y menos de los gremios de trabajadores.

El interés de la banca privada en el SPP parece haber sido puramente pecuniario, guiado por su deseo de participar en el negocio de la administración de fondos, y no se preocupó —por ejemplo— en proponer un sistema más *market friendly* de comisiones por fondo y monto mínimo de inversión, que es la manera en que funcionan los fondos de inversión que operan libremente en el mercado, y que permite conciliar en alguna medida los intereses de los administradores y

los inversionistas. En el caso de los afiliados provenientes del SNP, la aportación inicial mínima pudo haber provenído de la redención de sus bonos de reconocimiento, pero ello iba a entrar en conflicto con las metas fiscales del gobierno central.

A final de cuentas, todo el costo y los riesgos de la creación del SPP fueron descargados sobre los trabajadores, en la forma de bonos de reconocimiento subvaluados, elevadas comisiones por flujo y el traspaso de un sistema de beneficios definidos (el SNP) a otro de contribuciones definidas (el SPP) que no ofrece ninguna garantía de rentabilidad. De la misma forma en que la puesta en marcha del paquete de reformas estructurales del año 2000 requirió tirar por los suelos el poder adquisitivo de los trabajadores, la consolidación del SPP peruano precisó —tal como hemos demostrado— de un periodo inicial de diez años de rentabilidad neta acumulada nula. Esto es un factor que no puede sorprendernos, tanto si tomamos en cuenta que —a pesar de ser los principales interesados— los gremios de trabajadores no tuvieron ninguna participación en la elaboración de las reglas de juego del SPP.

Luego de su creación en 1993, el SPP peruano experimentó una sucesión de reformas, la primera en 1995-1996 y la última en 2012-2013, en su gran mayoría orientadas a promover la afiliación de más trabajadores. Con ese objetivo se redujo el elevado costo relativo que significaba para un trabajador afiliarse al SPP respecto al costo que significaba afiliarse, o mantenerse afiliado, al SNP —siendo el cambio más importante la reducción de la tasa de aportación al SPP de 10% a 8% en 1995, que se mantuvo por diez años— haciéndoles «la vida más fácil» a las AFP. Debemos insistir en que el objetivo más importante fue aumentar el número de afiliados —el nivel de cobertura del SPP—, pues tal variable es la que más directamente afecta los ingresos de las AFP, al permitirles aprovechar las economías de escala asociadas a la actividad financiera. Se ha tratado de alcanzar dicho objetivo de diversas maneras; la última —que podría no tener buen fin— con el propósito de incluir en el sistema a los trabajadores independientes.

Otros cambios, tales como la introducción del régimen de multifondos, las normas que buscan facilitar el traslado de afiliados entre AFP, la introducción de subastas de afiliaciones y un nuevo sistema con comisiones por fondo tuvieron objetivos menos parcializados, aunque el fin central sigue manifestándose en la intención presente en el último paquete de reformas de obligar a trabajadores independientes a afiliarse al SPP.

Otro cambio de mucha importancia, sin que haya sido parte de un paquete específico de reformas, deviene de sucesivos aumentos del límite de inversión de fondos en el extranjero por las AFP, que —con un nivel de 36%— es ahora el más elevado entre los SPP de los países de la región, pero que las aquellas proponen aumentar aún más, al 50%, en razón del mayor rendimiento de los fondos invertidos en mercados extranjeros en los últimos nueve meses¹. Esta demanda de las AFP no puede dejar de sorprendernos, en tanto que, en los últimos diez años, el índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) ha tenido una rentabilidad de 50%, al subir de 10 000 a 15 000 puntos, aproximadamente, mientras que el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) ha tenido un rendimiento de 700%, al subir de 2000 a 16 000 puntos, rentabilidad que aumenta a 900% si tomamos en cuenta la apreciación del sol, durante el mismo periodo, con la caída del tipo de cambio de 3.5 a 2.8 soles por dólar. Obviamente, no podemos acusar a los funcionarios de las AFP de tener un comportamiento irracional, pero en este caso no parecen ser los afiliados los que se benefician con el aumento de la inversión en el extranjero de las AFP.

En cuanto a las características más importantes adquiridas por el SPP peruano luego de 20 años de funcionamiento, debemos señalar que aunque la importancia de los fondos acumulados por el SPP dentro del sistema financiero peruano ha llegado a ser muy significativa y ha llegado, en algún momento, a representar casi el 70% del total de las

¹ Ver declaraciones de Vicente Tuesta, gerente de inversiones de Profuturo AFP, diario *La República*, 22 de setiembre de 2013, p. 17.

obligaciones del sistema bancario con el sector privado y el 40% de la capitalización de la Bolsa de Valores de Lima. Esto refleja la tremenda importancia del SPP como proveedor de fondos de inversión en el país, aunque estos porcentajes han disminuido —en parte como consecuencia de la mayor inversión de fondos en el extranjero—, y actualmente se mantienen alrededor de 50% y 25%, respectivamente.

No obstante, el SPP no ha mostrado el mismo dinamismo respecto al sector real de la economía, y las aportaciones al SPP como porcentaje del PBI se han mantenido estancadas ligeramente por encima del 1% durante los últimos diez años. De manera similar, en relación con la fuerza de trabajo, encontramos que el número de afiliados del SPP peruano medido como porcentaje de la población económicamente activa (33%) es el más bajo —junto con Bolivia— en una muestra de 10 países de la región. Esta imagen se hace aún menos ventajosa si tomamos en cuenta, por un lado, que los trabajadores de mayores ingresos tienen una participación más que proporcional entre los afiliados al SPP, y que la densidad de cotización (o probabilidad de cotizar), se ha mantenido alrededor de solo 50% por muchos años.

En cuanto a la rentabilidad del SPP durante el periodo 1993-2012, se encuentra una tasa acumulada de 8.22% anual, que —en principio— no parece para nada insuficiente. Sin embargo, esta rentabilidad no solamente presenta una variabilidad totalmente impropia de un fondo de pensiones, sino que no se compara bien con la rentabilidad promedio obtenida por inversionistas en la Bolsa de Valores de Lima, o por los depósitos de compensación por tiempo de servicios (CTS) en instituciones microfinancieras, como cajas rurales y municipales. Además, si bien cuando comparamos el SPP peruano con los de otros países de América Latina encontramos que su rentabilidad real histórica —aunque está por debajo del promedio— no difiere significativamente de la de aquellos; donde sí se encuentra una clara diferencia es en las comisiones que cobra (medidas como porcentaje del aporte capitalizable), que resultan ser claramente mayores que las de los demás países.

Es decir, incluso si aceptamos que la rentabilidad producida por el SPP es razonable, pensamos que subsiste el problema de una asimetría en la relación entre las AFP y sus afiliados, que permite a las primeras el cobro de comisiones excesivamente elevadas. Tal problema se origina en el reducido número de AFP que subsisten en el mercado, lo que ha configurado un oligopolio que dispone de un mercado cautivo, en el cual los trabajadores no están en total libertad de retirarse del sistema, y escoger otro tipo de inversión, si es que consideran las comisiones cobradas por las AFP como muy elevadas comparadas con la rentabilidad que obtienen sus fondos. También hay, pues, un problema de asimetría y de poca transparencia (falta de información) del mercado, y un síntoma de que las comisiones cobradas por las AFP son muy elevadas lo constituyen las cifras sobre la rentabilidad privada de tales instituciones: durante el periodo 1998-2012, las AFP obtuvieron una rentabilidad anual promedio de 40.2%, mientras que la rentabilidad nominal promedio de los fondos tipo 2 fue de solo 12.4%.

Al respecto, hemos enfatizado que el carácter obligatorio del SPP hace que su creación configure —sea el equivalente de— la concesión de un servicio público al sector privado, la cual —por su misma naturaleza— no podía otorgar a las AFP una total libertad para fijar el monto de sus comisiones. Fuentes oficiales argumentaron en algún momento que restringir tal libertad equivaldría a un control de precios que terminaría perjudicando a los afiliados², sin tomar en cuenta que no se trata de un mercado en el que existe la libre competencia. En efecto, la libre competencia implica —para empezar— la libertad de los compradores y los vendedores para entrar y salir del mercado, condición que obviamente no se cumple en el caso del SPP. En todo caso, la introducción mediante la última reforma de la licitación de las afiliaciones al SPP reconoce al menos implícitamente la validez de nuestra contención.

² Ver Ministerio de Economía y Finanzas (2004b).

Hemos enfatizado también que, si bien la rentabilidad obtenida por afiliados del SPP durante su periodo laboral activo no parece ser insuficiente, debemos también tomar en cuenta la rentabilidad percibida por los afiliados durante su periodo como jubilados del SPP. Al respecto, es preciso notar que esa rentabilidad —la cual se mide por la tasa de descuento fijada por la SBS para ser usada en el cálculo de las pensiones de jubilación— se ha mantenido ya por diez años alrededor de 4% anual, lo cual implica una rentabilidad prácticamente nula en términos reales. Este es un hecho de extrema importancia, pues, si bien un afiliado puede obtener durante 40 años una rentabilidad real (bruta) de hasta 8%, luego, al jubilarse, va a percibir durante unos 16 años —que es la esperanza de vida de un varón de 65 años de edad— una rentabilidad básicamente nula, perjuicio que se ve multiplicado por ser esta la rentabilidad que obtiene justo en el momento en que su capital ha alcanzado su valor más alto. Y esto tiene como precedente —debemos recordar— una rentabilidad neta acumulada nula durante sus primeros diez años como afiliado al SPP. A lo cual, en el caso de los afiliados que se trasladaron del sistema público al sistema privado al momento de su creación, debemos agregar bonos de reconocimiento con rentabilidad real nula.

En relación con las reglas de juego del SPP peruano, un rasgo clave es que se trata de un sistema paralelo, por cuanto coexiste con el sistema público (el Sistema Nacional de Pensiones, SNP) y con otro tipo de fondos como la Derrama Magisterial y la Caja Militar Policial. Esto obviamente limita el crecimiento y la importancia que el SPP puede llegar a tener en el Perú, pero al mismo tiempo aumenta la competencia, por cuanto el SPP no es la única opción que tienen los trabajadores. Otro rasgo clave del SPP peruano es la existencia de entes administradores especializados (las AFP), característica que es común a todos los países de la región y que implica que entidades como bancos o compañías de seguros no pueden administrar directamente fondos de pensiones. No se consideran —por ejemplo— cuentas de ahorro

en bancos porque se necesitaría asignarles un seguro de depósitos, algo que el Banco Central no está dispuesto a hacer, o —en su defecto— no lo hace en el caso de los depósitos de compensación por tiempo de servicio (CTS).

Otro importante conjunto de reglas de los SPP son aquellas referidas a la administración de sus carteras, y que generalmente toman la forma de límites sobre la participación que los diferentes tipos de activos pueden tener en aquellas. Comparado con otros países de la región, el SPP peruano sobresale principalmente por tener en su cartera el mayor porcentaje de inversiones en el extranjero y el menor porcentaje de deuda pública.

En cuanto a las reglas relacionadas con las tasas de aportación y las comisiones, debemos señalar que la regulación peruana mantuvo por más de diez años la tasa de aportación más baja entre los países de la región (8% de la remuneración del afiliado), mientras que las AFP peruanas cobran las comisiones más elevadas, las cuales no están sujetas a ningún tope o regulación, excepto por el sistema de subasta de afiliaciones introducidas con la reforma de 2012. Las normas concernientes a la rentabilidad mínima que deben ofrecer las AFP son sumamente flexibles, lo cual hace que en la práctica no se apliquen. Sobre el marco tributario del SPP, hemos destacado que mientras las AFP no pagan el impuesto general a las ventas (IGV) por las comisiones que cobran, los afiliados no son beneficiados por franquicias fiscales de ningún tipo.

En cuanto a la medición de la eficiencia y capacidad para satisfacer las expectativas de sus afiliados, debemos remarcar primero que si el principal objetivo del SPP es el incremento de la tasa de ahorro del país, la variable clave por considerar es su rentabilidad, no solo porque una mayor rentabilidad debe traducirse en una mayor tasa de crecimiento del fondo, sino también porque de ser esta insuficiente, los agentes económicos encontrarán los medios apropiados para evadir o eludir el sistema. Hemos señalado luego que es importante distinguir entre rentabilidad bruta y rentabilidad neta del SPP, donde la primera no toma

en cuenta las comisiones pagadas por los afiliados a las AFP, mientras que la segunda sí lo hace, por lo que es la que verdaderamente refleja la eficiencia del sistema.

Por otro lado, hacemos notar que la tasa de reemplazo —calculada como el ratio entre el valor de la pensión y el monto del salario de un afiliado al jubilarse— mide la contribución del SPP al bienestar de sus afiliados solamente de manera relativa, ya que el hecho de que un jubilado goce de una tasa de reemplazo más alta no implica que el monto de su pensión también sea mayor. Además, que la tasa de reemplazo dependa de una serie de factores que son en gran medida —sino totalmente— exógenos al funcionamiento y características del SPP hace que cualquier proyección que se realice tenga una validez limitada, lo cual se refleja en la gran variabilidad que tienen dichas proyecciones. La inferencia que podemos hacer en relación con esta cuestión es que lo único que puede garantizar un mayor bienestar para los jubilados son salarios más altos durante su periodo laboral activo.

Finalmente, en cuanto a las reformas que se pueden hacer al SPP, ya hemos mencionado que muchas de las reformas realizadas han buscado simplemente hacerle «la vida más fácil» a las AFP, sin dar la debida importancia a la asimetría en la relación entre afiliados y las AFP, y sin tratar de fomentar la competencia entre aquellas. La introducción reciente del sistema de comisiones por saldo debe ayudar a que el SPP funcione más acorde con el régimen de premios y castigos que rige los mercados y que hace que las comisiones pagadas por los afiliados dependan también de la rentabilidad obtenida por su fondo, de tal forma que el riesgo como inversionistas no lo asuman enteramente los afiliados, y que los ingresos de las AFP dependan también de su calidad como administradoras de fondos. Pero debemos agregar que, si bien el sistema de comisiones por saldo en alguna medida concilia los intereses de AFP y sus afiliados, otra opción que debe aumentar la coincidencia de intereses es que parte de los fondos del SPP sean invertidos en acciones de las propias AFP, tal como lo ha sugerido el profesor Oscar Dancourt.

En cuanto al nivel de cobertura, opciones como cerrar definitivamente el SNP no pueden ser tomadas en cuenta si antes no se garantiza un sistema privado sumamente competitivo y totalmente transparente. En todo caso, tal reforma solo debería emprenderse estableciendo previamente que la afiliación al sistema de pensiones sea opcional (potestativa), por lo menos bajo ciertas condiciones. De lo contrario, se corre el riesgo de hacer al sistema financiero peruano excesivamente dependiente de seguros «fáciles» como el SPP, el Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito (SOAT) y el seguro de salud a través de las empresas prestadoras de salud (EPS), que ya han sido implementados, o de otros seguros obligatorios como el seguro de desempleo o el seguro de responsabilidad civil médica, que han sido propuestos en el Congreso.

En todo caso, la falta de respaldo político al proyecto del gobierno de afiliar de manera obligatoria a los trabajadores independientes, muestra que la forma de mejorar la situación no es recurrir al castigo sino al premio. La solución al problema de la baja cobertura no podrá ser obligar a los independientes a afiliarse al SPP, sino reducir la informalidad (o marginalidad), y la afiliación obligatoria podría agravar este problema, al jugar un rol similar al que cumple un IGV de 19%. De la misma manera, la propuesta de obligar a los afiliados a cotizar un mayor número de años, con lo cual aumenta la edad de jubilación, podría tener como único efecto significativo un agravamiento del problema del desempleo.

Por otro lado, una manera obvia de aumentar la eficiencia y rentabilidad del SPP consiste en ofrecer a los trabajadores mecanismos de ahorro alternativos, que no tengan que ser necesariamente administrados por una AFP. Hay dos hechos muy importantes que respaldan nuestra propuesta: una es que la rentabilidad de las cuentas CTS —por las cuales los ahorristas no deben pagar comisiones por administración— es por lo menos igual a la rentabilidad del fondo tipo 2 del SPP, y otra es que el valor cuota del SPP ha marchado al mismo ritmo

que el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) desde su constitución, lo cual hace que un fondo indexado —con costos de administración mucho más bajos— sea una alternativa ventajosa frente a las AFP.

En relación con la inversión de fondos en el extranjero, es obvio que la manera más eficiente de manejar esa inversión es constituir un fondo soberano que administre ese dinero, tal como ya se hizo en Chile en 2006. Actualmente las AFP invierten en el extranjero, cada una por separado, a través de fondos de inversión extranjeros; es decir, pagan a administradores extranjeros por manejar esos fondos.

Respecto a la rentabilidad real prácticamente nula que perciben los jubilados por el fondo CIC que transfieren a una AFP o a una compañía de seguros, y que se refleja en la tasa de descuento usada para el cálculo del capital requerido unitario (CRU) empleado para determinar el monto de su pensión, resulta obvio que debe ofrecerse a los jubilados la posibilidad de recibir todos sus ahorros al momento de su jubilación. De la misma manera, no se puede obligar a los afiliados provenientes del SNP a mantener bonos de reconocimiento que no tienen ninguna rentabilidad real, por lo que dichos bonos deberían ser redimidos de inmediato, o ganar una rentabilidad similar a la producida por el SPP.

Para concluir con el tema de las propuestas de reforma, debemos recalcar que existe un problema de falta de transparencia, cuya solución también debe contribuir a que el SPP gane legitimidad. En parte, este problema tiene que ver con la ignorancia de los trabajadores sobre el funcionamiento del SPP, la cual se reflejó en la gran confusión que generó entre los afiliados la opción de pasar del sistema de comisión por flujo a uno mixto. Pero, por otro lado, existen otros problemas que la SBS y las AFP deben manejar mejor. Uno de ellos concierne al cálculo del monto de las pensiones, para lo cual se requiere el valor del capital requerido unitario (CRU). La información respectiva es de mucho interés para los afiliados, sobre todo para los de mayor edad, y debería estar fácilmente al alcance de todos ellos, de tal manera que puedan tener

una idea de la pensión que les corresponderá al momento de su jubilación. Sin embargo, hemos encontrado una sola AFP —Integra— que ofrece en su página web la opción de estimar el monto de su pensión al proporcionar la información pertinente; no obstante, ninguno de nuestros intentos de emplearlo fue exitoso.

Por último, debemos mencionar que resulta paradójico que el gobierno de Alberto Fujimori, el cual hizo compulsivo el SPP con el fundamento implícito de que la gente necesita que la obliguen a ahorrar, fue el mismo que inició la promoción de los juegos de azar al autorizar la operación de casas de juego y tragamonedas en todo el país. Ello refleja no solamente la actitud paternalista de dicho gobierno, y de los gobiernos sucesivos, que pretenden decirle a la gente qué es lo que debe hacer con su dinero, sino también que su interés por el aumento del ahorro de los trabajadores podría no ser muy sincero. En efecto, debemos resaltar que el objetivo final es aumentar el ahorro de las familias, para lo cual los mecanismos más efectivos podrían ser campañas de educación de los consumidores, que restrinjan el consumo conspicuo y los lleve a un manejo más prudente del crédito de consumo.

Es muy posible que la tendencia decreciente de las tasas de interés a nivel mundial durante los últimos treinta años es un fenómeno que no se va a revertir en un futuro cercano, pues existe un gigantesco exceso global de liquidez, lo cual refleja una sobrevaluación de activos financieros a nivel mundial que tomará mucho tiempo en ser eliminado, a no ser que ello se lleve a cabo mediante un *shock* traumático. Esto va a disminuir la rentabilidad de los ahorros y es un factor muy importante, que hace que nuestra preocupación por los sistemas de pensiones —tanto público como privado— no pueda sino aumentar.

BIBLIOGRAFÍA

- Alcorta, Ludovico (1992). *El nuevo capital financiero: grupos financieros y ganancias sistémicas en el Perú*. Lima: Fundación Friedrich Ebert.
- Aldrich, Jonathan (1982). The Earnings Replacement Rate of Old-Age Benefits in 12 Countries, 1969-80. *Social Security Bulletin*, 45(11).
- Arce, Moisés (2010). *El fujimorismo y la reforma del mercado en la sociedad peruana*. Lima: Instituto de Estudios Peruanos.
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) (1996). *Reformas a los sistemas de pensiones. Argentina, Chile, Perú*. AIOS: Santiago de Chile.
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) (2001). Los regímenes de capitalización individual en América Latina. *Boletín Estadístico AIOS*, 6.
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) (2003). *La capitalización individual en los sistemas provisionales de América Latina*. <www.aiosfp.org/documentos/libro.pdf>
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) (2007). *Reconocimiento de las aportaciones realizadas al sistema anterior a la reforma. Estudios y Publicaciones*. <www.aiosfp.org/estudios_publicaciones/estudios_pub_analisis_comparativo.shtml>

- Association of British Insurers (2000). The pensions system in the United Kingdom. En *Private Pension Systems and Policy Issues*. París: OECD Publications.
- Ausejo, Flavio (1995). La reforma del Instituto Peruano de Seguridad Social. En Augusto Álvarez Rodrich y Gabriel Ortiz de Zevallos, *Implementación de Políticas Públicas en el Perú* (pp. 133-144). Lima: Editorial Apoyo.
- Ayala, Ulpiano (1996). *¿Qué se ha aprendido del Sistema de Pensiones en Argentina, Colombia, Chile y Perú?* [Documento de trabajo N° 30. Banco Interamericano de Desarrollo].
- Banco Mundial (1994). *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Oxford: Banco Mundial-Oxford University Press.
- Banco Mundial (2004). *Peru. Restoring the Multiple Pillars of Old Age Income Security*. [Report N° 27618-PE].
- Banco Mundial (2011). *Peru: Country Program Evaluation for the World Bank Group, 2003-2009*. Herndon: World Bank Publications.
- Barco, Daniel, Jorge Iberico & Andrés Medina (2009). Situación del Crédito Hipotecario en el Perú. *Moneda*, 40, 7-13.
- Barr, Nicholas (2001). The Truth about Pension Reform. *Finance & Development*, 38(3), 6-9.
- Barr, Nicholas (2004). *The Economics of the Welfare State*. Cuarta edición. Oxford: Oxford University Press.
- Becker, Sebastian (2009). *Is the next global liquidity glut on its way?* [Deutsche Bank Research. International Topics. Current Issues].
- Berdejo, María, Boris Galarza & Javier Nagamine (2006). *Mecanismos para incentivar la competencia en los Sistemas Pensiones basados en Capitalización Individual*. [Documento de Trabajo 01-2006. Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones].

- Bernal, Noelia, Ángel Muñoz, Hugo Perea, Johanna Tejada & David Tuesta (2008). *Una mirada al Sistema Peruano de Pensiones. Diagnóstico y propuestas*. Lima: BBVA.
- Bernedo, José (2000). *El derecho humano a la seguridad social y la privatización de los sistemas de pensiones en América Latina. Ganancia para algunos y desprotección para todos*. Lima: Centro de Asesoría Laboral del Perú, CEDAL.
- Bertín, Hugo & Andrea Perrotto (1997). *Los nuevos regímenes de capitalización en América Latina: Argentina, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay*. [SAF]P, Serie Estudios Especiales N° 9].
- Bjeletic, Jasmina & David Tuesta (2010). Pension Reform in Peru. En Eduardo Fuentes, Alicia García Herrero y José Luis Escrivá (eds.), *Pension reforms in Latin America Balance and challenges ahead*, cap. 6. Madrid: BBVA.
- Blöndal, Sveinbjörn & Stefano Scarpetta (1999). *The Retirement Decision in OECD Countries*. [OECD Economics Department Working Papers N° 202].
- Boado-Penas, María del Carmen, Inmaculada Domínguez-Fabián & Carlos Vidal-Meliá (2007). Cuentas nocionales de aportación definida (NDC): solvencia y riesgo, aplicación al caso español. *Revista Internacional de Seguridad Social*, 60(4), 117-140.
- Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds (2012). *Annual Report*. Washington, D.C.
- Bodie, Zvi (1992). Pensions. En Peter Newman (ed.), *The new Palgrave Dictionary of Money: Finance*, vol. 2 (pp. 130-133). Londres: The Macmillan.
- Boloña, Carlos & Alfredo Salazar (1995). *¿Dueño de tu jubilación?* Lima: Instituto de Economía de Libre Mercado.
- Bowen, Sally & Jane Holligan (2003). *El espía imperfecto. La telaraña siniestra de Vladimiro Montesinos*. Lima: PEISA.

- Bravo, Jorge & Andras Uthoff (1999). Transitional fiscal costs and demographic factors in shifting from unfunded to funded pension in Latin America. [Serie *Financiamiento del Desarrollo*, N° 88. CEPAL. Naciones Unidas. Santiago de Chile].
- Camargo, Gonzalo (2011). *Una evaluación de la capacidad de los fondos privados de pensiones para brindar pensiones adecuadas. Una aplicación al caso peruano*. Tesis para optar el grado académico de doctor en Economía. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Castillo, Marola & Freddy Rojas (2007). *Efecto del sistema privado de pensiones sobre el mercado de capitales en el Perú*. Lima: CIES.
- Chacaltana, Juan (2002). *Afiliación a pensiones en un sistema reformado*. Lima: Red de Políticas de Empleo-CIES.
- Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2003). *Declaración No. 8- Los mercados de capitales en América Latina: tendencias, perspectivas y recomendaciones de políticas*. Santiago de Chile: Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros.
- Congreso de la República del Perú (s/d). *Archivo Digital de la Legislación en el Perú*. <<http://www.leyes.congreso.gob.pe>>
- Contraloría General de la República (2006). *Examen Especial — Oficina de Normalización Previsional. Periodo enero 1996-agosto 2001*. [Informe N° 094-2001-CG/B392].
- Cotlear, Daniel (2011). Population Aging Is Latin America Ready? En Daniel Cotlear (ed.), *Population Aging. Is Latin America Ready?* (capítulo 1). Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Croxtan, Frederick & Dudley Cowden (1945). *Applied General Statistics*. Nueva York: Prentice-Hall.
- De la Cruz, Luis (s/d). *La seguridad social en el Perú*. Asociación Civil Presidente Ramón Castilla. Consulta: 24 de febrero de 2012 <http://www.arcastilla.org/articulos/la_seguridad_social_luis_de_la_cruz.ppt>

- Defensoría del Pueblo (2005). *El futuro de los sistemas de pensiones. Hacia una nueva relación entre el sistema público y el privado*. [Informe defensorial N° 99]. Lima: Defensoría del Pueblo.
- Delgado, Luis (ed.) (2000). *La Seguridad Social en el Perú: Creación de EsSalud*. Lima: Fimart.
- Diamond, Peter (1999). *Issues in Privatizing Social Security. Report of an Expert Panel of the National Academy of Social Insurance*. Cambridge: MIT Press.
- Disney, Richard (2004). Are Contributions to Public Pension Programs a Tax on Employment? En *Economic Policy* (pp. 267-311). Londres: Centre for Economic Policy Research.
- Drèze, Jean & Amartya Sen (1991). Public Action for Social Security: Foundations and Strategy. En Ehtisham Ahmad, Jean Drèze, John Hills y Amartya Sen (eds.), *Social Security in Developing Countries*. Oxford: Oxford University Press.
- Drinot, Paulo (2011). *The Allure of Labor. Workers, Race and the Making of the Peruvian State*. Durham y Londres: Duke University Press.
- Durán Valverde, Fabio & Hernán Pena (2011). *Determinantes de las tasas de reemplazo de pensiones de capitalización individual: escenarios latinoamericanos comparados*. Lima: CEPAL.
- Durnbeck, Theresa (coord.) (1996). *La seguridad social en América Latina: seis experiencias diferentes*. Buenos Aires: Centro Interdisciplinario de Estudios sobre el Desarrollo Latinoamericano.
- Dynan, Karen, Jonathan Skinner & Stephen Zeldes (2004). Do the Rich Save More? *Journal of Political Economy*, 112(2), 397-444.
- Fuentes, Eduardo, Alicia García-Herrero & José Luis Escrivá (2010). *Las reformas de los sistemas de pensiones en Latinoamérica. Avances y temas pendientes*. Madrid: Pensiones & Seguros y BBVA Research.
- Feldstein, Martin (1974). Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation. *The Journal of Political Economy*, 82(5), 905-926.

- Feldstein, Martin (1998). Introduction. En Martin Feldstein (ed.), *Privatizing Social Security*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Feldstein, Martin (2005). Rethinking Social Insurance. *The American Economic Review*, 95(1), 1-24.
- Fox, Louise & Edward Palmer (2001). New Approaches to Multipillar Pension Systems. What in the World is going on. En Robert Holzmann y Joseph Stiglitz (eds.), *New Ideas about Old Age Security* (capítulo 3). Washington D.C.: Banco Mundial.
- Galarza, Boris (2009). *Competencia en la industria de AFP*. Tesis de maestría. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Galarza, Boris & Javier Olivera (2001). *La industria del sistema privado de pensiones en el Perú*. [Documento de trabajo 02/2001]. Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.
- Gallardo, José (2002). La organización del sistema de pensiones. En *Los obstáculos a la expansión del sistema de pensiones en el Perú* (capítulo 3). Lima: Red de Políticas de Empleo-CIES.
- García, Norberto (2002). *Los obstáculos en el mercado de trabajo a la expansión del sistema de pensiones-Perú 1991-2000*. Lima: Red de Políticas de Empleo-CIES.
- Ghilarducci, Teresa (1992). *Labor's Capital. The Economics and Politics of Private Pensions*. Cambridge: MIT Press.
- Ghilarducci, Teresa (2013). *Why the 401(k) is a «Failed Experiment»* <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/business-economy-financial-crisis/retirement-gamble/teresa-ghilarducci-why-the-401k-is-a-failed-experiment/>
- Gómez, José Carlos (2004). *El mercado de rentas vitalicias en el ámbito del SPP*. [Documento de trabajo 01/2004. Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones].
- Hauer, David (2008). *Macroeconomic Effects of Pension Reform in Russia*. [IMF Working Papers International Monetary Fund, Washington, D.C.].

- Hemming, Richard (1998). Should Public Pensions be Funded? [IMF Working Paper WP/98/35. International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department].
- Hidalgo, Darwin (2004). Hechos cumplidos vs. derechos adquiridos: alcances de la reforma constitucional a propósito del decreto ley 20530. *Derecho y cambio social*, 1(1). <http://www.derechoycambiosocial.com>.
- Hills, John (2005). A New Pension Settlement for the Twenty-First Century? The UK pensions Commission's Analysis and Proposals. *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), 113-132.
- Hinz, Richard (2000). Overview of the United States Private Pension System. En *Private Pension Systems and Policy Issues* (pp. 23-41). París: OECD Publications.
- Holzmann, Robert, Truman Packard & José Cuesta (2001). Extending Coverage in Multipillar Pension Systems: Constraints and Hypotheses, Preliminary Evidence, and Future Research Agenda. En Robert Holzmann y Joseph Stiglitz (eds.), *New Ideas about Old Age Security* (capítulo 13). Washington D.C.: The World Bank.
- Holzmann, Robert, Robert Palacios & Asta Zviniene (2004). *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*. [Social Protection Discussion Paper Series N° 0403. The World Bank. Washington D.C.].
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (2001). *Perú: estimaciones y proyecciones de población, 1950-2050*. [Serie Análisis Demográfico N° 35. Lima, setiembre].
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (2010). *Perú: situación y perspectiva de la mortalidad por sexo y grupos de edad, nacional y por departamentos, 1990-2025*.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (2011). *Perú: Estimaciones y Proyecciones de Población Económicamente Activa, 2000-2015*. http://www.inei.gob.pe/web/NotaPrensa/Attach/12472_e.pdf
- Instituto Nacional de Estadística e Informática y Ministerio de Trabajo (s/d). *Encuesta Nacional de Hogares-Niveles de Empleo*. [Base de datos].

- James, Estelle, James Smalhout & Dimitri Vittas (2001). *Administrative Costs and the Organization of Individual Retirement Account Systems-A Comparative Perspective*. [Policy Research Working Paper N° 2554. The World Bank. Washington, D.C.].
- Kane, Cheikh (1995). *Peru: Reforming the Pension System*. [ESP Discussion Paper Series N° 17361. The World Bank. Washington D.C.].
- Kane, Cheikh & Robert Palacios (1996). The Implicit Pension Debt. *Finance & Development*, 33(2), 36-38.
- Kolivakis, Leo (2010). The End of Welfare States? En *Pension Pulse*. <http://pensionpulse.blogspot.com/2010/05/end-of-welfare-states.html>.
- Kotlikoff, Laurence (1987). Social Security. En John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman, *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, (vol. 3, pp. 413-418). Londres: Macmillan Press.
- Lancaster, K.J. (1987). Product Differentiation. En John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman, *The New Palgrave. A Dictionary of Economics* (vol. 3, pp. 988-989). Londres: Macmillan Press.
- Lerner, Karin (1973). *Estudio del desarrollo de la seguridad social en el Perú*. Memoria de Bachillerato. Facultad de Ciencias Sociales. PUCP.
- Lind, Michael (2013). *Expanded Social Security. A Plan to Increase Retirement Security for All Americans*. Washington D.C.: New America Foundation.
- Maron, Melvin & Robert López (1995). *Análisis numérico. Un enfoque práctico*. Tercera edición. México D.F.: CECOSA.
- Masías, Lorena & Elio Sánchez (2006). *Competencia y reducción de comisiones en el sistema privado de pensiones: el caso peruano*. [Documento de Trabajo 02/2006. Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones].
- McGill, Dan, Kyle Brown, John Haley & Sylvester Schieber (1996). *Fundamentals of Private Pensions*. Sétima edición. Filadelfia: University of Pennsylvania Press.
- Mendoza, Juan (2012). *Déficit de la Caja de Pensiones Militar Policial es de S/. 20,000 millones*. [Documentos de discusión CIUP. Lima, Fecha 14 de abril].

- Mesa-Lago, Carmelo (1985a). *El desarrollo de la seguridad social en América Latina*. [Estudios e informes de la CEPAL]. Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Mesa-Lago, Carmelo (1985b). Aspectos administrativos y financieros del sistema de seguridad social. En Laura Morales La Torre y Javier Slodky (eds.), *La reforma de la seguridad social. Análisis comparativo del Perú dentro del contexto latinoamericano* (tercera parte). Lima: Centro de Investigación Universidad del Pacífico y Fundación Friedrich Ebert.
- Mesa-Lago, Carmelo (1990). *Ascent to Bankruptcy: Financing Social Security in Latin America*. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press.
- Mesa-Lago, Carmelo (1991). *Portfolio Performance of Selected Social Security Institutes in Latin America*. Washington D.C.: World Bank.
- Mesa-Lago, Carmelo (1999). La reforma estructural de pensiones en América Latina: tipología, comprobación de presupuestos y enseñanzas. En Alejandro Bonilla y Alfredo Conte-Grand (comps.), *Pensiones en América Latina. Dos décadas de reforma. Oficina Internacional del Trabajo* (tercera parte). Segunda edición. Lima: OIT.
- Mesa-Lago, Carmelo (2000). Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina. [Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 93. CEPAL. Naciones Unidas, Santiago de Chile].
- Mesa-Lago, Carmelo (2002). Myth and Reality of Pension Reform: The Latin American Evidence. *World Development*, 30(8), 1309-1321.
- Miller, Tim, Carl Mason & Mauricio Holz (2011). The Fiscal Impact of Demographic Change in Ten Latin American Countries. En Daniel Cotlear (ed.), *Population Aging. Is Latin America Ready?* (capítulo 7). Washington D.C.: Banco Mundial.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (2001). *Informe de la Comisión Especial Encargada de Estudiar la Situación de los Regímenes Pensionarios de los decretos leyes No. 19990 y No. 20530 y otros a Cargo del Estado. D.S. 003-2001*. Lima: MEF.

- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (2002). *Marco macroeconómico multianual 2003-2005*. Lima: MEF.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (2004a). *Los sistemas de pensiones en el Perú*. Lima: MEF-DGEES.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (2004b). *Plan de acción de los sistemas de pensiones en el Perú. 2004-2008*. Lima: MEF-DGEES. Lima.
- Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo del Perú (2012). *Estrategia Nacional para la Prevención y Erradicación del Trabajo Infantil*. En <http://spij.minjus.gob.pe/Graficos/Peru/2012/Setiembre/05/DS-015-2012-TR.pdf>.
- Mises, Ludwig von (1950). Economic Aspects of the Pension Problem. En *The Commercial and Financial Chronicle* <http://mises.org/daily/1851>
- Mitchell, Olivia (1998). Administrative Costs in Public and Private Retirement Systems. En Martin Feldstein (ed.), *Privatizing Social Security* (pp. 403-452). Chicago: The University of Chicago Press.
- Morales, Rosa & Javier Slodky (eds.) (1985). *Análisis comparativo del Perú dentro del contexto latinoamericano*. Lima: Centro de Investigación Universidad del Pacífico y Fundación Friedrich Ebert.
- Morón, Eduardo & Eliana Carranza (2003). *Diez años del Sistema Privado de Pensiones*. Lima: Centro de Investigación Universidad del Pacífico.
- Müller, Katharina (2002). Public-Private Interaction in Structural Pension Reform. En *Regulating Private Pension Schemes. Trends and Challenges* (pp. 105-116). París: OECD Publications.
- Müller, Christoph, Bernd Raffelhüschen y Olaf Weddige (2009). *Pension obligations of government employer pension schemes and social security pension schemes established in EU countries*. [Reporte final del Research Center for Generational Contracts para el European Central Bank].
- Muñoz, Ítalo (2000). La reforma del Sistema Privado de Pensiones. En Roberto Abusada, Fritz Du Bois, Eduardo Morón y José Valderrama (eds.), *La reforma incompleta* (vol. I, capítulo 12). Lima: Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.

- Olivera, Javier (2002a). *La jubilación anticipada en el Sistema Privado de Pensiones: una propuesta para su flexibilización*. Tesis para optar por el título de licenciado en Economía. PUCP.
- Olivera, Javier (2002b). *La tasa de reemplazo en el Sistema Privado de Pensiones*. [Documento de trabajo 02/2002 Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, mayo].
- Olivera, Javier (2002c). *Determinantes del Nivel de Pensiones en el Sistema Privado de Pensiones*. [Documentos de trabajo 02/2002. Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, junio].
- Olshansky, Jay, Dana Goldman, Yuhui Zheng & John Rowe (2009). Aging in America in the Twenty-first Century: Demographic Forecasts from the MacArthur Foundation Research Network on an Aging Society. *The Milbank Quarterly*, 87(4), 842-862.
- Olson, Kevin (2006). *Reflexive Democracy: Political Equality and the Welfare State*. Cambridge: MIT Press.
- Orenstein, Mitchell (2010). *Privatizing Pensions: The Transnational Campaign for Social Security Reform*. Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Organization for Economic Co-Operation and Development (1998). *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*. París: OECD.
- Organization for Economic Co-Operation and Development (2001). *Ageing and Income: Financial Resources and Retirement in 9 OECD Countries (Social issues)*. París: OECD.
- Organización Internacional del Trabajo (1984). *Introducción a la Seguridad Social*. Tercera edición. Ginebra: OIT.
- Organización Internacional del Trabajo (2010). *La contribución de la OIT a la reforma previsional de Chile*. Santiago de Chile: OIT.
- Orszag, Peter & Joseph Stiglitz (2001). Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems. En Robert Holzmann y Joseph Stiglitz (eds.), *New Ideas about Old Age Security* (pp. 17-36). Washington D.C.: The World Bank.

- Ortega, Patricio & Luisa García (2013). *Ventajas de tener una AFP*. <http://idl-reporteros.pe/2013/04/01/las-ventajas-de-tener-una-afp/>
- Ortiz de Zevallos, Gabriel, Hugo Eyzaguirre, Rosa María Palacios & Pierina Pollarolo (1999). *La economía política de las reformas institucionales en el Perú: los casos de educación, salud, y pensiones*. [Banco Interamericano de Desarrollo, Oficina del Economista Jefe, Latin American Research Network, Red de Centros de Investigación, Documento de trabajo R-348, marzo].
- Palacios, Robert (2003). Reforma a las pensiones en América Latina. Diseño y experiencias. En *Resultados y desafíos de las reformas a las pensiones* (pp. 13-134). Santiago de Chile: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Palmer, Edward (2006). What is NDC? En Robert Holzmann y Edward Palmer (eds.), *Pension Reform. Issues and Prospects for Non-Financial Defined Contribution (NDC) Schemes* (capítulo 2, pp. 17-33). Washington D.C.: The World Bank.
- Paz Soldán, Franco (2002). Conferencia organizada por Procapitales, pronunciada el 10 de setiembre de 2002.
- Pestieau, Pierre (1999). *The political economy of redistributive social security*. [IMF Working Paper 99/180. Washington D.C.].
- Petrera, Margarita (1987). La seguridad social en el Perú: su eficacia y eficiencia a través del ciclo económico. *Economía*, X(20), 47-71.
- Pollner, John & Manuel Lasaga (2003). *Peru's Private Pension System: An Analysis of its Evolution, Current Market Structure and Recommendations for Reform*. Washington D.C.: The World Bank.
- Queisser, Monika (1998). *The Second Generation Pension Reforms in Latin America*. París: OECD.
- Quiroz, Alfonso (2013). *Historia de la corrupción en el Perú*. Lima: Instituto de Estudios Peruanos e Instituto de Defensa Legal.
- Ramírez, Jhoan (s/d). *El decreto ley 25030 «Cédula Viva»: el efecto en las empresas públicas*. <http://www.monografias.com/trabajos16/ley-cedula/ley-cedula.shtml>

- Rodríguez, Jacobo (1999a). *18 Years of Private Pensions in Chile*. Washington D.C.: CATO Institute.
- Rodríguez, Jacobo (1999b). *Chile's Private Pension System at 18: Its Current State and Future Challenges*. [SSP N° 17]. Washington D.C.: Cato Project On.
- Rofman, Rafael & María Laura Oliveri (2012). *Pension Coverage in Latin America. Trends and Determinants*. [Banco Mundial. Social Protection & Labor. Discussion Paper 1217].
- Rojas, Jorge (1994). La reforma del sistema financiero peruano. *Economía*, XVII(33-34), 149-198.
- Rojas, Jorge (1998). *La rentabilidad del sistema privado de pensiones en el Perú: 1993-1997*. [Documento de Trabajo No. 160. CISEPA. Pontificia Universidad Católica del Perú].
- Rojas, Jorge & José Távora (2009). El sistema privado de pensiones en el contexto de crisis. En Oscar Dancourt y Félix Jiménez (eds.), *Impactos y respuestas de política económica en el Perú* (pp. 121-154). Lima: Fondo Editorial PUCP.
- Rüffer, Rasmus & Livio Stracca (2006). *What is Global Excess Liquidity, and Does It Matter? Working* [Paper Series N° 696. European Central Bank].
- Samatelo, Marlene (2005). *La jubilación en el Perú*. Lima: Fundación Internacional Qatari-Perú. <http://qatari-peru.tripod.com/id26.html>
- Samwick, Andrew (2000). Is Pension Reform Conducive to Higher Saving? *The Review of Economics and Statistics*, 82(2), 264-272.
- Sarr, Abdourahmane & Lybek Tonny (2002). *Measuring Liquidity in Financial Markets*. [IMF Working Paper 02/232. FMI, diciembre].
- Schaffner-Goldberg, Gertrude (2001). Diminishing Welfare: Convergence toward a Liberal Model? En Gertrude Schaffner-Goldberg y Marguerite G. Rosenthal (eds.), *Diminishing Welfare: A Cross-National Study of Social Provision* (capítulo 11). Connecticut: Greenwood Press.

- Schieber, Sylvester & Shoven, John (1997). *Public Policy Toward Pensions*. Cambridge: MIT Press.
- Schiller, Robert (2005). *Irrational Exuberance*. Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Stiglitz, Joseph (2002). *Globalization and its Discontents*. Nueva York: Norton.
- Stiglitz, Joseph & Andrew Charlton (2005). *Fair Trade for All*. Nueva York: Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph & Jungyoll Yun (2002). *Integration of Unemployment Insurance with Retirement Insurance*. [NBER Working Paper 9109. Cambridge, setiembre].
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina). <<http://www.safjp.gov.ar>>
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile (s/d). <<http://www.safp.gob.cl>>
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones del Perú (s/d). *Memoria Anual*. [Varios números].
- Superintendencia de Banca y Seguros (s/d). *Compendio de Normas Reglamentarias del Sistema Privado de Pensiones*. <http://www.sbs.gob.pe>
- Superintendencia de Banca y Seguros (s/d). *Información Financiera Mensual*. <http://www.sbs.gob.pe> [Varios números].
- Tribunal Constitucional (2003). Sentencia del 18 de junio de 2003 de Expediente N°189-2002-AA/TC. <<http://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2003/00189-2002-AA.html>>
- United States Government Accountability Office (2009). *The Effects of Myopia on Pension Decisions*. [National Institute of Economic and Social Research Discussion Paper N° 355. Reino Unido].
- Urrunaga, Roberto & José Bonifaz (2006). *Regulación y concesiones de servicios públicos*. Lima: Consorcio de Investigación Económica y Social.
- Uthoff, Andras (2005). *Inversiones en el desarrollo económico y social*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina-CEPAL.

- Valdés, Salvador (2002). *Políticas y mercados de pensiones. Un texto universitario para América Latina*. Santiago de Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile.
- Van de Ven, Justin (2010). *The Effects of Myopia on Pension Decisions*. [National Institute of Economic and Social Research Discussion Paper N° 355. Reino Unido].
- Van Ginneken, Wouter (2000). *Seguridad social para la mayoría excluida: estudios de casos de países en desarrollo*. Ginebra: OIT.
- Vargas Llosa, Mario (1993). *El pez en el agua. Memorias*. Barcelona: Seix Barral.
- Vega-Centeno, Máximo & María Remenyi (1996). El Sistema Previsional en el Perú: Sistema Nacional de Pensiones vs. Sistema Privado de Pensiones. *Economía*, XIX, 291-404.
- Verdera, Francisco (1996). Seguridad social y pobreza en el Perú, una aproximación. En *La seguridad social en América Latina: seis experiencias diferentes* (pp. 313-403). Buenos Aires: Fundación Konrad Adenauer-Centro Interdisciplinario de Estudios sobre el Desarrollo Latinoamericano (CIEDLA).
- Verdera, Francisco (2000). La población en edad avanzada en el Perú: la situación actual, perspectivas y políticas. En Felipe Portocarrero (ed.), *Políticas sociales en el Perú: nuevos aportes* (pp. 283-320). Lima: Red para el Desarrollo de las Ciencias Sociales en el Perú.
- Webb, Richard & Gabriela Fernández Baca (1990). *Perú en números. Almanaque estadístico*. Lima: Cuánto S.A.
- Webb, Richard & Gabriela Fernández Baca (1999). *Perú en números. Anuario estadístico*. Lima: Cuánto S.A. Lima.
- Webb, Richard & Gabriela Fernández Baca (2004). *Perú en números. Anuario estadístico*. Lima: Cuánto S.A. Lima.
- Webb, Richard & Gabriela Fernández Baca (2011). *Perú en números. Anuario estadístico*. Lima: Cuánto S.A. Lima.
- Whitehouse, Edward (2007). *Pensions Panorama. Retirement-Income System in 53 Countries*. Washington D.C.: World Bank.

- Wilcox, Ronald (2008). *Whatever Happened to Thrift? Why Americans Don't Save and What to Do about It*. New Haven: Yale University Press.
- Williamson, John (2005). Notional Defined Contribution Accounts: Neoliberal Ideology and the Political Economy of Pension Reform. *The American Journal of Economics and Sociology*, 64(2), 1-13.
- Wolfram, Stephen (1999). *The Mathematica Book*. Cuarta edición. Cambridge: Cambridge University Press.
- Wong, Carlos (1994). Notas sobre la estimación de prestaciones a otorgarse en el sistema privado de pensiones. *Economía*, XVII(33-34), 121-148.
- Yermo, Juan (2000). Institutional Investors in Latin America: Recent Trends and Regulatory Challenges. En *Private Pension Systems and Policy Issues*. París: OECD.

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

Asociación Internacional de la Seguridad Social (www.isa.int)

Caretas. Semanario. Lima

International Federation of Pension Funds Administrators

International Social Security Association (www.issa.int)

La República. Diario. Lima.

Source: International Association of Latin American Pension Funds Supervisors
Statistical Bulletin No. 14.

Se terminó de imprimir en
los talleres gráficos de
Tarea Asociación Gráfica Educativa
Psje. María Auxiliadora 156, Breña
Correo e.: tareagrafica@tareagrafica.com
Teléfono: 332-3229 Fax: 424-1582
Se utilizaron caracteres
Adobe Garamond Pro en 11 puntos
para el cuerpo del texto
noviembre de 2014 Lima - Perú