

ÓSCAR DANCOURT / FÉLIX JIMÉNEZ, editores

# CRISIS INTERNACIONAL

Impactos y respuestas de política económica  
en el Perú



## Capítulo 4



FONDO  
EDITORIAL

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

*Crisis internacional*

*Impactos y respuestas de política económica en el Perú*

Óscar Dancourt / Félix Jiménez, editores

© Óscar Dancourt / Félix Jiménez, editores

De esta edición:

© Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2009

Av. Universitaria 1801, Lima 32 - Perú

Teléfono: (51 1) 626-2650

Fax: (51 1) 626-2913

feditor@pucp.edu.pe

www.pucp.edu.pe/publicaciones

Cuidado de la edición, diseño de cubierta y diagramación de interiores:

Fondo Editorial PUCP

Primera edición, noviembre de 2009

Tiraje: 600 ejemplares

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

ISBN: 978-9972-42-913-2

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2009-14925

Registro de Proyecto Editorial: 31501380900852

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

## EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN EL CONTEXTO DE CRISIS

Jorge O. Rojas y José I. Távora<sup>1</sup>

### 1. INTRODUCCIÓN

Varias razones justifican nuestro interés por el estudio del Sistema Privado de Pensiones (SPP) en relación con la crisis económica internacional. En primer lugar, hace ya unos veinte años que los expertos reconocieron que los sistemas de pensiones en todo el mundo —y, en general, el bienestar de la gente mayor— venían enfrentando serios problemas<sup>2</sup>, en parte como resultado de cambios demográficos y en parte debido a un desempeño deficiente de los sistemas públicos de seguridad social, lo que ha llevado a muchos de nuestros países a reformar sus sistemas de pensiones. El carácter relativamente novedoso de los nuevos sistemas hace que aún no tengamos una idea muy clara del rol que juegan en nuestras economías y cómo afectarán su tasa de crecimiento, el funcionamiento del mercado laboral, la tasa de ahorro, la distribución del ingreso, las cuentas fiscales y la estabilidad del sistema financiero, por mencionar algunos de los problemas más relevantes.

Ahora bien, ¿qué interés tiene el estudio de los nuevos sistemas de pensiones en un contexto de crisis financiera internacional? Consideramos que la cuestión central al respecto es destacar que, por lo menos en su etapa inicial, la introducción de sistemas de pensiones basados en la imposición de planes de ahorro compulsivo a los trabajadores debe garantizar un aumento de la tasa doméstica de ahorro, permitiendo de esa manera no solamente una mayor tasa de crecimiento en el largo plazo, sino también facilitando una evolución más estable de la economía (un aumento de la propensión a ahorrar debe disminuir la magnitud de los multiplicadores). Pero el efecto sobre la

---

<sup>1</sup> Los autores expresan su gratitud a Ramiro Burga por su eficiente desempeño como asistente de investigación.

<sup>2</sup> Dos importantes publicaciones que resumen las preocupaciones que ya por entonces se manifestaban son *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).

estabilidad económica no debe resultar únicamente del impacto sobre la magnitud de los multiplicadores, sino también de otros factores, tales como el desarrollo de los mercados financieros domésticos que resulte de la mayor demanda de activos por parte de los nuevos fondos de pensiones, o del hecho de que tales recursos terminan conformando un fondo de capitales atados, que no pueden fugar del país llevados por el nerviosismo causado por una crisis económica.

De esta manera, la actual crisis económica es la primera crisis de magnitud que confronta el nuevo sistema de pensiones tras alcanzar cierta importancia dentro de la economía peruana. La crisis anterior (1998-99) no solamente fue de menor importancia, sino que, además, los fondos administrados por el SPP representaban solamente alrededor del 3% del Producto Bruto Interno, mientras que al momento de desatarse la nueva crisis (2007) tal porcentaje representaba el 18% del PBI. Esto debería hacer más pertinente la evaluación del impacto de la crisis sobre el SPP y el análisis de la forma como el funcionamiento del SPP permite a nuestra economía afrontar tal crisis.

## 2. EVOLUCIÓN DEL SPP E IMPACTO DE LA CRISIS

Después de comentar brevemente las circunstancias que rodearon la creación del SPP, esta sección examina su evolución y principales características, particularmente en lo que concierne a su desempeño e importancia para la economía peruana, el mercado de trabajo, el sistema financiero y las cuentas fiscales, la organización del mercado en el que operan las administradoras privadas de los fondos (AFP) y algunos aspectos destacados de la economía política del sistema, tratando en cada caso de analizar cómo esta evolución se ha visto afectada por la crisis económica global.

La reforma del sistema de pensiones fue uno de los elementos básicos de la liberalización del sistema financiero, el cual a su vez fue uno de los principales ingredientes del paquete de reformas económicas 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 básico reducir la intervención del Estado en la economía, en consonancia con el modelo de libre mercado<sup>3</sup>.

El Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) peruano fue creado en noviembre de 1992 mediante Decreto Ley 25897 promulgado bajo el

---

<sup>3</sup> Stiglitz & Charlton (2005) 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 desarrollo económico en los países en desarrollo, políticas que incluyen privatizaciones, disciplina fiscal, liberalización comercial y desregulación (p. 2).

«Gobierno de Emergencia y Reconstrucción Nacional» de Alberto Fujimori, e inició sus operaciones en el mes de junio de 1993. En esa fecha, la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFP) otorgó licencia de funcionamiento a las primeras cinco administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Así, el Perú fue el segundo país de América Latina en emprender la reforma y en contar con un SPP, luego de Chile, país que adoptó este sistema en 1981<sup>4</sup>. 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 sus SPP, siguiendo el modelo chileno y, en alguna medida, confirmando la tendencia en la región a adoptar sistemas de pensiones basados en la capitalización individual bajo administración privada, descartando o relegando los sistemas públicos de reparto vigentes hasta antes de la reforma.

## 2.1 El crecimiento del SPP

Una primera manera de medir el crecimiento del SPP y su importancia dentro de la economía peruana desde su creación en 1993 es examinando las cifras sobre recaudación anual y el valor del fondo del SPP. Tal como se puede apreciar en el cuadro 1, el valor del fondo fue creciendo año tras año desde su creación, y para el año 2007 había superado los 60.000 millones de nuevos soles, lo cual representaba 18% del PBI, para luego sufrir una primera y fuerte caída el año 2008. Para tener una idea de lo que estas cifras significan para la disponibilidad de fondos de inversión en el país, podemos observar en el mismo cuadro que la variación en el valor del fondo como porcentaje del ahorro interno fue creciendo de manera casi continua —a excepción de tres años— hasta 2007, para luego asumir un valor negativo como consecuencia de la crisis. En promedio, sin embargo, debe reconocerse que el funcionamiento del SPP ha contribuido a aumentar la tasa de ahorro interno con respecto a sus niveles más bajos registrados entre 1990 y 1993, sustentando así no solo una mayor tasa de crecimiento, sino también un crecimiento económico más estable del país.

Otro indicador del volumen de los fondos manejados por el SPP peruano es el monto de aportaciones recaudadas anualmente por las AFP, monto que sobrepasó los mil millones de soles en 1997, y que casi alcanzó los 5.000 millones en 2008. Debemos observar, sin embargo, que si esta cifra es medida como porcentaje del PBI tal ratio se mantiene básicamente estancado en alrededor de 1% desde el año 2000, aunque fluctúa marcadamente en los últimos tres años (ver cuadro 1).

---

<sup>4</sup> De esta manera, remarca Ayala (1996), el SPP peruano comparte con el chileno el atributo de ser los únicos en la región creados por dictamen ejecutivo (p. 14).

**Cuadro 1: El valor del fondo y la recaudación anual del SPP en el Perú, 1993-2008**

Año	Valor del Fondo SPP (millones N. Soles)*	Fondo SPP como % del PBI*	Fondo SPP como % Ahorro Interno*	Recaudación Anual SPP (millones N. Soles)	Recaudación Anual como % PBI
1993	62	0,1	0,7	57	0,1
1994	567	0,6	3,2	455	0,5
1995	1.348	1,1	4	626	0,5
1996	2.468	1,8	5	864	0,6
1997	4.108	2,6	5,7	1.121	0,7
1998	5.396	3,2	4,4	1.346	0,8
1999	8.344	4,8	9,2	1.426	0,8
2000	9.599	5,2	3,9	1.584	0,9
2001	12.350	6,5	8,8	1.624	0,9
2002	15.754	7,9	10,4	1.841	0,9
2003	21.844	10,2	16,9	2.039	1
2004	25.651	10,8	8,9	2.194	0,9
2005	32.223	12,3	13	2.453	0,9
2006	45.547	15,1	19,1	3.719	1,2
2007	60.406	18	18,4	2.811	0,8
2008	49.380	13,2	-12,5	4.806	1,3

(\*) Fin de periodo.

Fuente: Memorias SAFP 1993-1999, Compendios Estadísticos SPP 2000-2006. Boletín mensual SPP Jun. 2007. Memorias BCRP 2002-2003. Series estadísticas mensuales BCRP.

También es posible comparar el tamaño relativo del SPP peruano con los sistemas que operan en otros países de la región. Como se puede observar en el cuadro 2, a pesar de ser el segundo más antiguo de los nueve considerados, el valor del fondo del SPP peruano como porcentaje del PBI estaba relegado al quinto lugar en el año 2008. Como veremos más adelante, esta situación obedece no a una baja rentabilidad o menores tasas de aporte sino —en gran medida— a la menor capacidad del SPP peruano de atraer nuevos afiliados.

**Cuadro 2: Valor del Fondo como porcentaje del PBI 2008**

País (año de creación)	Porcentaje
Bolivia (1997)	22
Chile (1981)	52,8
Colombia (1994)	16
Costa Rica (1996)	5,3
El Salvador (1997)	24
México (1997)	7,7
Perú (1993)	13,8
Rep. Dominicana (2003)	3,5
Uruguay (1996)	9,6
<b>Total</b>	<b>13,9</b>

Fuente: Boletín AIOS, diciembre 2008.

## 2.2 El SPP y la fuerza de trabajo

Una segunda manera de medir el aumento de la importancia del SPP en el Perú desde su creación en 1993 es haciendo un seguimiento del número de afiliados al sistema. Como se puede observar en el cuadro 3, tal número de afiliados había alcanzado a fines del año 2008 un total de casi 4,3 millones. Así, y a pesar de su notable capacidad para atraer trabajadores independientes, para quienes la participación en tal sistema no es obligatoria, pero que sin embargo representaban un tercio del total de afiliados a fines del 2000, el dinamismo de esta variable —como es natural— tiende a decaer y aunque su tasa de crecimiento se mantiene por encima de la tasa de crecimiento poblacional, su participación en la Población Económicamente Activa, PEA, se mantenía en alrededor de un tercio para el año 2008.

Esta fracción de la PEA total incorporada al SPP peruano se sitúa claramente por debajo de los porcentajes registrados en otros países de la región (ver cuadro 4). Varios factores explican este resultado. Uno es la importancia en la economía peruana del empleo informal, para el cual no es —ni puede ser— obligatoria la afiliación al SPP. Otro factor es la subsistencia del sistema público —la Oficina de Normalización Provisional, ONP— y de otros sistemas de pensiones para grupos específicos de trabajadores, como la Derrama Magisterial y la Caja de Pensiones Militar Policial, los cuales no solo pueden mantener a sus antiguos afiliados, sino que pueden incorporar nuevos. Un tercer factor sería la aceptación de facto por parte de las AFP, de que los

afiliados con que ya cuentan representan una fracción razonable de la PEA, aceptación que se reflejaría en la fuerte disminución del número de promotores activos y número de agencias, en especial a partir del año 1999 (ver cuadro 3).

Además de su baja participación en la PEA, otro problema con relación al crecimiento del SPP peruano en términos del número de afiliados es la elevada fracción de afiliados que no cotizan, problema que se ha ido agravando en los últimos años, posiblemente como consecuencia de la crisis y el desempleo: el número de afiliados que cotizan como porcentaje del número de afiliados activos se mantuvo alrededor de 40% durante el periodo 2000-2008, después de haber alcanzado casi 47% a fines de 1999 (ver cuadro 3), aunque este problema podría explicarse, en parte, por la política de algunas AFP de afiliar jóvenes —en especial estudiantes universitarios— que aún no forman parte de la fuerza de trabajo.

**Cuadro 3: Número de afiliados activos, cotizantes y promotores del SPP en el Perú**

	Dic-95	Dic-00	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
<b>Afiliados</b>						
Número de afiliados activos	1.130.492	2.471.593	3.636.876	3.882.185	4.101.060	4.296.480
Dependientes	919.197	1.680.499	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Independientes	211.295	791.094	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Nuevos afiliados	172.180	259.465	251.280	258.436	226.949	230.325
Variación afiliados activos (%)	17,59	11,23	7,06	6,75	5,6	4,8
Afiliados activos/PEA total (%)	12,69	23,79	30,31	31,53	32,5	33,6
<b>Cotizantes</b>						
Cotizantes	n.d.	1.031.366	1.318.135	1.679.708	1.698.782	1.677.221
Cotizantes/afiliados activos (%)	n.d.	41,73	36,24	43,27	41,4	39
Cotizantes/afiliados con al menos un aporte (%)	n.d.	51,49	44,46	53,9	51,1	47,4
<b>Promotores y Agencias</b>						
Promotores activos	3.153	1.042	3.989	5.647	2.340	1.763
Nuevos afiliados/promotor*	n.d.	182,61	127,35	53,67	56,5	116
Número de agencias	73	62	61	61	61	61

(\*) Fin de periodo. Número de nuevos afiliados en el año/promedio mensual de promotores en el año.

Fuente: Memorias SAFF 1; Compendios Estadísticos SPP; Boletín Informativo Mensual SPP; Boletín Estadístico AIOS.



**Cuadro 4: Número de afiliados al SPP como % de la PEA – varios países – 2008**

	Afiliados/ PEA	Aportantes/ PEA	Aportantes/ Afiliados
Argentina*	60	24,3	46
Bolivia	29,6	12,8	43,1
Chile	114,9	62,8	54,6
Colombia	40,2	18	44,8
Costa Rica	84,8	58	68,4
El Salvador	60,4	18,8	31,2
México	86,5	31,4	36,3
Perú	33,6	13,8	41,2
República Dominicana	43,3	20,8	48,1
Uruguay	50,5	30,6	60,6
<b>Total</b>	<b>66,7</b>	<b>27,6</b>	<b>41,4</b>

(\*) Cifras corresponden al año 2007.

Fuente: Boletín Estadístico AIOS.

### 2.3 El SPP y el sistema financiero

La importancia relativa de los fondos acumulados por el SPP dentro del sistema financiero peruano puede ser medida de diversas maneras. Aquí presentaremos el peso relativo de dichos fondos respecto de las obligaciones totales del sistema bancario y de la capitalización de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), pudiendo cada uno de estos indicadores presentarse de dos maneras, tal como se muestra en el cuadro 5. Como podemos observar, el ratio cartera administrada por las AFP/total de las obligaciones del sistema bancario con el sector privado crece persistentemente, llegando a ubicarse en un 63,4% hacia fines de 2006, reflejando que los fondos administrados por el SPP crecían a una tasa más alta que aquella a la que crecían los pasivos del sistema bancario. La parte de la cartera de las AFP invertida directamente en obligaciones bancarias, sin embargo, no mostró tal dinamismo, y luego de haber llegado a representar 8,3% del total de las obligaciones de la banca privada en diciembre de 2002 tiende a ubicarse en alrededor del 5% o menos desde el año 2004 (ver cuadro 5). Podríamos decir, a partir del comportamiento de esta última variable, que no se ha desarrollado una relación de mutua dependencia entre el SPP y la banca privada, y que esta última no requiere de los fondos del SPP para financiar sus actividades, a pesar del gran dinamismo de dichos fondos. Al respecto, debemos señalar que los fondos del SPP pueden tener un

comportamiento más estable y ser de particular importancia cuando surjan problemas de inestabilidad financiera vinculados a «corridas» bancarias.

**Cuadro 5: El fondo del SPP y las obligaciones del sistema bancario con el sector privado 1993-2008\***

Año	Fondo SPP/ obligaciones/ sistema bancario	Inversión de SPP en bancos/ obligaciones del sistema bancario	Fondo SPP/ capitalización total BVL	Acciones locales/ capitalización total BVL
Dic-93	0,5	0,3	0,6	0
Dic-94	3	1,8	3,2	0,4
Dic-95	5,1	2	5	0,9
Dic-96	6,6	2,8	6,9	2,2
Dic-97	8,1	3,1	8,6	3
Dic-98	8,6	3,6	15,5	5,1
Dic-99	12,6	5	17,7	6,7
Dic-00	15,8	4,4	25,8	7,4
Dic-01	21,7	7	33	8,2
Dic-02	27,7	8,3	35,7	11,2
Dic-03	40,1	7,8	39,1	14
Dic-04	46,9	5,1	38,7	14,5
Dic-05	45,4	4,7	26	9,6
Dic-06	63,4	5,1	23,7	10,1
Dic-07	61,1	3,4	18,6	7,8
Dic-08	36,4	4,8	27,6	7

\*Las obligaciones del sistema bancario corresponden al pasivo de la Banca Múltiple. El monto de inversión del SPP en Bancos corresponde a la cartera administrada por el SPP cuyo emisor son las empresas bancarias.

Fuente: Memorias SAEP (1993-1999), Compendios Estadísticos SPP (2000-2002), Informe Estadístico Mensual SPP (Dic. 2003), Informe Estadístico Mensual Banca Múltiple (Dic. 2000-Jun. 2007).

Con relación al ratio cartera administrada por las AFP/capitalización de la BVL, en el cuadro 5 encontramos que este crece rápida y persistentemente entre 1993 y 2003, para luego caer a la mitad de su valor hacia diciembre de 2007, situación que se explica básicamente por el notable crecimiento de los precios de las acciones a partir de 2004. Sin embargo, si este fuera el único factor que explicase la caída de dicho ratio, la razón entre tenencia de acciones locales por las AFP/capitalización de la BVL no habría sufrido la caída que muestra a partir de 2005, pasando de 14,5% a 7%. Un factor que explica este resultado es el hecho de que entre 2001 y 2007 el límite máximo a las

inversiones por las AFP en el exterior subió de 7,5% a 15%, lo cual permitió a las AFP efectivamente aumentar dicha participación de 4,8% a 11,5%. De todas maneras, al igual que la banca privada, la BVL no ha desarrollado una relación de dependencia de 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: manipulando las cifras del cuadro 5 para el año 2008 podemos inferir que mientras las inversiones del SPP en bancos representaban alrededor del 13% de sus inversiones totales, en el caso de sus inversiones en la BVL dicho porcentaje superó el 40% durante el bienio 2006-07, aunque descendió al 25% en 2008, en parte como consecuencia del fin de la burbuja bursátil.

Otra cuestión a destacar con 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 se oponen a que se autorice a los bancos y a las compañías de seguros a administrar dichos fondos<sup>5</sup>, al mismo tiempo las cuatro AFP existentes son propiedad de cuatro bancos locales (ver cuadro 6), lo cual evidencia una tensión entre los cuatro bancos que actualmente participan del negocio de las AFP (Crédito, Continental, Scotiabank —los tres bancos más importantes del mercado— y Santander) y, por otro lado, los demás bancos.

**Cuadro 6: Accionistas del SPP peruano, diciembre 2008**

AFP/Banco	Accionistas AFP	País	% acciones
Horizonte / Continental	Holding Continental S.A.	Perú	54,36
	Banco Bilbao-Vizcaya- Argentaria	España	24,85
	Provida International S.A.	Chile	15,87
	Corporación General Financiera S.A.	España	4,91
Integra / Santander	International Investments S.A.	Perú	20
	ING Pensiones Perú S.A.	Perú	29,5
	ING Latin American Holdings B.V.	Holanda	36,82
	ING Insurance International B.V.	EE,UU,	13,68
Prima / Crédito	Grupo Crédito S.A.	Perú	100
	Otros	Perú	0
Profuturo / Scotiabank	J.H. Holdings S.A.	Canadá	99,5
	Otros	Perú	0,5

Fuente: Boletín Informativo Mensual SPP, diciembre 2008.

<sup>5</sup> Ver, por ejemplo, diario *Gestión*, 10 de mayo de 2002.

## 2.4 El SPP y el sector público

Un tema al que algunos autores prestan mucha atención al discutir el impacto económico de la creación del SPP es su efecto sobre las cuentas fiscales. Tal efecto se puede dar a través de varios canales: el costo de cerrar —sea total o parcialmente— el sistema público, y la deuda que el Estado reconoce a los afiliados a dicho sistema que se pasan al sistema privado; la mayor disponibilidad de fondos para el sector público, que resulta de la compra de deuda pública por las AFP; y el costo de los incentivos tributarios que se otorguen al SPP, en especial a las AFP.

En el caso peruano, estos tres asuntos quedan por ser analizados. En el primer caso, sería necesario estimar la tasa de descuento implícita que el Estado aplicó a las aportaciones de los afiliados al sistema público que se trasladaron al SPP y que incidió en el monto total de los bonos de reconocimiento emitidos. Si consideramos la magnitud total de los bonos emitidos, la serie de condiciones que debían satisfacer los trabajadores para hacerse acreedores a tales bonos y el hecho de que el rendimiento real de tales bonos es nulo, lo más probable es que encontremos una tasa real de descuento negativa, lo que subrayaría que la creación del SPP en el Perú, tal como hemos señalado, resulta el producto no solo de una opción ideológica, sino también de una decisión práctica que buscaba reducir la deuda pública, lo cual explica el interés del FMI en el tema. De hecho, estimaciones hechas por la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (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 asumió los costos más bajos en términos de porcentaje del PBI<sup>6</sup>. La comparación con Chile es la más fácil de hacer, y 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 es oportuno destacar el hecho de que dichos bonos pagan un interés real anual de 4%, mientras que en el caso peruano dicha tasa es nula.

En el segundo caso, encontramos que el sector público peruano es —entre los siete países de América Latina considerados— el que menos depende del SPP para el financiamiento de su deuda, con la sola excepción del año 2006, en que Argentina presenta un ratio inversiones del SPP en deuda pública/deuda pública ligeramente menor al peruano (ver cuadro 7). Si en el Perú el año 2008 solo el 13% de la deuda pública estaba en manos del SPP, un 24% de los fondos del SPP estaba colocado en deuda pública, tal como podemos ver en el gráfico 1, lo cual sugiere que el SPP depende

---

<sup>6</sup> Véase AIOS (1996), pp. 78-82.

más del sector público que este último del SPP. Sin embargo, nuevamente, si hacemos la comparación con los demás países de América Latina, resulta que el SPP peruano tiene el límite de inversión en títulos de la deuda pública más bajo (30%), aun cuando el SPP chileno tiene un porcentaje invertido en deuda pública (14%) más bajo que el peruano. También debemos tener en cuenta que, siendo los títulos de la deuda pública instrumentos de renta fija, estos títulos proporcionan cierta estabilidad a la evolución de los fondos del SPP, hecho que se refleja en el aumento de la participación de dichos fondos en la deuda pública durante los años de la crisis.

**Cuadro 7: Participación de fondos SPP en deuda pública – varios países\***

Año	País (año de creación)							Total
	Argentina (1994)	Bolivia (1997)	Chile (1981)	Colombia (1994)	México (1997)	Perú (1993)	Uruguay (1996)	
1999	7,6	40,3	64,4	-	20,9	0,8	9,3	15,4
2000	9,2	37,7	70,7	-	10,3	1,3	11,3	12,9
2001	10,7	34,4	66,6	-	14,8	2,6	11,5	15,2
2002	15,1	36,4	63,8	7,6	16,8	2,8	8,9	16,3
2003	11,5	39,4	59,7	8,5	17,4	4,2	13,1	15,2
2004	7	42,4	65,5	10,7	23,1	6,1	13,4	15,4
2005	8,6	48,5	77,5	13	24	6,4	14,8	18,7
2006	8,3	55,2	81,7	14,2	23,2	8,9	13,6	18,7
2007	9,1	36,2	63,2	15,6	24,4	13,1	13,9	13,9
2008	-	62,5	97,7	17,3	21,5	13,3	12,4	22,4

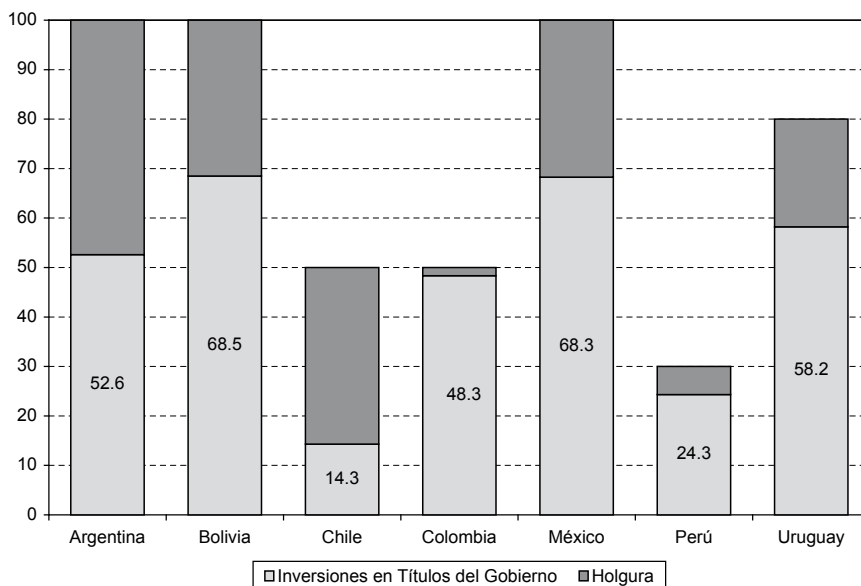
(\*) Inversiones de los SPP en deuda pública/deuda pública.

Fuente: Boletín estadístico AIOS.

En el tercer caso, se podría hacer un estimado de los ingresos fiscales perdidos como resultado de la exoneración desde 1995 del pago del impuesto general a las ventas (IGV) a las comisiones cobradas por las AFP. Para dar una idea de la magnitud de esta pérdida podríamos señalar simplemente que la pérdida correspondiente al año 2003 podría ser casi exactamente igual al 0,05% del PBI —cifra que resulta de multiplicar la tasa de IGV (19%) por el ingreso de las AFP por comisiones (562,14 millones) y dividir el resultado entre el PBI (212.118 millones)—, lo que a su vez equivale al 0,5% del gasto público de ese año (22.122 millones). Este cálculo, sin embargo, puede ser objetado como exagerado haciendo 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 1: Inversiones en deuda pública y límites de inversión  
Diciembre 2008 (porcentajes de cartera administrada)**



Nota: Las cifras para Argentina corresponden al 2007.

Fuente: Boletín Estadístico AIOS.

## 2.5 Rentabilidad de los fondos y costos de administración

El análisis de la rentabilidad y de las comisiones cobradas por las AFP (costos) es de particular importancia a fin de evaluar la eficiencia del SPP y examinar su contribución al desarrollo del país. Como se observa en el cuadro 8, el valor cuota, cuyo nivel nominal fue de 10 nuevos soles al inicio del sistema (junio de 1993), había alcanzado los 44,03 soles a fines de 2003, lo cual implica un rendimiento nominal promedio superior al 15% anual. La rentabilidad real anual alcanzó valores positivos en todos salvo tres de los catorce años considerados (1998, 2000 y 2008). Al respecto es preciso destacar que si comparamos la rentabilidad bruta del SPP peruano con la de otros países de América Latina durante el periodo 1999-2006, encontramos que la rentabilidad real histórica del sistema peruano se ha mantenido por encima de la registrada en los demás países, especialmente durante el trienio 2005-07 (cuadro 9).

**Cuadro 8: Los costos y la rentabilidad del SPP en el Perú, 1995-2008**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Valor Cuota y Rentabilidad														
Valor Cuota (S/.)*	16,74	19,79	23,39	23,62	29,08	28,28	31,38	35,44	44,03	48,42	-	-	-	-
Rentabilidad Nominal Anual (%)**	16,41	18,22	18,19	0,96	23,09	-3,26	10,93	12,94	24,25	9,26	20,2	28,26	24,96	-21,87
Rentabilidad Real Anual (%)	5,55	5,83	11,11	-4,77	18,67	-6,74	11,07	11,25	21,24	5,58	18,43	26,82	20,24	-26,74
Comisiones y Prima de Seguro														
Comisión Fija (S/.) *	3,13	3,22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Comisión Variable (%)*	2,01	2,02	2,29	2,3	2,31	2,39	2,38	2,25	2,27	2,27	1,99	1,81	1,81	1,87
Prima de Seguro (%)	1,14	1,33	1,38	1,38	1,36	1,34	1,35	1,25	0,92	0,92	0,91	0,91	0,91	0,88
Ingresos y Utilidad Neta de AFP's														
Ingreso por Comisiones (millones S/)	141,79	225,04	330,5	399,37	434,69	489,91	504,89	532,08	562,14	598,86	627,33	505,7	639	748,98
Utilidad Neta (millones S/)	-38,38	-55,04	14,43	34,23	88,92	185,72	210,32	217,59	251,75	232,96	218,69	49,34	164,29	4,4
Utilidad/Ingreso por Comisiones (%)	n.d.	n.d.	4,4	8,6	20,5	37,9	41,7	40,9	44,8	38,9	34,9	9,8	25,7	0,6

(\*) Fin de período. A partir de diciembre del 2005 las cifras de rentabilidad corresponden al fondo tipo 2. A partir de esa fecha la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP no publica el valor cuota promedio del sistema.

(\*\*) Hasta 1997 la rentabilidad nominal anual fue calculada como el incremento porcentual del valor cuota respecto del período anterior.

Hasta 1999 las cifras de comisión fija, comisión variable y prima de seguros del Sistema fueron calculadas como un promedio simple de los datos de las AFP.

Fuente: Memorias SAEP 1995-1999, Compendios Estadísticos SPP 2000-2002, Boletín Informativo Mensual SPI.

**Cuadro 9: Rentabilidad bruta real del SPP en seis países de América Latina, 1999-2008**

País (año de creación)						
	Argentina	Bolivia	Chile	México	Perú	Uruguay
Año	1994	1997	1981	1997	1993	1996
1999	18,1	12,8	16,3	13,1	18,7	10,9
2000	3,9	10,9	4,4	7,2	-6,7	7,1
2001	-10,4	14,7	6,7	6,1	11,1	5,5
2002	31	15,5	3	4,7	11,2	40,6
2003	11,1	7,9	10,5	6,2	21,2	27,6
2004	4,3	5,7	8,9	4,5	5,6	6,6
2005	4,6	3,5	4,6	8	18,4	4,6
2006	14	2,8	15,8	8,7	26,8	9,5
2007	2,2	-2,9	5	2,5	20,2	0,5
2008		-1,9	-18,9	-6,5	-26,7	-21,5
Histórica	8,2	6,7	5,2	5,3	8,8	8,0

Nota: La rentabilidad corresponde al Fondo tipo C o 2, según sea el caso.

Fuente: Boletín Estadístico AIOS Años 1999-2008.

Sin embargo, la medición de la eficiencia del SPP peruano debe tomar en cuenta no solo el rol de las AFP como administradoras de fondos y la rentabilidad bruta que generan, sino también las comisiones que dichas AFP cargan por sus servicios a sus afiliados. Inicialmente, las AFP peruanas estaban autorizadas a «establecer libremente» y cobrar a sus afiliados tres tipos de comisiones: una comisión fija, «una comisión porcentual calculada sobre la remuneración asegurable del afiliado» y una «comisión porcentual sobre los saldos administrados». Sin embargo, a fines del 1996 un nuevo decreto eliminó la comisión fija y la comisión sobre los saldos administrados. Como se observa en el cuadro 8, inicialmente las AFP cobraron los dos primeros tipos de comisiones (no llegaron a utilizar el tercero), pero desde el año 1997 dejaron de cobrar la comisión fija, que representaba una mayor carga para los trabajadores de menores ingresos<sup>7</sup>. La comisión variable alcanzó su nivel más alto durante el bienio 2000-2001 y ha tendido a disminuir desde entonces, aunque no de manera consistente.

<sup>7</sup> Decreto Ley 25897, artículo 24, modificado por el Decreto Legislativo N° 874.



La importancia de las comisiones que cobran las AFP se hace más evidente al compararlas con las utilidades netas. Como se puede ver en el cuadro 8, hacia el año 2003 casi la mitad (44,8%) de los ingresos por comisiones se había traducido en utilidades netas de las AFP. Luego este porcentaje se redujo a un 10% para el año 2006, y aún más, a 0,6% para el año 2008. Esto es, como consecuencia de la crisis y a pesar del aumento de sus ingresos por comisiones, las utilidades de las AFP disminuyeron en forma significativa.

¿Puede afirmarse que las comisiones que cobran las AFP peruanas son elevadas? La información del cuadro 10 revela que durante el periodo 1999-2008, las comisiones cobradas en el SPP peruano como porcentaje del ingreso de los afiliados han sido, año tras año, las más altas de los siete países considerados: solo en dos de estos diez años el Perú se ubica en segundo lugar, pero con un valor muy cercano al del país que ocupa el primer lugar. Puesto en otros términos, si bien el SPP peruano genera a sus afiliados una rentabilidad bruta comparativamente elevada en relación a otros países de la región (cuadro 9), esta ventaja se desvanece en razón de las elevadas comisiones que deben pagar los afiliados (cuadro 10).

**Cuadro 10: Comisiones netas como porcentaje del salario en siete países de América Latina**

País/Año	Argentina	Bolivia	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay
1999	2,4	0,5	1,9	n.d.	1,8	2,36	2,02
2000	2,09	0,5	1,61	n.d.	1,98	2,39	2,04
2001	1,73	0,5	1,77	n.d.	2,19	2,39	1,98
2002	1,56	0,5	1,76	n.d.	1,74	2,27	1,92
2003	1,33	0,5	1,55	n.d.	1,51	2,27	1,93
2004	1,12	0,5	1,51	1,55	1,46	2,27	1,97
2005	1,23	0,5	1,54	1,59	1,34	1,99	1,85
2006	1,12	0,5	1,64	1,59	1,18	1,81	1,86
2007	1	0,5	1,71	1,58	1,02	1,81	1,79
2008	n.d.	0,5	1,74	1,58	n.d.	1,87	1,71

Fuente: Boletines Estadísticos AIOS.

Otra manera de ilustrar este argumento es presentando la rentabilidad obtenida por las AFP como empresas privadas. Como se observa en el cuadro 11, durante el periodo 2000-2005 la rentabilidad anual promedio de las cuatro AFP existentes a esa fecha

(como porcentaje de su patrimonio) se mantuvo entre 40% y 60%. De hecho, las cuatro AFP se mantuvieron entre las diez empresas más rentables de la Bolsa de Valores de Lima. Sin embargo esta situación se modificó sustantivamente durante los últimos tres años (2006-2008), debido a la entrada de una nueva AFP al mercado (Prima) —lo que redujo el nivel promedio de las comisiones— y también como consecuencia de la crisis internacional.

**Cuadro 11: Rentabilidad promedio de las AFP, 2000-2008\***  
(en miles de soles)

	Patrimonio	Utilidades	Rentabilidad %
2000	312.237	185.716	59,5
2001	354.491	213.493	60,2
2002	375.376	217.586	58,0
2003	429.472	251.953	58,7
2004	443.983	232.886	52,5
2005	533.497	220.015	41,2
2006	726.162	49.342	6,8
2007	887.477	164.298	18,5
2008	857.874	5.630	0,7

(\*) Comprende Horizonte, Prima, Integra y Profuturo.  
Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

## 2.6 Algunos efectos destacados de la crisis

Aunque no hay un efecto claro sobre el monto de las aportaciones al SPP, en el caso del valor del fondo administrado el efecto de la crisis es evidente: entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008 la caída en dicho fondo equivale a cinco puntos porcentuales del PBI (cuadro 1), y pudo haber sido algo mayor de no ser por el elevado crecimiento del producto durante dicho periodo. En el caso de la incorporación de nuevos afiliados, el impacto de la crisis tampoco parece ser muy evidente, pues aunque la tasa de variación de este elemento tiende a declinar, esta es una tendencia que se origina y se mantiene desde varios años atrás.

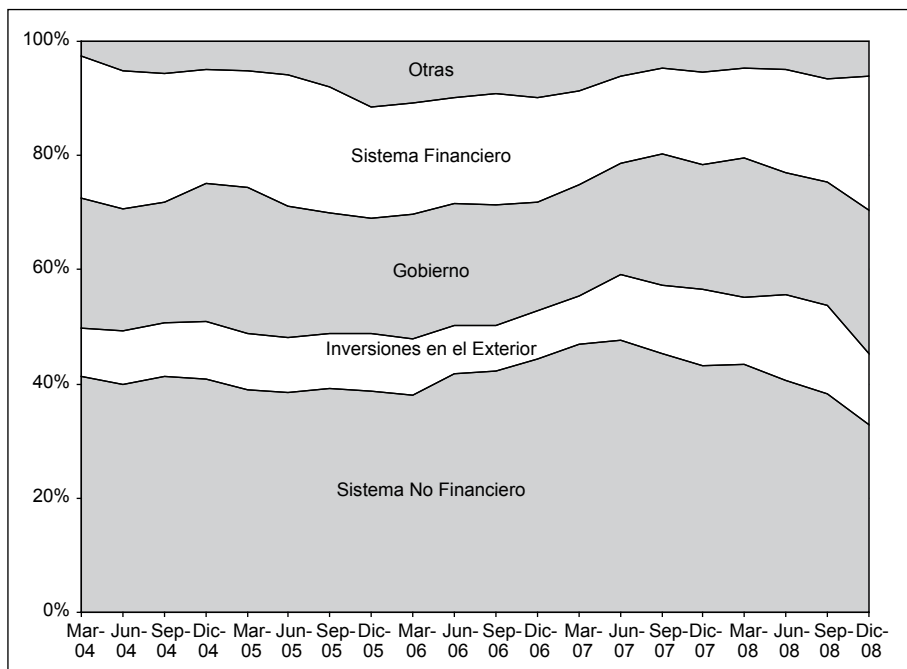
Por otro lado, si nos referimos a la composición de la cartera administrada, se observa claramente que como resultado del fin de la burbuja bursátil, entre junio de 2007 y diciembre de 2008 el monto invertido en acciones cayó en un 60%, básicamente como

consecuencia de la caída del índice bursátil en un 70%, lo cual se tradujo en una caída de quince puntos porcentuales en la participación del rubro «Sistema no financiero» en el fondo total (gráfico 2). Es decir, la recomposición de la cartera refleja una actitud básicamente pasiva por parte de las AFP ante la caída en los precios de las acciones: ante el fin de la burbuja bursátil, los fondos invertidos por las AFP no pudieron «darse a la fuga»; en parte en razón del conjunto de reglas relacionadas con la administración de sus carteras y los límites que la autoridad reguladora impone sobre la participación que los diferentes tipos de activos pueden tener en dichas carteras, limitando de esta manera, por ejemplo, la salida de fondos al extranjero. En este sentido, podemos decir que la participación de los fondos administrados por las AFP en la Bolsa de Valores de Lima jugó un rol estabilizador en el caso de la crisis que afectó dicho mercado.

Por otro lado, si bien el fin de la burbuja bursátil tuvo como consecuencia una rentabilidad fuertemente negativa del SPP —la rentabilidad real del fondo tipo 2 el año 2008 fue -27%— esta pérdida pudo haber sido aún mayor. En efecto, dicha caída se vio en alguna medida compensada por la rentabilidad positiva de los títulos de renta fija, la cual explica, por ejemplo, el aumento del porcentaje correspondiente a la inversión en deuda pública hacia el final del periodo considerado.

Pero la crisis también tuvo un efecto sobre las AFP como empresas privadas. En efecto, si bien la rentabilidad de las AFP había empezado a deteriorarse con el ingreso de una nueva AFP en el mercado en el año 2005, la situación se termina de complicar el año 2008, en el cual la situación de todas las AFP desmejora, llegando dos de ellas (Prima y Profuturo) a sufrir fuertes pérdidas. Puesto que los ingresos de las AFP —las aportaciones de los afiliados— no sufrieron mayores variaciones, el deterioro señalado obedece básicamente al hecho de que, como una forma de buscar una convergencia entre los intereses de los afiliados y los de las AFP, estas últimas están obligadas por ley a mantener un «encaje legal» a través del cual deben invertir en los fondos que administran, de tal manera que si dichos fondos tienen una rentabilidad negativa ellas también van a verse afectadas.

**Gráfico 2: Composición de la cartera del fondo SPP, 2004-2008**



Fuente: SBS.

## 2.7 Estructura del mercado y barreras a la competencia

Como se indicó, la creación del SPP tuvo lugar en un contexto de privatización de las empresas públicas y de desregulación de los mercados. La libertad otorgada a las AFP para fijar las comisiones que cobran a sus afiliados se ha sustentado en los supuestos de que la competencia entre ellas, en condiciones de libre entrada y salida del mercado, así como la elección libre y racional, por parte de los potenciales afiliados, de la AFP que ofrezca las mejores condiciones, serían suficientes para garantizar comisiones razonables y ajustadas a los costos de ofrecer el servicio.

Es oportuno examinar entonces la estructura y el funcionamiento del mercado de las AFP, particularmente en lo que se refiere a las condiciones de competencia. En primer lugar debe señalarse que, en contraste con otros mercados donde los consumidores tienen la libertad de decidir la cantidad que compran de un bien o servicio, los afiliados no deciden directamente la «compra de servicios» a las AFP, toda vez que el marco legal vigente obliga a los empleadores a descontar de sus remuneraciones los aportes a sus fondos individuales, las comisiones y los seguros. Dada la obligatoriedad señalada se trata de un «mercado cautivo» en el cual «las cantidades demandadas» del servicio son

relativamente fijas y las magnitudes de los aportes solo responden a variaciones en las remuneraciones<sup>8</sup>. Los trabajadores no pueden decidir entonces cuánto aportar ni que sus aportes sean depositados, por ejemplo, en una cuenta de ahorros, al igual que sus compensaciones por tiempo de servicios.

Los afiliados ciertamente pueden decidir su cambio a otra AFP. Pero también tienen la libertad de no interesarse en esta decisión. Valdés destaca al respecto que muchos trabajadores prefieren evitar los altos costos de informarse, así como los propios costos del cambio, teniendo en cuenta que la evaluación del servicio es un ejercicio complejo para el afiliado promedio, y las consecuencias de la elección recién se perciben en el mediano plazo, cuando el afiliado se jubila. Además, «los pagos a las AFP se descuentan del salario y no del bolsillo» (2005, p. 3).

Bajo estas condiciones, la libertad formal de elegir no tiene mayores consecuencias en el proceso de competencia. En realidad inhibirse de elegir, hacerlo al azar o delegar esta elección en el empleador, puede constituir una decisión racional para un afiliado, sobre todo cuando las diferencias en las comisiones que cobran las AFP no son muy grandes. Dada la reducida sensibilidad de los afiliados al nivel de las comisiones, la «competencia en precios» entre AFP es reducida (Berdejo, Galarza y Nagamine 2006). Además, las AFP tampoco pueden competir entre ellas discriminando precios —por ejemplo cobrando comisiones más bajas a los afiliados con remuneraciones más altas— pues están obligadas a hacer extensiva a todos sus afiliados cualquier rebaja en sus comisiones.

Las estimaciones econométricas realizadas en Chile, Argentina y Perú arrojan resultados consistentes con lo señalado y confirman que la elección de AFP por parte de los afiliados muestra una reducida sensibilidad no solamente a las comisiones, sino también a la rentabilidad de sus fondos. Al respecto un estudio reciente de Galarza (2008), permite determinar la importancia relativa de los factores que explican las variaciones en el número de nuevos afiliados a las AFP y en el número de traspasos entre AFP. Una de sus conclusiones más destacadas es que ni la magnitud de las comisiones ni la rentabilidad de los fondos administrados explican estas variaciones. Los factores determinantes —tanto en lo que se refiere a las nuevas afiliaciones como a los traspasos— son los gastos comerciales en que incurren las AFP y la acción de sus promotores.

La competencia entre AFP no es entonces una competencia en precios, sino una competencia en base a gastos promocionales orientados a cultivar la lealtad a la marca,

---

<sup>8</sup> Como se indicó, con las reglas de juego vigentes en el Perú, al iniciar su trabajo por primera vez, los trabajadores tienen diez días para decidir a qué sistema desean pertenecer: al SPP o al SNP. Si al concluir este plazo los trabajadores no comunican su decisión, los empleadores están obligados a afiliarlos al SPP, decidiendo por ellos la AFP de su preferencia.

los cuales son finalmente trasladados a los propios afiliados vía las comisiones. A su vez, los gastos promocionales elevan artificialmente las economías de escala con las que operan las AFP, y generan barreras a la entrada de nuevos competidores. Al respecto, examinando más de cerca las características de esta industria, es posible distinguir varias actividades que las AFP llevan a cabo de manera simultánea, aún cuando ellas involucran destrezas, competencias y recursos diferentes. Las más importantes son la gestión financiera de los fondos y la administración de las cuentas individuales y de los beneficios<sup>9</sup>.

Existen diferencias sustantivas en la estructura de costos y en el núcleo de conocimientos especializados requeridos para la prestación de estos servicios. Sin embargo, las AFP los ofrecen de manera «empaquetada», lo cual trae como resultado el incremento en las escalas mínimas eficientes. Tarjizán observa al respecto que «empaquetar productos de distinta naturaleza, que requieren diferentes capacidades y recursos, dificulta la entrada a la oferta de este producto atado, ya que existe un conjunto de instituciones que se especializan en la oferta de uno o dos de los productos de dicho paquete, pero no en la oferta de su conjunto» (2006, p. 4).

Este es el caso de algunos bancos, que disponen de sistemas informáticos avanzados y cuentan con una red extendida de oficinas y sucursales, los cuales podrían aprovechar economías de ámbito ofreciendo algunos servicios específicos, incluyendo aquellos que involucran la administración de las cuentas individuales y la atención de los afiliados. Sin embargo, las regulaciones vigentes tácitamente establecen la obligación de «venta empaquetada», e impiden que los bancos y otras entidades financieras ofrezcan algunos de estos servicios.

Una manera de ilustrar las consecuencias del empaquetamiento de los servicios es distinguiendo por un lado las actividades de «producción» —que comprenden tanto las operaciones básicas de administración de las cuentas individuales como la gestión financiera de los fondos— de las actividades de promoción y venta del servicio. Una estimación de la escala mínima eficiente de la producción en el contexto chileno —es decir excluyendo los gastos promocionales y de ventas— arroja como resultado un orden de magnitud de 150 mil «afiliados cotizantes». Asumiendo que la tecnología es la misma y teniendo en cuenta que el número total de «afiliados cotizantes» en el Perú asciende a 1,7 millones, una simple división revela que en el mercado peruano podrían operar, de manera eficiente y simultánea, once AFP. La realidad, sin embargo,

---

<sup>9</sup> Tarjizán (2006) también distingue, como una actividad separada, la distribución, venta y mantenimiento de la cartera de afiliados, pero considera que este conjunto de actividades en realidad debe formar parte de la gestión financiera de los fondos. También puede distinguirse con nitidez la administración del seguro de invalidez y sobrevivencia, que generalmente está a cargo de una compañía de seguros distinta de la AFP.

es que solamente operan cuatro AFP, las cuales han obtenido ganancias extraordinarias sin provocar el ingreso de nuevos competidores, ni una reducción sustantiva en las comisiones que cobran a los afiliados<sup>10</sup>.

Si incluimos en la estimación los gastos promocionales, las economías de escala globales —para todo el conjunto de actividades— son más altas, lo cual trae consigo un incremento en la escala mínima eficiente. Dorfman y Steiner demostraron que el gasto publicitario óptimo, estimado como porcentaje de las ventas, está determinado por el ratio obtenido al dividir la elasticidad al gasto publicitario entre la elasticidad al precio (Tirole 1994, p. 102). En este orden de ideas Valdés (2006) observa que la elevada magnitud de los gastos promocionales en los SPP se explica por la menor sensibilidad de los afiliados a las diferencias en las comisiones, lo cual eleva el beneficio marginal obtenido al aumentar dichos gastos.

La entrada de nuevos competidores a la industria enfrenta entonces barreras legales —generadas por las regulaciones descritas— así como barreras estructurales y estratégicas asociadas a las economías de escala y a los gastos promocionales. Estos gastos operan como costos hundidos endógenos que evitan la entrada de nuevos competidores, aún si el tamaño del mercado aumenta como resultado del crecimiento en el número de afiliados (Gallardo 2004). El estudio de Galarza (2008) pone de relieve el carácter endógeno de estos gastos, cuya magnitud está determinada por la defensa de una escala mínima o cuota de mercado por cada AFP. Un resultado destacado de dicho estudio es que la intensidad de la competencia es reducida y se orienta a conseguir nuevos afiliados —trabajadores dependientes que recién ingresan al sistema— antes que a conseguir traspasos de una AFP a otra. Esto parece explicarse, entre otros factores, por el contexto informativo en el que operan las AFP, con un sistema de regulación que facilita la difusión plena de información sobre las variables relevantes y, en esa medida, permite que cualquier cambio de estrategia de una AFP, sea rápidamente detectado por las AFP rivales.

La evidencia presentada por Galarza es consistente con un escenario de colusión tácita y, por cierto, también con un escenario de colusión explícita, aunque esto último no haya sido probado y documentado hasta ahora. Galarza encuentra catorce episodios durante el periodo 1998 – junio 2008, en los cuales el número de traspasos en ambos sentidos entre pares de AFP registró una magnitud similar, con una diferencia mínima o insignificante, del orden de 0,03% al 2,3% del total de traspasos registrados. Puesto

---

<sup>10</sup> La única excepción fue el ingreso de Prima a mediados de 2005, que atrajo rápidamente a un número considerable de afiliados ofreciendo una comisión bastante menor a la de las AFP establecidas. Sin embargo, dos años después de su ingreso y ante la ausencia de nuevos competidores potenciales, elevó su comisión a un nivel cercano al de las otras.

en otros términos, el efecto neto de estos traspasos bidireccionales en la participación de mercado de las AFP involucradas, fue nulo.

El autor sostiene que este resultado puede explicarse por los mecanismos y procedimientos utilizados para hacer efectivos los traspasos<sup>11</sup>. Así, siempre que esté asegurada su escala o cuota mínima de participación en el mercado, las AFP tienen fuertes incentivos para evitar la competencia y adoptar «estrategias amigables», usando sus gastos promocionales con el objetivo de mantener sus altos márgenes de ganancia.

## 2.8 La economía política de los gastos promocionales

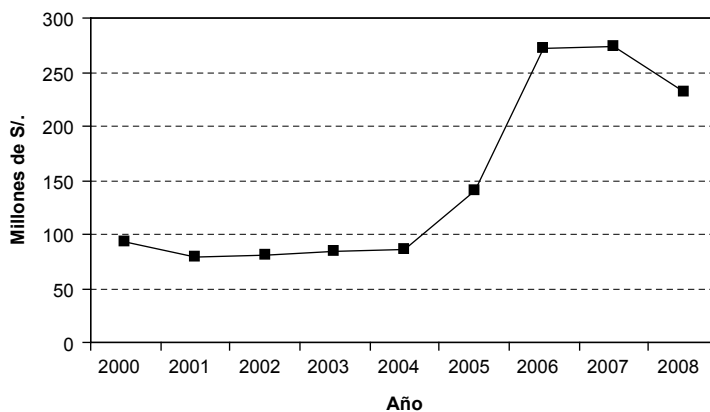
Además de los efectos que estos gastos promocionales tienen en la generación de barreras a la competencia, es oportuno examinar también sus consecuencias en términos del tipo de relaciones que se establecen entre los medios de comunicación, las AFP y el sistema político. Puede advertirse que, en cierto sentido, estos gastos dan lugar a una relación de naturaleza simbiótica entre las AFP y los medios de comunicación masiva (radio, TV, periódicos y revistas), en la cual ambas partes obtienen beneficios evidentes: los medios reciben una fracción de «la inversión publicitaria» y, en correspondencia, las AFP no solamente logran promover sus servicios y su marca, sino que también disponen de herramientas para inducir una conducta amigable en dichos medios frente a sus intereses corporativos.

Al respecto, la evidencia disponible revela que los gastos de ventas de las AFP peruanas registraron un orden de magnitud promedio de 120 millones de soles anuales durante el periodo 2000-2005, incluyendo los gastos en publicidad y relaciones públicas. La cifra se elevó a 276 millones en 2006 y se ha mantenido a un nivel más elevado desde entonces. Este aumento puede atribuirse, en parte, al ingreso de una nueva AFP a mediados de 2005 (Prima), pero también debe señalarse que dicho crecimiento tuvo lugar en el contexto de las elecciones generales de 2006. La información más reciente revela una caída en la magnitud de estos gastos en 2008, cuando se desencadena la crisis económica global, pero sin regresar al nivel registrado durante la primera mitad de la década (gráfico 3).

---

<sup>11</sup> Entre ellos menciona la posibilidad de denegar solicitudes identificando errores formales, y la posibilidad de orientar los esfuerzos para captar o dejar de captar afiliados de una AFP rival, mediante órdenes directas impartidas a los promotores. Esta modalidad de colusión entre dos AFP «implicaría que ambas acepten un número de traspasos similares entre ellas, alcanzando un equilibrio cooperativo con menores costos comerciales y mayores márgenes de ganancia» (Galarza 2008, p. 42).



**Gráfico 3: Gasto anual en ventas de AFP**

Fuente: Boletín Estadístico SPP (varios años), SBS (elaboración propia).

Fuentes consultadas reportaron que las AFP utilizan diversos mecanismos para cultivar una relación privilegiada con los medios, incluyendo la entrega de becas a periodistas y el pago de sus gastos de viaje al extranjero, a fin de lograr un tratamiento favorable en defensa de sus intereses. Un componente clave de estos gastos son las actividades de *lobby* o cabildeo que las AFP llevan a cabo en los espacios de decisión del poder legislativo y del ejecutivo. Al parecer, estas actividades han tenido alta efectividad, toda vez el SPP no ha sufrido mayores modificaciones, no obstante los numerosos proyectos de ley presentados en el legislativo para modificar las reglas de juego vigentes<sup>12</sup>. Asimismo, existe evidencia de conductas cuestionables frente a las AFP mostradas por algunos legisladores, quienes no han tenido mayor reparo en defender activamente sus intereses, promoviendo al mismo tiempo el debilitamiento de instituciones públicas. Un caso ilustrativo fue la controversia que tuvo lugar entre las AFP y el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en los años 2004 y 2005, en torno al porcentaje límite para las inversiones en el exterior de los fondos administrados por las AFP, el cual lo

<sup>12</sup> Entre los más recientes pueden mencionarse los proyectos de ley N° 2803, 2816, 2821, 2889, 2957, 3003, 3190 y 3195, presentados entre octubre de 2008 y junio de 2009, la mayoría de los cuales expresa el malestar de algunos legisladores frente a las elevadas ganancias registradas por las AFP durante los últimos años, y frente a la disminución de la rentabilidad de los fondos en el contexto de crisis global. Las propuestas contenidas en estos proyectos son muy diversas, e incluyen la fijación de un tope o la modificación del régimen de las comisiones, a fin de que ellas se determinen en función de la rentabilidad de los fondos, la creación de nuevos tipos de fondos con una rentabilidad mínima asegurada, la participación de representantes de los afiliados en el sistema de regulación de las AFP y la eliminación de la barrera que impide que los bancos operen como AFP, entre otras.

determina el propio BCR. La presión mediática de las AFP para elevar este porcentaje estuvo acompañada por la presentación de proyectos de ley dirigidos a cambiar la Ley Orgánica del BCR a fin de quitarle esta facultad, e incluso a modificar la composición de su directorio<sup>13</sup>.

El sistema de regulación vigente otorga plena libertad a las AFP no solo para fijar el nivel de sus comisiones, sino también para determinar la magnitud y composición de sus gastos promocionales. Al examinar el comportamiento rentista de los monopolios, Posner observaba, en su seminal artículo de 1975, que bajo ciertas condiciones una parte de la renta obtenida debe ser considerada como un costo social del monopolio. El argumento es que una parte de esta renta se disipa en los gastos en los que incurren las empresas precisamente para obtener y defender dicha renta, y que dichos gastos pueden considerarse como «socialmente improductivos», pues tienen una valoración social nula.

En realidad, la mayor parte de los gastos administrativos y de ventas de las AFP peruanas corresponden a remuneraciones del personal, por lo cual no es posible calificarlos como «socialmente improductivos». Sin embargo, una fracción significativa de estos gastos está constituida por publicidad y relaciones públicas y, de otro lado también incluyen montos elevados en la categoría «servicios prestados por terceros»<sup>14</sup>. En síntesis se puede afirmar que estos «gastos promocionales» desempeñan una doble función. Por un lado elevan artificialmente la escala mínima de operaciones, generando barreras al ingreso de nuevas AFP. Por el otro facilitan el desarrollo de relaciones privilegiadas con los medios de comunicación masiva y con el sistema político, lo cual les facilita la promoción activa de sus intereses y la defensa del *status quo* frente a los poderes del Estado.

### 3. OPCIONES DE POLÍTICA

De lo señalado en las secciones anteriores puede advertirse que los sistemas de pensiones en el Perú muestran graves deficiencias, principalmente en lo que se refiere a su escasa cobertura y a la inequidad en la distribución de sus beneficios. Se esperaba que la creación del SPP pudiera contribuir a cerrar la brecha de cobertura de manera progresiva, incorporando un número creciente de trabajadores. Y si bien nunca se llegó

---

<sup>13</sup> Ver al respecto los proyectos de Ley N° 11882, 12104 y 12849 presentados entre noviembre de 2004 y abril de 2005. El primero de ellos proponía, entre otras cosas, otorgar a la SBS la facultad de fijar los topes a las inversiones de las AFP en el exterior; y los dos últimos pretendían introducir nuevas incompatibilidades para asumir el cargo de director del BCR, con el propósito de remover a algunos directores que se desempeñaban como funcionarios públicos.

<sup>14</sup> El año 2007 las cuatro AFP peruanas gastaron, en conjunto, la suma de 119 millones de soles en servicios prestados por terceros.

a anunciar una meta explícita al respecto, es posible inferir que, para algunos ideólogos radicales, la expansión del número de afiliados al SPP podría llegar a absorber, en el límite, a toda la fuerza laboral del país. Sin embargo, luego de quince años de funcionamiento, el SPP peruano registra el porcentaje más bajo de afiliados con respecto a la PEA de todos los países de la región que cuentan con un sistema similar, con la única excepción de Bolivia. De otro lado, los afiliados al sistema público (ONP) apenas llegan al 10,5% de la PEA. Este bajo nivel de cobertura no puede atribuirse única ni principalmente a la informalidad del mercado laboral, toda vez que otros países que registran proporciones igualmente elevadas de trabajadores autoempleados y actividades informales, han logrado alcanzar niveles de cobertura previsional superiores a los que se observan en el Perú.

El problema de fondo es una concepción según la cual el empleo formal constituye la única vía de acceso a una pensión, lo cual se expresa en la exclusión de millones de trabajadores independientes y desempleados, a quienes se les niega el derecho a condiciones de vida dignas durante la vejez. La creación del SPP ciertamente ha contribuido a estabilizar la economía y a facilitar el desarrollo del mercado de capitales, pero al mismo tiempo establece un vínculo directo entre aportes y beneficios futuros, garantizando la apropiación individual de contribuciones y prestaciones. En esa medida reproduce las desigualdades, abandonando la solidaridad y debilitando la cohesión social como fundamento de la paz y la democracia.

La principal limitación consiste entonces en la ausencia de mecanismos solidarios que faciliten la redistribución de los recursos en beneficio de las personas más pobres que alcanzan la edad de jubilación. Esto ha sido destacado y documentado por diversos estudios (World Bank 2004, Rojas 2003) y sin embargo los sucesivos gobiernos han sido reacios a poner en marcha una reforma del sistema, como sí ha ocurrido en cambio en otros países de la región. Una referencia cercana y reciente al respecto es la reforma chilena, dirigida a garantizar derechos sociales básicos y pensiones mínimas a todos los ciudadanos, independientemente de su trayectoria laboral<sup>15</sup>. También puede

---

<sup>15</sup> La reforma del sistema chileno comprende diversas medidas, entre las cuales se destaca el otorgamiento de una pensión básica solidaria a las personas mayores de 65 años que carezcan de otra pensión y formen parte del 40% más pobre del país, y de una pensión similar para las personas declaradas inválidas que cumplan ciertos requisitos. También incluye un aporte previsional solidario que hace el Estado a fin de complementar las pensiones de personas que cotizaron durante su vida activa pero agotaron sus fondos o tienen pensiones muy bajas, así como subsidios para fomentar la contratación juvenil, generar cotizaciones más tempranas a los fondos previsionales e incentivar la formalización del trabajo. Por último, la reforma también comprende medidas dirigidas a incentivar la competencia entre AFP y reducir los costos del SPP, algunas de las cuales se exponen brevemente en esta sección.

mencionarse el sistema colombiano, que opera con un Fondo de Garantía de Pensión Mínima y un Fondo de Solidaridad Pensional<sup>16</sup>.

El Perú representa entonces un caso especial, pues luego de la creación del SPP en 1993, no solamente ha abandonado la tarea de fortalecer el pilar solidario del sistema, sino que además ha postergado la reforma del propio SPP. En efecto, Perú es uno de los pocos países que no ha establecido umbrales mínimos a la pensión de jubilación<sup>17</sup>. La evidencia disponible revela que en el Perú la pobreza de las personas de mayor edad es muy alta, incluso en relación a países de la región con ingresos per cápita similares o inferiores (World Bank 2004).

Por cierto no se trata de destruir lo construido, por ejemplo en el ámbito del sistema privado, sino de avanzar en la construcción de un sistema más robusto e inclusivo, sobre la base de los principios y fundamentos que sostienen a sistemas similares en las sociedades democráticas contemporáneas. Entre ellos destacan los principios de la universalidad y la autonomía, que se expresan en la protección de todas las personas independientemente de su trayectoria laboral, garantizándoles una pensión digna en la vejez; la equidad y la solidaridad, que estimulan la responsabilidad compartida de todos los ciudadanos en el esfuerzo contributivo y sustentan la utilización de subsidios cruzados a fin de proteger a las personas más vulnerables; la eficiencia y la transparencia, que exigen minimizar costos y reducir distorsiones en otros mercados, sobre la base de reglas claras para todos no solo en lo que se refiere a derechos sino también a obligaciones; y por último, aunque no por ello menos importante, la complementariedad con otros programas y la sustentabilidad del sistema en el tiempo, lo cual supone un manejo fiscal responsable que facilite la equidad intergeneracional, así como un enfoque coherente e integrado en el diseño e implementación de las políticas sociales (Uphoff 2008, p. 70).

Una reforma sustentada en estos principios debería ocupar un lugar prioritario en la agenda de reformas pendientes, en la dirección de universalizar los beneficios de

---

<sup>16</sup> El primero de ellos se financia con un aporte del 1,5% del salario de los trabajadores (el cual es cubierto en sus tres cuartas partes por los empleadores) y asegura una pensión mínima a los cotizantes de menores recursos; mientras que el segundo permite subsidiar el aporte a los grupos socioeconómicos tradicionalmente excluidos de la seguridad social, incluyendo a campesinos, indígenas, trabajadores independientes, y madres trabajadoras. En este último caso el financiamiento proviene de los trabajadores afiliados al sistema de pensiones que registran un ingreso superior a cuatro remuneraciones mínimas, quienes contribuyen con un aporte del 1% adicional (Olivera 2009, p. 31).

<sup>17</sup> Recientemente la pensión mínima se ha fijado a un nivel cercano al de la llamada «remuneración mínima vital», del orden de los US\$ 150 mensuales aproximadamente. Sin embargo, esta pensión mínima solo alcanza a los trabajadores que cumplan ciertos requisitos, incluyendo un número mínimo de años de aporte. Bajo estas condiciones, las marcadas desigualdades que se observan en los ingresos de los trabajadores se trasladan a las pensiones que reciben cuando se jubilan, exponiendo a las personas más pobres a condiciones de vida deplorables.

los sistemas previsionales y de diversificar los riesgos financieros y demográficos. La medida más importante es el establecimiento de una pensión mínima para las personas más pobres, movilizandolos recursos y contribuciones solidarias de trabajadores, empleadores y del propio Estado. Esto supone la implementación de otras reformas de carácter laboral y tributario, cuyo diseño trasciende los límites de este artículo. En las líneas que siguen se examinan opciones de política en un ámbito más acotado, en respuesta a las limitaciones que presenta el desarrollo del SPP.

El problema más visible y controvertido del SPP se deriva de las elevadas comisiones que pagan los afiliados, tanto en proporción a sus aportes como también en relación a sus propias remuneraciones. Estas comisiones constituyen la principal fuente de ingresos de las AFP, y son independientes de la rentabilidad de los fondos que administran. El primer conjunto de propuestas se orienta a reducir estas comisiones, modificando las reglas de juego vigentes y utilizando mecanismos de competencia. Como se indicó, se han presentado proyectos de ley para establecer un tope a estas comisiones, lo cual a corto plazo puede constituir una medida necesaria y razonable. Es oportuno precisar que la fijación de un tope no equivale a un control de precios que elimina la competencia, como erróneamente afirma la asociación de AFP, pues dicho tope no restringe en absoluto la libertad de cada AFP de ofrecer una comisión menor al tope establecido. Además, como se explicó en la sección anterior, los trabajadores no tienen la posibilidad de desafiarse ni de decidir las cantidades aportadas, por lo cual no se trata de un mercado libre y competitivo.

Al mismo tiempo puede advertirse que no le corresponde al Congreso determinar dicho tope, como tampoco le corresponde fijar las tarifas de electricidad o telefonía. Esta no es su función, y además no tiene los recursos ni las competencias para hacerlo. Lo que sí puede hacer el Congreso es modificar el marco legal, estableciendo nuevos criterios para determinar la retribución que reciben las AFP. En el clima de desconfianza existente, que se explica por la inacción del Estado en este y otros campos, no debería sorprendernos que los congresistas pretendan convertirse en reguladores. El problema es que ellos no están sujetos a los estándares de transparencia y rendición de cuentas con los que, se supone, deben operar los organismos reguladores.

En principio el tope debería ser determinado por el organismo regulador competente, en este caso la SBS. Al respecto, el propio Superintendente ha destacado la importancia de preservar el sistema privado, y también ha sostenido que para fijar el tope se deben considerar los costos de las AFP. Sin embargo debe recordarse que, en contraste con la regulación tradicional por tasa de retorno, el modelo de regulación por precios tope no toma en cuenta los costos incurridos por las empresas, sino que más bien responde a criterios de eficiencia y al uso de incentivos en base a metas de aumento en la productividad. Además, como se explicó en la sección anterior, los cos-

tos de las AFP peruanas son muy altos y están por encima del promedio regional. En este orden de ideas carece de sentido fijar el tope a las comisiones sobre la base de los costos actuales de las AFP, incluyendo sus «gastos promocionales», cuando en realidad el criterio central debería ser el funcionamiento eficiente del sistema.

Otro mecanismo que podría reducir las comisiones es la licitación del servicio de administración de fondos para todos los nuevos trabajadores que deseen afiliarse al sistema durante un periodo determinado. Valdés sostiene al respecto que es un error asumir que cada afiliado prefiere elegir individualmente su AFP, y destaca la necesidad de «ayuda experta institucionalizada y efectiva para asistir a los afiliados a elegir AFP» (2005: 4). Una experiencia ilustrativa es la de Bolivia, donde las autoridades optaron por licitar y entregar el servicio a solo dos postores por un periodo de cinco años, lo cual permitió eliminar los gastos promocionales y reducir considerablemente las comisiones. La reciente reforma del régimen previsional chileno también contempla las licitaciones como una de las principales medidas dirigidas a incentivar la competencia, reducir las comisiones, y promover la entrada de nuevos actores a la industria. La autoridad competente adjudica el servicio a la entidad que ofrece la menor comisión, de manera que todos los nuevos trabajadores son asignados a dicha entidad por el periodo predeterminado. Las normas adoptadas en Chile también establecen que cada vez que se adjudique la licitación a una AFP existente o a una entidad que comparte con aquella alguno de sus accionistas mayoritarios o su controlador, o es filial de estos últimos, la comisión por la cual se adjudica el servicio se hace extensiva a todos los afiliados de la AFP durante el periodo licitado.

En el contexto peruano también se ha propuesto la utilización de un mecanismo similar, pero operado por las propias empresas. Berdejo, Galarza & Nagamine sugieren al respecto que «los afiliados sigan eligiendo a la administradora de su preferencia pero bajo una perspectiva grupal, es decir, una elección corporativa de administradora mediante una votación a nivel de empresa» (2006, p. 240). A su juicio, las ventajas de esta propuesta consisten en que el mercado se haría más desafiante, se elevarían las probabilidades de ingreso de nuevos competidores, y al mismo tiempo aumentaría la capacidad de negociación de los trabajadores al reemplazarse el mecanismo de elección (elección grupal en lugar de la elección individual que establecen las normas vigentes).

Los propios autores advierten, sin embargo, que esta propuesta no necesariamente reduce los gastos promocionales, los cuales podrían concentrarse e intensificarse durante los periodos previos a las licitaciones. También advierten sobre el riesgo de que pocas empresas ganen las licitaciones y sobre los incentivos a que lleven a cabo inversiones riesgosas para lograr altas rentabilidades, en el intento de atraer nuevos afiliados en las licitaciones posteriores. Al respecto puede señalarse que las elecciones grupales, a

nivel de empresa, ya vienen siendo utilizadas en la selección de las empresas prestadoras de los servicios de salud (EPS), sin haber logrado resultados significativos en cuanto a reducción de las primas o al ingreso de nuevos operadores. Al parecer la escala de cada elección es insuficiente debido al tamaño relativamente reducido de las empresas peruanas. Dado que la efectividad del mecanismo requiere de una escala mayor, las licitaciones deberían ser organizadas por gremios empresariales, instituciones o, en última instancia, por las autoridades sectoriales competentes.

De otro lado debe señalarse que las ventajas de las licitaciones se reducen a medida que aumenta la complejidad del bien o servicio que se licita. En el caso de las AFP, lo que está en juego no es solo el costo del servicio sino también la gestión de los riesgos y la rentabilidad de los fondos. En este orden de ideas, las licitaciones no pueden entenderse como un mecanismo alternativo a la regulación de la industria<sup>18</sup>.

El tercer conjunto de medidas orientadas a reducir los costos del SPP, comprende la derogatoria de algunas normas y regulaciones que impiden el ingreso de nuevos actores al mercado de las AFP y obstaculizan la subcontratación de algunos servicios y actividades específicas. Como se indicó en la sección anterior, el modelo vigente opera sobre la base de entidades «verticalmente integradas» que ofrecen todos los servicios de manera «empaquetada», lo cual eleva artificialmente las economías de escala y frena el ingreso de nuevas empresas. Al respecto debe señalarse que la apertura del mercado y la subcontratación de estos servicios (por ejemplo la recaudación, la actualización de cuentas individuales o el pago de las pensiones) permitiría aprovechar las economías de escala y de alcance con las que operan algunas entidades financieras, incluyendo bancos comerciales que disponen de sistemas informáticos avanzados, con redes de oficinas y sucursales interconectadas, lo cual facilita la especialización y evita la duplicación innecesaria de inversiones. También es posible organizar licitaciones dirigidas a subcontratar la provisión de algunos servicios.

---

<sup>18</sup> Desde la publicación del artículo de Demsetz (1968), se ha intentado utilizar la competencia *por* el mercado como un sustituto de la regulación cuando la competencia en el mercado es débil y limitada. En teoría, las principales ventajas de las subastas son sus menores requerimientos informativos y la generación de información valiosa sobre los costos de las empresas. Demsetz sostenía que las subastas permiten obtener el mismo resultado que la regulación, sin incurrir en sus costos. En contraste, Williamson (1976) observaba que en condiciones de incertidumbre las subastas enfrentan muchos de los mismos problemas que los críticos asocian a la regulación. Por ejemplo, una reducción no anticipada en el número de trabajadores afiliados, o un aumento exógeno en los costos de las AFP, podría hacer inviable el negocio con el nivel de comisión fijado en la subasta, o incluso podría elevar los incentivos a efectuar inversiones riesgosas con los fondos de los afiliados. Frente a estas circunstancias siempre es posible renegociar *ex post* el contrato; sin embargo, las renegociaciones involucran costos de transacción y pueden dar lugar a problemas de oportunismo. Williamson concluye afirmando que el mecanismo de las subastas se diferencia solo a nivel de grado (pero no en su naturaleza) de la regulación que pretende suplantar.

Todo esto supone la adopción de un diseño de mercado que contemple nuevas regulaciones sobre la participación de los distintos actores en cada una de las actividades de la industria, incluyendo normas específicas sobre las obligaciones y responsabilidades que asumen en la gestión del acceso a la información que fluye al interior del sistema. Por cierto, el nuevo diseño debe ser consistente con las disposiciones establecidas en el Sistema Integral de Administración de Riesgos de Inversión, vigente desde el año 2004.

Por último, en lo que se refiere a la gestión financiera de los fondos, funcionarios de la SBS han propuesto establecer los niveles de rentabilidad mínima que las AFP deben ofrecer a los afiliados para cada tipo de fondo. Esto supone la definición de un portafolio de referencia y el cálculo de indicadores de rentabilidad, utilizando criterios de medición del riesgo de las inversiones. En caso de desviaciones significativas con respecto a la rentabilidad del portafolio de referencia, las AFP serían sancionadas, obligándolas a cubrir la diferencia con sus propios recursos. Al respecto debe señalarse que varios países de la región han incorporado en sus legislaciones las garantías de rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, incluyendo Chile, El Salvador, República Dominicana y Uruguay, mientras que en el Perú nuestras autoridades consideran que se trata de una propuesta para «el mediano plazo» (Masías 2009, p. 13)<sup>19</sup>.

En este orden de ideas, y en el contexto de controversias generado por la crisis financiera global, hace unos meses la SBS propuso la creación de un nuevo tipo de fondo —el fondo 4— constituido exclusivamente por instrumentos de renta fija<sup>20</sup>. Este fondo estaría recomendado para las personas próximas a jubilarse, teniendo en cuenta que el fondo menos riesgoso —el fondo 1— también se vio afectado por la crisis, al incluir acciones y otros instrumentos de renta variable<sup>21</sup>. También podría estudiarse la posibilidad de que los fondos acumulados puedan distribuirse en más de una categoría, lo cual no implica aumentos sustantivos en los costos administrativos.

---

<sup>19</sup> Ver al respecto el Informe Final de la Comisión Técnica liderada por el MEF, con el Plan de Mejoras al SNP y al SPP y la «propuesta de nueva política de inversiones del Fondo Consolidado de Reservas Previsionales».

[http://www.mef.gob.pe/PENSIONES/doc/Informe\\_final\\_comision\\_tecnica\\_Ley28991\\_DS051\\_2007EF.pdf](http://www.mef.gob.pe/PENSIONES/doc/Informe_final_comision_tecnica_Ley28991_DS051_2007EF.pdf)

<sup>20</sup> *El Comercio*, 22 de octubre de 2008.

<http://www.elcomercio.com.pe/edicionimpresa/Html/2008-10-22/sbs-propoundra-creacion-cuarto-tipo-fondo-pensiones.html>

<sup>21</sup> Ironizando sobre el contraste entre las rentabilidades negativas de los fondos de los afiliados y las altas utilidades que han obtenido las entidades que los administran, varios profesores del Departamento de Economía de la PUCP han propuesto la creación de un «fondo 5», constituido exclusivamente por las acciones de las AFP peruanas.



En términos generales, es indispensable establecer estándares más exigentes sobre la información que las AFP deben difundir entre los afiliados.

Por último, es necesario fortalecer la institucionalidad de los sistemas provisionales. Al respecto debe destacarse que en el Perú aún no existe una institución pública con el mandato de formular y coordinar la implementación de una política integrada y coherente de pensiones, que articule y complemente a las políticas sociales. Una de las conclusiones del estudio realizado por el Banco Mundial es que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha asumido un rol de liderazgo en este campo pero «por defecto, y no como una decisión de diseño», dada la ausencia señalada (2004, p. 4). Uno de los objetivos prioritarios del MEF es «asegurar la sostenibilidad fiscal», debido a lo cual es natural que se resista a extender la cobertura y los beneficios de los sistemas provisionales.

El MEF puede y debe estar representado en la institución que se constituya para liderar la reforma previsional, pero no tiene sentido asignarle la función de liderazgo. Al respecto, y en parte debido a la orientación de los ministros de economía durante los sucesivos gobiernos, el MEF ha mostrado una conducta miope en relación a los sistemas provisionales, ignorando que la debilidad de estos sistemas puede incluso generar, indirectamente, presiones fiscales elevadas, a medida que se traduce en mayores requerimientos de recursos para financiar las políticas sociales y la lucha contra la pobreza.

#### 4. REFLEXIONES FINALES

Una sociedad que ofrece a más personas mayores oportunidades de realizarse con vidas florecientes, largas y saludables, es siempre superior a otra que ofrece menores oportunidades a un menor número de personas. Los avances tecnológicos en la medicina y en el cuidado de la salud en general han permitido elevar en promedio las esperanzas de vida en muchos países, pero al mismo tiempo han aumentado, en términos absolutos y relativos, el número de personas en edad de jubilación que no reciben ingresos y que necesitan de apoyo durante periodos más prolongados de tiempo.

Lamentablemente el Perú no ha sido capaz de responder a este desafío, pues los sistemas de pensiones han estado limitados a los trabajadores formales, dejando de lado a los trabajadores independientes, informales o desempleados. En consecuencia, una elevada proporción de personas mayores continúa debajo de la línea de pobreza. La creación del sistema privado de pensiones en la década de los 1990 se anunció como un paso decisivo en la solución de este problema. Sin embargo, su expansión se ha detenido como resultado de la crisis financiera global, la cual ha puesto en evidencia algunas de sus principales limitaciones.

En este artículo se ha destacado el impacto positivo del SPP en el ahorro doméstico —lo cual en el largo plazo debería estimular el crecimiento económico— así como en la reducción de la vulnerabilidad frente a shocks externos, facilitando una evolución más estable de la economía. Como se indicó, la imposición de planes de ahorro compulsivo a los trabajadores ha contribuido a elevar progresivamente el ahorro interno, en relación a sus niveles más bajos registrados en el periodo 1990-1993. De otro lado, las regulaciones que limitan la participación de los diferentes activos en la cartera de inversiones y, en particular, la salida de los fondos al exterior, han jugado un rol estabilizador frente a las fluctuaciones de la economía global. Sin embargo, consideramos que estos resultados también hubieran podido alcanzarse con un sistema distinto —más inclusivo y eficiente— en línea con lo señalado en la sección anterior. Al respecto, puede advertirse que un componente significativo del crecimiento de los fondos de pensiones ha tenido un carácter artificial y especulativo. En efecto, la crisis financiera global ha puesto fin a la «burbuja bursátil» y, en consecuencia, la magnitud de los fondos de los trabajadores afiliados ha sufrido una severa contracción, lo cual inevitablemente se traducirá en menores pensiones de jubilación. El hecho de que los mercados financieros y las bolsas de valores se hayan recuperado parcialmente y logren una mayor estabilidad en el futuro no altera en absoluto el hecho de que los fondos de los trabajadores han perdido una buena parte de su valor durante el periodo de contracción bursátil y de que esta pérdida dará lugar a pensiones de jubilación menores a las esperadas.

La evidencia presentada permite concluir que el SPP no funciona de manera eficiente ni competitiva. Por el contrario, dadas las restricciones a las que están sujetos los trabajadores afiliados y su reducida sensibilidad a los niveles de las comisiones, así como el rol destacado que juegan los «gastos promocionales» —tanto en la generación de barreras endógenas al ingreso de nuevos actores como también al facilitar la defensa de los intereses corporativos de las AFP establecidas— el SPP opera de manera imperfecta, ineficiente y costosa para los trabajadores, facilitando la extracción de rentas oligopólicas, una parte de las cuales se diluye en actividades de *lobby* y cabildeo.

En este orden de ideas es necesario poner en marcha un conjunto de reformas dirigidas a abrir el mercado a la competencia y a reducir estas rentas. Al respecto se ha examinado la conveniencia de establecer un tope a las comisiones que las AFP cobran a sus afiliados, convocar a licitaciones con el propósito de promover la entrada de nuevos actores, eliminar regulaciones asociadas a la venta empaquetada de los servicios y establecer un régimen de rentabilidad mínima garantizada para los distintos tipos de fondos. Se trata, en última instancia, de fortalecer uno de los pilares del sistema, en el contexto de un programa más amplio de reformas dirigido a reducir la pobreza de las personas de tercera edad.

## Referencias bibliográficas

- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (varios años). *Boletín estadístico AIOS*. www.aiosfp.org
- Ayala, U. (1996). «¿Qué se ha Aprendido del Sistema de Pensiones en Argentina, Colombia, Chile y Perú?» Banco Interamericano de Desarrollo, *Documento de Trabajo 30*.
- Banco Central de Reserva del Perú (varios años). *Memorias*. www.bcrp.gob.pe
- Banco Central de Reserva del Perú (varios meses). *Series estadísticas mensuales*. www.bcrp.gob.pe
- Banco Mundial (1994). *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Oxford: Banco Mundial/Oxford University Press.
- Berdejo, M., B. Galarza & J. Nagamine (2006). Mecanismos para incentivar la competencia en los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual. *Revista de Temas Financieros Vol. 3, 1*, pp. 197-252.
- Bolsa de Valores de Lima (varios años). *Estados financieros comparados*. www.bvl.com.pe/publicaciones.html
- Demsetz, H. (1988). Why Regulate Utilities? *Journal of Law and Economics* (1968, p. 55-56). También en G. Stigler Ed. *Chicago Studies in Political Economy*. Chicago: The University of Chicago Press (pp 267-278).
- Galarza, B. (2008). *Competencia en la industria de AFP*. Tesis para optar el grado de Magíster en Economía. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Gallardo, J. (2002). La organización industrial del sistema de pensiones. En N. García, J. Chacaltana, P. Francke, J. P. Espino & J. Gallardo (eds.), *Políticas de empleo en Perú*. Tomo II. Lima: CIES-CEDEP-IEP- PUCP-UNI.
- Marquina, P. (2004). Este verano, las AFP de campaña. *Gestión*, 12 de noviembre.
- Masías, L. (2009). Nuevo esquema de gestión de inversiones. *Estrategia Año 4, N° 13*, pp. 12-13.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (1998). *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*. París: OECD.
- Posner, R. (1975). The Social Costs of Monopoly and Regulation. *The Journal of Political Economy* 83-4, agosto, pp. 807-828.
- Rojas, J. (2003). El Sistema Privado de Pensiones y su rol en la economía peruana. *Economía y Sociedad* 50, pp. 14-20. Versión resumida de documento homónimo presentado al Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES), noviembre.
- Stiglitz, J. & A. Charlton (2005). *Fair Trade for All*. Nueva York: Oxford University Press.

- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile (varios años). *Memoria anual*. [www.safp.cl](http://www.safp.cl)
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (varios años). *Compendios estadísticos SPP*. [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (varios meses). *Boletín informativo mensual*. [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (varios años). *Informe estadístico mensual banca múltiple*. [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)
- Tarziján, J. (2006). Ideas para aumentar la competencia en el mercado de las AFP. *Foco 61*, pp. 1-5.
- Tirole, J. (1994). *The Theory of Industrial Organization*. New York: The MIT Press.
- Valdés, S. (2005). Alternativas para aumentar la competencia entre las AFP. *Foco 61*.
- Uthoff, A. (2008). Sistema de pensiones en Chile: reformando la reforma. *Diálogo Político XXV*, N° 2, pp. 59-72. Buenos Aires: Konrad Adenauer-Stiftung.
- Williamson, O. J. (1976). Franchise Bidding for Natural Monopolies: in General and with Respect to CATV. *Bell Journal of Economics* 7, pp. 73-104.
- World Bank (2004). *Peru: Restoring the Multiple Pillars of Old Age Income Security*. Washington DC: The World Bank.