

160

**LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA PRIVADO
DE PENSIONES EN EL PERU: 1993-1997**

**Jorge Rojas
Noviembre, 1998**

LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN EL PERU: 1993-1997

Jorge Rojas

RESUMEN

Este trabajo presenta algunos resultados provisionales de una investigación sobre el Sistema Privado de Pensiones en el Perú, la cual tiene como propósito fundamental proponer una metodología de medición de la rentabilidad neta de dicho sistema, rentabilidad que, a su vez, debe servir no sólo como indicador básico de la eficiencia de dicho sistema, sino también debe permitirnos pronosticar qué podemos esperar del SPP en el futuro.

Además de proponer la metodología señalada, se hace una revisión de las circunstancias en que es creado el SPP en el Perú, su crecimiento durante el período 1993-1997, las reglas de juego de dicho sistema, y una evaluación de los resultados obtenidos, tratando, en la medida de lo posible, de comparar el sistema peruano con otros sistemas de la región.

ABSTRACT

This paper presents some provisional results of a research on the Peruvian Private Pensions System (SPP), whose principal purpose is to propose a methodology to measure the net rate of return of such System, rate of return which, in time may not only be used as a fundamental indicator of the efficiency of the SPP, but should also allow us to forecast its performance in the future.

Besides proposing the aforementioned methodology, a review is made of the circumstances under which the SPP was created, its growth during the 1993-1997 period, the rules of the game of the SPP, and an evaluation of the results achieved, trying to compare the Peruvian SPP with other systems in the region.

LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN EL PERU: 1993-1997

Jorge Rojas*

1. LA CREACIÓN DEL SPP

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) inició sus operaciones en el Perú en junio de 1993. En ese momento, el Perú era el segundo país de Latinoamérica en iniciar la reforma de su sistema de pensiones y en contar con un Sistema Privado de Pensiones. El primero había sido Chile, país en que este tipo de sistema empezó a operar en 1981. Luego del Perú, otros países de la región -Colombia, Uruguay, Argentina, Costa Rica y México, en ese orden- también han echado a andar SPP's, siguiendo el ejemplo 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 así los sistemas públicos de reparto vigentes hasta antes de la reforma.

Esta reforma del sistema de pensiones es usualmente considerada como un elemento clave del paquete de reformas económicas actualmente en marcha en nuestros países. Así, Ramos (1997) distingue 7 principales "reformas estructurales de corte neoliberal", entre las que incluye la reforma del sistema de pensiones, siendo las otras seis reformas: las políticas anti-inflacionarias y de ajuste, la reforma tributaria, la apertura comercial, la liberalización financiera, la privatización, y la reforma del mercado de trabajo (p. 19).

La importancia de la reforma del sistema de pensiones para el programa de reformas neoliberales residiría en un menor incentivo a subdeclarar, en la eliminación del déficit actuarial del sistema de reparto (el denominado "Ponzi scheme"), y de los déficits cuasi-fiscales que se generan con dichos sistemas, en un aumento del ahorro, y en el fortalecimiento del sistema financiero doméstico.

* Profesor Asociado del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. El autor agradece la eficiente asistencia del Luis E. Sánchez en la elaboración de este trabajo. También agradece el apoyo financiero del International Development Research Center del Canadá, por intermedio del Consorcio de Investigación Económica del Perú.

Un interesante resumen de cómo arranca el SPP en el Perú nos lo presenta Ulpiano Ayala: “La segunda reforma fue la peruana, que comparte con la chilena el hecho de haber sido realizada también mediante dictamen ejecutivo. En noviembre de 1991 se emitió el primer decreto con autorización del primer Congreso, que disponía la creación de un sistema de capitalización individual al cual podrían optar los que salieran del sistema público nacional, una vez que se reglamentara y se creara la Superintendencia de AFP. Los acontecimientos de abril de 1992 –el autogolpe de Alberto Fujimori– suspendieron este proceso, pero a fines de ese año se expidió un nuevo decreto que creó el Sistema Privado de Pensiones, SPP, antes que interviniera el nuevo congreso constitucional, lo que permitió que en junio de 1993 entrara en funcionamiento el SPP. Inicialmente el sistema operó en forma distorsionada hasta julio de 1995, en que se introdujeron reformas sustanciales cuyos detalles no alcanza a contemplar este artículo, y con consecuencias inmediatas menos conocidas todavía.” (Ayala 1996, p. 14).

Ayala continúa señalando que la primera etapa de esta reforma se caracterizó por instaurar la opción de capitalización individual sin modificación del resto del sistema. Las contribuciones, y en especial la parte asumida por los trabajadores fueron mayores en el sistema privado, que además careció de una garantía de pensión mínima que compitiera con la pensión mínima del sistema de reparto. Por su parte, el sistema público mantuvo sus deficiencias institucionales y las promesas de pensiones garantizadas relativamente altas, por lo que la reforma fue incompleta y careció de definiciones sobre el equilibrio entre subsistemas y sobre la manera en que los mismos se integrarían. Ello afectó el desarrollo del sistema de pensiones privadas hasta que éste se estancó prematuramente.” (Ayala 1996, p. 15).

Luego de la reelección del presidente Fujimori se sancionó una nueva ley del SPP, equilibrando las condiciones de contribución con las del sistema público, además de otros cambios de importancia. La nueva Ley mantiene indefinidamente la opción entre el sistema de reparto y el basado en el ahorro individual, y no induce ni reglamenta la reorganización del sistema público de reparto. Estos cambios produjeron una reactivación de los traslados desde el sistema público al SPP (Ayala 1996, p. 15).

2. EL CRECIMIENTO DEL SPP

Un primer indicador del crecimiento del SPP a tenerse en cuenta es el número de afiliados. Como puede verse en el Gráfico 1, luego de aumentar rápidamente durante los primeros meses de existencia del SPP, las afiliaciones permanecen estancadas en alrededor de un millón durante un año, entre julio de 1994 y julio de 1995, cuando vuelven a subir como resultado de la Ley 26504 de julio de 1995 que incrementa los costos del Sistema Nacional y reduce los del Sistema Privado, igualando ambos costos.

En general, los resultados en términos del número de afiliados no pueden considerarse alentadores, especialmente si se tiene en cuenta que, al parecer, las proyecciones iniciales estimaban captar un total de 2.3 millones de afiliados para fines de 1994, no habiéndose llegado ni al millón. Por otro lado, debe tenerse en cuenta el techo que significa el que solamente el 45% de la PEA (unos 7.5 millones) sea asalariada (Verdera 1997). Si se tienen objetivos ambiciosos, va a ser necesario captar afiliados –de manera voluntaria– entre los trabajadores independientes, pero para eso va a requerirse una rentabilidad excepcionalmente buena del SPP.

Otro indicador de importancia del tamaño del SPP es el valor total del fondo del fondo de pensiones. Como puede observarse en el Gráfico 2, dicho valor ha aumentado de manera constante y sin sobresaltos durante los cuatro primeros años de existencia del SPP.

3. LAS REGLAS DE JUEGO

Antes de entrar en el tema de nuestro interés –la medición de la rentabilidad del SPP– resulta de interés hacer una rápida revisión de las reglas de juego que gobiernan el sistema.

3.1. Las Aportaciones y las Comisiones

Un primer aspecto de las reglas de juego del SPP concierne los pagos que debe realizar el afiliado. Un afiliado realiza, a través de su empleador, cuatro tipos de pagos mensuales a una AFP. El primer tipo de pago es una **aportación** que es acreditada a la

Gráfico 1

Número Total de Afiliados al SPP: Jun-1993-Dic-1997
(Miles de Afiliados)

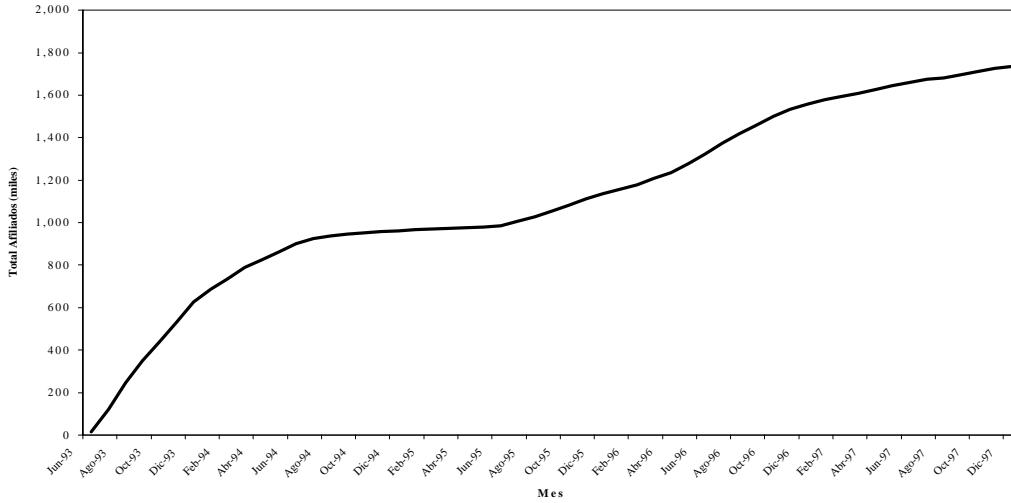
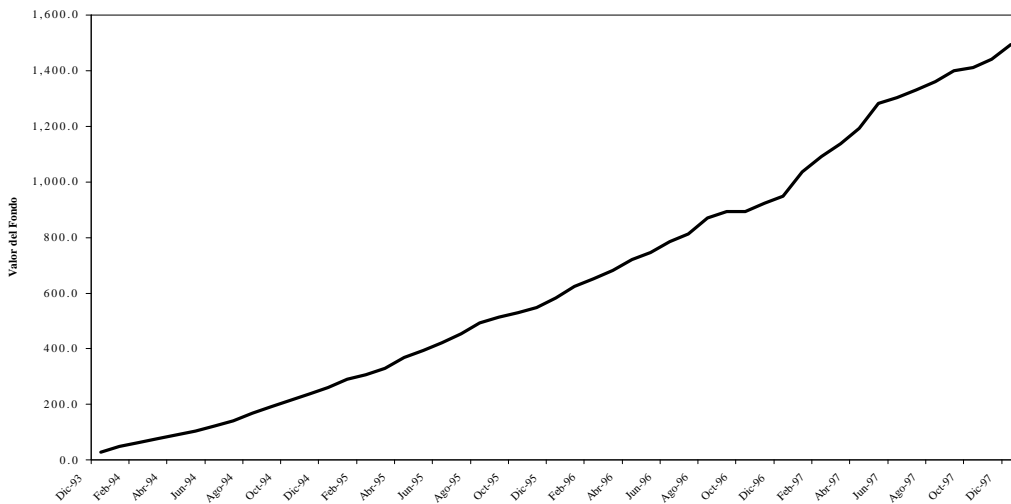


Gráfico 2

Valor Total del Fondo del SPP: Dic-1993-Dic-1997
(Millones de US\$)



cuenta individual de capitalización (CIC) del afiliado, esto es, sirve para comprar cuotas en su fondo de pensiones. Esta aportación era equivalente al 11% de su remuneración mensual hasta agosto de 1995, cuando fue reducida al 8%. Esta aportación es la única parte de los pagos mensuales que realiza el afiliado que es acreditada por la AFP a su CIC. Aparte de ella, sin embargo, el afiliado paga una **comisión variable**, de alrededor de 2% de su remuneración mensual, y una **comisión fija**, de entre 2 y 5 nuevos soles al mes, pero esta comisión fue eliminada en enero de 1997. Finalmente, el afiliado paga también una **prima de seguros**, generalmente de entre 1% y 2% de su remuneración.¹ Aparte de estos costos, los afiliados también estuvieron sujetos al pago de una **contribución de solidaridad** con el Seguro Social del Perú, con una tasa de 1%. La legislación contempla una comisión variable en función del valor del fondo, pero esta comisión no se ha estado cobrando hasta el momento.² En el Cuadro 1 se presenta un resumen del nivel promedio de estas tasas para el SPP entre junio de 1993 y febrero de 1996.

Los cuatro últimos pagos –la comisión variable, la comisión fija, la prima de seguros y la contribución de solidaridad– no son acreditados a la cuenta individual de capitalización del afiliado, y por lo tanto no entran en el cálculo habitual de la rentabilidad del fondo, el cual considera el pago de la aportación como el único costo para el afiliado. Sin embargo, pensamos que si bien parece razonable excluir la prima de seguros y la contribución de solidaridad de dicho cálculo, tanto la comisión fija como la comisión variable deberían ser tomadas en cuenta al momento de calcular la rentabilidad nominal neta de un fondo de pensiones.

¹ Hemos subrayado los términos que en adelante vamos a usar para identificar cada una de las cuatro partes en que se divide el pago total realizado por un afiliado a una AFP.

² Lo cual no implica que las AFP's se hayan olvidado del asunto. Como cualquier afiliado al SPP puede notar en sus estados de cuenta, estos incluyen un rubro "comisión por saldos administrados" que, por el momento, aparece en blanco.

Cuadro 1

Costos del Sistema de Pensiones para el Afiliado (Promedios Simples del Sistema)

Mes a/	Comisión Fija. (S/.)	Comisión Var. (% Remuner)	Prima de Seg. (% Remuner)	Aportación (% Remuner)	Com. Solidar (% Remuner)
1993 Junio	0,90	1,18	2,30	11	1
Julio	0,88	0,64	2,25	11	1
Agosto	0,88	0,64	2,25	11	1
Septiembre	0,88	0,64	2,25	11	1
Octubre	0,88	0,64	2,25	11	1
Noviembre	0,88	0,64	2,25	11	1
Diciembre	0,88	0,64	2,25	11	1
1994 Enero	0,93	1,73	2,25	11	1
Febrero	0,93	1,73	2,25	11	1
Marzo	1,04	1,75	2,25	11	1
Abril	1,04	1,79	2,23	11	1
Mayo	1,04	1,79	2,18	11	1
Junio	1,04	1,79	2,18	11	1
Julio	1,26	1,91	2,15	11	1
Agosto	1,38	1,91	2,15	11	1
Septiembre	1,45	1,91	2,08	11	1
Octubre	1,45	1,93	2,04	11	1
Noviembre	1,45	1,99	2,04	11	1
Diciembre	2,52	2,05	1,96	11	1
1995 Enero	2,52	2,05	1,96	11	1
Febrero	2,77	2,10	1,62	11	1
Marzo	3,02	2,15	1,60	11	1
Abril	3,77	2,25	1,60	11	1
Mayo	3,77	2,25	1,60	11	1
Junio	3,91	2,29	1,60	11	1
Julio b/	3,31	1,94	1,35	11	-
Agosto	3,31	1,94	1,23	8	-
Septiembre	3,31	1,94	1,22	8	-
Octubre	3,31	1,98	1,17	8	-
Noviembre	3,31	1,98	1,17	8	-
Diciembre	3,31	1,98	1,14	8	-
1996 Diciembre	3,04	2,02	1,26	8	-
1997 Diciembre	-	2,34	1,38	8	-
a/ Corresponde al mes de devengue, es decir, aplicable sobre la Remuneración Asegurable de ese mes y pagadera en los primeros días del mes siguiente					
b/ A partir de la remuneración de julio de 1995, las comisiones y primas de seguros están exoneradas del I.G.V. (Ley N° 26504)					
Fuente: SAFP Boletín Informativo Mensual Enero 1996					

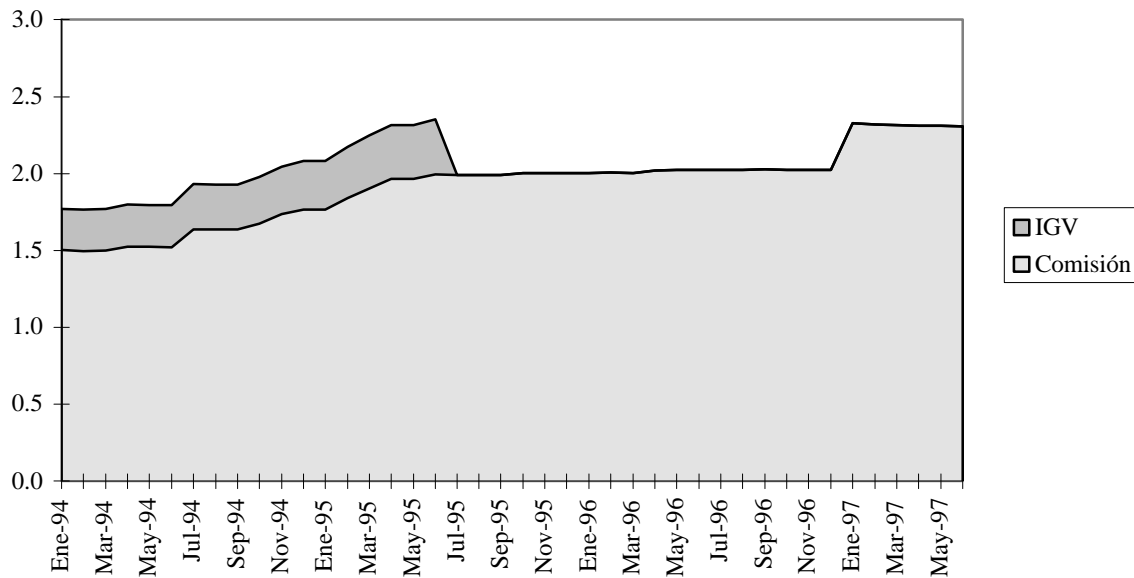
El hecho que las comisiones cobradas por las AFP's hayan pagado IGV –fueron exoneradas del IGV sólo en julio de 1995– hace de interés distinguir qué porción de lo pagado por el afiliado era captada por la AFP y qué porción era captada por el gobierno central en la forma de impuestos. En el Gráfico 3 se puede ver este asunto –en este gráfico Comisión es el promedio de las comisiones de cada AFP ponderadas por recaudación a cuenta del afiliado de cada AFP entre recaudación a cuenta del afiliado del SPP–; se ve allí claramente como la eliminación del IGV en julio de 1995 representa un ahorro para los afiliados, pero también como, en enero de 1997 al eliminarse el cobro de la comisión fija, y ser las AFP exoneradas dicho mes del cumplimiento de la regulación que impone un tope al aumento de las comisiones variables durante un mes dado, se observa un salto en las comisiones variables cobradas por las AFP, de tal manera que la situación final es una en que los afiliados parecen estar pagando el IGV a las AFP's.

3.2. Los Bonos de Reconocimiento

Otra aspecto de interés de las reglas de juego del SPP es el concerniente a los Bonos de Reconocimiento. Es importante enfatizar en este caso dos asuntos: primero, el método seguido para determinar el monto de los bonos de reconocimiento pagados a un afiliado al sistema público y que decidió trasladarse al SPP y, segundo, la rentabilidad de estos bonos. Sobre el primer asunto, parece claro que dicho método más buscaba ahorrar tiempo y dinero que reconocer las aportaciones realizadas por los afiliados. Sobre el segundo asunto, debe remarcarse que los afiliados deben contentarse con una rentabilidad real nula de dichos bonos, de tal manera que si el SPP tuviera una rentabilidad real positiva, la inclusión de los Bonos de Reconocimiento implicaría una reducción de dicha rentabilidad.

Gráfico 3

Costo Promedio de la Comisión Variable para el Afiliado al SPP
(% de la Remuneración Asegurable)



3.3. Las Inversiones del SPP

Un aspecto usual de las normas que rigen fondos de pensiones, y cualquier otra institución financiera, son los límites a los diferentes tipos de inversiones que constituyen los activos de estos fondos. El Cuadro 2 presenta la evolución de los límites máximos a dichas inversiones desde el inicio de las operaciones del SPP hasta 1997, mientras que el Cuadro 3 hace un seguimiento de la estructura de la cartera de inversiones del SPP durante el mismo período. Un examen del primero nos hace notar que la denominación del activo en moneda nacional o extranjera no es uno de los criterios empleados para fijar los límites máximos de inversiones, mientras que un examen del rubro Depósitos a Plazo del segundo cuadro revela una rara preferencia de las AFP's por depósitos en soles. De manera más general, a pesar de la creciente importancia de la inversión en acciones de la Bolsa de Valores de Lima y en bonos de empresas no financieras, es fácil notar que los bancos y las empresas financieras en general siguen siendo los principales interlocutores del SPP. Ha esto ha contribuido la decreciente, y ahora casi nula participación de los Valores del Gobierno Central y del Banco Central, en la cartera del SPP, tal como se puede observar en el Cuadro 3.

Cuadro 2

Límites Máximos de Inversiones de los Fondos de Pensiones (% del Valor del Fondo)

	D.L 25897 Art 25 6-Dic-92	DS 150- 95-EF 1-Dic-95	Circ. 040- 95-EF/90 22-Dic-95	Circ. 038- 96-EF/90 21-Nov-96	Circ. 024- 97-EF/90 11-Jul-97	
Inst. Límites Individuales						
A	Valores del Gobierno Central	25.0	30.0	30.0	30.0	30.0
B	Valores BCRP	25.0	30.0	30.0	30.0	30.0
C	Depósitos a Plazo y otros del S.F.	25.0	30.0	30.0	30.0	30.0
d	Bonos Sistema Financiero	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
e	Instrumentos Financieros de C.P.	10.0	10.0	10.0	10.0	15.0
f	Bonos Empresas Privadas	25.0	35.0	35.0	35.0	40.0
g	Acciones en BVL	-	-	-	-	35.0
g1	- Acciones Comunes	10.0	20.0	20.0	35.0	-
g2	- Acciones del Trabajo	10.0	20.0	20.0	35.0	-
h	Cert Suscripción Preferente	10.0	10.0	3.0	3.0	3.0
i	Operaciones de Reporte	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
j	Productos Derivados	10.0	10.0	0.1	0.1	0.1
k	Cuotas de Fondos Mutuos	10.0	10.0	3.0	3.0	15.0
l	Instrumentos del Exterior	5.0	10.0	5.0	5.0	5.0
m	Nuevos Proyectos	5.0	10.0	4.0	4.0	4.0
n	Letras Hipotecarias	-	-	40.0	40.0	-
n1	- Inst Hip. Bancarios y Financ.	-	-	-	-	15.0
n2	- Inst Hip. Otras Entidades	-	-	-	-	40.0
o	Bonos Subordinados del S.F.	-	-	15.0	15.0	15.0
p	Pagarés Avalados	-	-	10.0	10.0	-
p1	- Pagarés Empresas Financieras	-	-	-	-	5.0
p2	- Pagarés Otras Entidades	-	-	-	-	5.0
q	Activos Titulizados	-	-	-	-	10.0
Límites Conjuntos						
a+b		40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
c+d		30.0	40.0	40.0	40.0	-
c+d+p1		-	-	-	-	40.0
g1+g2+h+i+j+k		30.0	35.0	30.0	35.0	-
o+n1		-	-	-	-	40.0
n1+n2		-	-	-	-	40.0
e+i		-	-	-	-	20.0
g+j+q		-	-	-	-	35.0
Sub-límites						
a	Bonos Brady	-	-	-	-	5.0
f	Inst. de Inversión Estructurados	-	-	-	-	4.0
k	Fondos Mutuos de Inversión	-	-	-	-	3.0
k	Fondos de Inversión	-	-	-	-	12.0

Fuente: Normas legales

Cuadro 3
Estructura de Cartera de Inversiones del SPP por Tipo de Instrumento
 (% del Total del Valor del Fondo)

	Dic-93	Dic-94	Dic-95	Dic-96	Jun-97
Valores Gobierno Central	13.2	6.0	1.7	0.6	0.4
Valores BCRP	20.0	20.0	20.5	0.0	0.0
Depósitos a Plazo:	64.0	33.6	27.0	25.0	28.3
- en Nuevos Soles	63.0	32.3	25.7	20.4	19.9
- en Dólares	1.0	1.3	1.3	4.6	8.4
Bonos Arrend. Financiero	2.8	10.5	9.0	4.9	4.9
Bonos de Empresas No Finan.	0.0	3.3	9.5	22.1	16.2
Acciones en BVL	0.0	14.1	18.1	31.9	34.8
- Comunes	0.0	8.4	11.8	24.1	26.2
- de Trabajo	0.0	5.7	6.3	7.8	8.6
Operaciones de Reporte	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
Letras Hipotecarias	0.0	1.3	0.6	0.6	0.5
Bonos Subordinados	0.0	9.7	12.7	13.3	11.1
Pagarés Avalados	0.0	0.0	0.8	1.5	3.3
Papeles Comerciales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Cuenta Corriente	0.0	1.0	0.0	0.2	0.4
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Memorias y Boletines Mensuales SAFF.

3.4. Los Traspasos

Una de las críticas más frecuentes que se hacen a los Sistemas Privados de Pensiones es la tendencia de estos sistemas a encarecer el costo de la recaudación vía la competencia por afiliados entre ellas. De hecho, Ramos (1997) afirma que una "AFP típica" gasta un 20% de lo que recauda en intentar quitarle afiliados a otras por medio de publicidad (p. 27).

Los traspasos entre AFP's empezaron a permitirse en noviembre de 1995 (abril de 1996, según Memoria SAFF 1996, p.128). Hay una resolución 546-96-EF/SAFF de 25 de diciembre 1996 y un DLeg. 874 de 5 de noviembre de 1996 que establecen un mecanismo para que las AFP's reduzcan comisiones a afiliados que no se traspasan, pero dudamos que las AFP estén haciendo uso de estos mecanismos. En todo caso, el costo de traspaso fue aumentado en octubre–noviembre de 1996 de 40 a 80 soles como retribución a la AFP de origen

3.5. Las Prestaciones

Son cuatro las prestaciones que otorga el SPP a sus afiliados y familiares: pensiones de jubilación, pensiones de invalidez, pensiones de sobrevivencia, y gastos de sepelio. Se debe distinguir entre aquellas prestaciones pagadas a cuenta del fondo de capitalización individual y aquellas pagadas por una compañía de seguros (invalidez y sobrevivencia, según entendemos)

Los riesgos de invalidez y sobrevivencia, así como gastos de sepelio, a opción de las AFP's, pueden ser administrados por ellas mismas o por compañías de seguros, y si la AFP opta por no administrar dichos riesgos, los trasladará mediante concurso a una compañía de seguros, o a la que el afiliado designe. Si la AFP opta por la administración directa debe constituir un fondo complementario con aportes de los afiliados y su respectiva rentabilidad, que servirán para cubrir los siniestros. Si la siniestralidad fuera inferior, los excedentes pasan a integrar el Fondo. En caso contrario la AFP queda obligada a cubrir la diferencia con sus propios recursos.

El afiliado tiene derecho a una **pensión de jubilación** al cumplir los 65 años de edad, o antes de esa edad siempre que haya acumulado en su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), fondos que le permitan obtener una pensión igual o mayor al 50% del promedio de sus 120 últimas remuneraciones percibidas. Existen dos modalidades básicas de pensión de jubilación : el retiro programado y la renta vitalicia. En el primer caso, la pensión es administrada por una AFP, recibiendo el afiliado pagos mensuales contra el saldo de su fondo acumulado hasta que éste se extinga. En el segundo caso se distingue entre una renta vitalicia familiar -cuando el afiliado, a cambio del saldo total de su CIC, contrata directamente con una compañía de seguros una renta mensual hasta su fallecimiento, y el pago de pensiones de sobrevivencia para sus beneficiarios- y una renta vitalicia personal -cuando el afiliado, a cambio del saldo total de su CIC, contrata con una AFP una renta mensual hasta su fallecimiento, sin derecho a pensiones de sobrevivencia. Existe también la posibilidad de un tercer caso, cual es el de la renta temporal con renta vitalicia diferida, que es una combinación de retiro programado con renta vitalicia.

La **pensión de invalidez** es la pensión que pagan las compañías de seguros a los afiliados que queden en condición de invalidez total o parcial, sea temporal o permanentemente. La condición de invalidez es dictaminada por el Comité Médico de las AFP.

La **pensión de sobrevivencia** es la pensión a que tienen derecho los beneficiarios de un afiliado fallecido. Los beneficiarios pueden ser: cónyuge, hijos menores de edad o incapacitados, y los padres que sean mayores de 65 años, o que sean inválidos, o que hayan dependido económicamente del fallecido, o que tengan ingresos inferiores al 25% de la pensión de sobrevivencia que eventualmente les correspondería.

Los **gastos de sepelio** son reembolsados a los deudos por la AFP a que estaba afiliado el fallecido, hasta por un tope fijado por la SAFP.

Debe agregarse que el SPP peruano no contempla el pago de pensiones mínimas a aquellos afiliados que, por haber percibido bajas remuneraciones o por haber estado afiliado al SPP por un período relativamente corto, no hayan acumulado un fondo lo suficientemente elevado como para permitirles una pensión

3.6. Las AFP's y la Superintendencia de AFP

Aunque el art.16 de la Ley 25897 que creó el SPP buscaba restringir en alguna medida la participación de las empresas bancarias, financieras y de seguros en el accionariado de las AFP, en la realidad ha ocurrido que de las ocho AFP originalmente creadas, las cinco que han sobrevivido están claramente ligadas a un grupo bancario –Horizonte al Continental, Integra al Wiese, Profuturo al Citibank, Nueva Vida al Santander, y Unión al Crédito–,³ mientras que las tres AFP que cayeron en el camino –Megafondo, Providencia y El Roble– no estaban claramente ligadas a un grupo bancario, doméstico o extranjero, de importancia.

³ Ver Memoria SAFP 1997, Cuadro 62.

3.7. Otros Sistemas de Pensiones

Un asunto que requiere de alguna atención es la subsistencia de sistemas de pensiones paralelos al sistema público y al SPP, tales como la Caja del Pescador y la Caja Militar Policial, y otros. Es importante el estudio de las reglas de juego que gobiernan y la rentabilidad que alcanzan estos sistemas –la SBS no publica ninguna información en sus memorias sobre ellos–, en parte porque ellos también representan una restricción al crecimiento del SPP.

4. **LA RENTABILIDAD NETA DEL SPP**

La eficiencia de un sistema de pensiones podría verse desde el ángulo de lo que Tobin (1984) denomina valoración fundamental o seguridad plena, pero ello tendría más sentido si es que la afiliación a los fondos de pensiones fuese totalmente voluntaria, no siendo éste el caso con el Sistema Privado de Pensiones (SPP). Vamos a mirar el asunto, entonces, desde el punto de vista de la eficiencia funcional, y en este caso lo que interesa es la rentabilidad real del SPP para sus afiliados.

Durante los dos primeros años del funcionamiento del Sistema Privado de Pensiones –esto es, entre julio de 1993 y junio de 1995– el valor de la cuota de un afiliado pasó de 10 a 16 soles, aproximadamente. Dichas cifras parecerían indicar un rendimiento nominal total de 60% para un período de casi dos años, esto es, 25% anual en soles. Sin embargo, esta manera de medir la rentabilidad de los fondos de pensiones no toma en cuenta el monto total de los pagos mensuales de los afiliados a una AFP, sino solamente una parte de dichos pagos. Por otro lado, también se necesita tomar en cuenta las prestaciones que las AFP's ya están otorgando a algunos de sus afiliados, más precisamente, el pago de pensiones de jubilación. En resumen, además del valor del Fondo, se requieren las series con la información sobre aportaciones realizadas por los afiliados, comisiones cobradas por las AFP, y pensiones pagadas por estas últimas.

4.1 El Método de Cálculo de la Rentabilidad Neta de los Fondos

Una vez que contamos para cada AFP con las tres series –montos mensuales por concepto de aportación (A), comisión variable y comisión fija (C), y pensiones de jubila-

ción pagadas (P)–, podemos calcular las tasas correspondientes de rendimiento, comparando de manera apropiada estas tres series con el valor del fondo al final del n-ésimo mes de funcionamiento del sistema (VF_n). Esta comparación la hacemos usando la siguiente ecuación:

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

donde los términos A, C, P y VF ya han sido definidos en el párrafo anterior, aunque debe aclararse que, en este caso, el término A incluye la redención de los bonos de reconocimiento y las transferencias entre las AFP por los traspasos de sus afiliados (ver Memoria SAFP 1996, p. 41). El subíndice i denota el mes correspondiente, siendo igual a uno para agosto de 1993, e igual a 53 para diciembre de 1997 (esto es, n es igual a 53). Finalmente, r denota tasa interna de retorno o tasa de rendimiento mensual,⁴ y es la incógnita de la ecuación (1), la cual es resuelta por tanteo.

Sin embargo, como no sólo nos interesa hacer el cálculo de la rentabilidad acumulada para los 53 meses de funcionamiento del SPP, sino también para determinados subperíodos al interior de esos 53 meses, la ecuación pertinente si es queremos medir la rentabilidad alcanzada entre el n-ésimo y m-ésimo mes de funcionamiento de una AFP (o del SPP) sería la siguiente :

$$\sum_{i=1}^{n-m} (A_{m+i} + C_{m+i} - P_{m+i})(1+r)^{n-m-i} + VF_m (1+r)^{n-m} = VF_n \quad (2)$$

El uso de la ecuación (2) es importante porque nos permite hacer un seguimiento a través del tiempo de las tasas de rendimiento de los fondos de pensiones. Mientras las comisiones sigan siendo un porcentaje fijo de las aportaciones, y no del valor del fondo, es de esperar que dichas tasas mejoren a través del tiempo, pero lo más probable es que al crecer el valor del fondo las AFP's empiecen a cobrar también una comisión que sea porcentaje del valor del fondo administrado.

⁴ Si r fuese la tasa de interés anual, la única modificación que habría que hacer sería cambiar el exponente de (1+r) a (n-i)/12.

4.2 Los Resultados

Antes de presentar los resultados es importante aclarar que las ecuaciones (1) y (2) suponen que la serie C (comisiones) es neta de impuestos, esto es, no incluye el Impuesto General a las Ventas (IGV) que pudiera haberse pagado por ese concepto. Por otro lado, la serie P (pensiones) incluye sólo el pago de pensiones de jubilación, pues se entiende que el pago de pensiones de invalidez y sobrevivencia son cubiertas por el seguro, cuya prima tampoco es incluida en el cálculo de r .

Nuestro comentario respecto a los impuestos –a lo que deberíamos agregar la omisión de otros pagos como la Contribución de Solidaridad- nos debe llevar a enfatizar que la variable r en las ecuaciones (1) y (2) no mide la rentabilidad neta **percibida por los afiliados**, sino solamente la rentabilidad neta **producida por el SPP**, la cual, dada la existencia de impuestos y contribuciones de solidaridad, debe ser mayor a la percibida por los afiliados.

Por último, debemos señalar que el mayor problema que se tuvo fue en relación al monto mensual de pensiones de jubilación pagadas por cada AFP. El problema surge porque, por alguna razón que no explica, la SAFP no publica las cifras mensuales correspondientes a dichos flujos, sino que se limita a publicar cifras sobre el número y monto promedio de pensiones en el primer mes de liquidación. Estas pensiones, que se empezaron a pagar en febrero de 1995, sin embargo, pueden acumularse –asumiendo que se continúan pagando, y por el mismo monto, hasta el final del período considerado- y encontrarse así los flujos mensuales correspondiente a cada AFP. (ver Cuadro 4)

Al efectuar los cálculos envueltos en la ecuación (1), encontramos que los resultados no son muy positivos para el Sistema Privado de Pensiones. Durante el período agosto 1993-diciembre 1994, todas las AFP presentan rendimientos **nominales** acumulados negativos que fluctúan entre -4.18%, en el caso de la AFP Integra, y -8.29% en el caso de la AFP El Roble (ver Cuadro 5). Estos rendimientos negativos continúan hasta junio de 1995, pero no son presentados en el cuadro. Esto es, el monto total acumulado de los pagos es menor que el valor presente del fondo. Puesto de otra manera, las comisiones cobradas por las AFP son de un monto mayor que el rendimiento logrado con los fondos que ellas administran.

Cuadro 4

Montos Estimados Mensuales de Pensiones de Jubilación Pagadas por el SPP (Nuevos Soles)

	Hori- zonte	Integra	N.Vida	Pro- futuro	El Roble	Unión	TOTAL
Dic-94							
Ene-95							
Feb-95						384	384
Mar-95						384	384
Abr-95						395	395
May-95		1,399	1,024			395	2,818
Jun-95		1,399	1,024			395	2,818
Jul-95	1,020	1,437	1,052			406	3,915
Ago-95	1,869	3,105	1,052			406	6,432
Sep-95	3,438	3,869	1,822			406	9,535
Oct-95	4,809	4,364	1,858			414	11,445
Nov-95	6,603	5,588	1,858	882		414	15,345
Dic-95	7,563	6,431	1,858	1,593		414	17,859
Ene-96	9,443	9,089	1,858	1,593	0	414	22,397
Feb-96	9,443	10,678	1,858	2,415	0	2,475	26,869
Mar-96	9,443	13,949	1,858	4,601	0	2,475	32,326
Abr-96	9,443	17,021	4,297	7,842	0	2,475	41,078
May-96	11,771	22,469	11,267	10,026	0	6,276	61,809
Jun-96	21,134	26,027	14,573	14,471	0	11,801	88,006
Jul-96	23,870	34,905	15,681	18,176	0	16,885	109,517
Ago-96	28,998	42,730	17,551	25,859	0	16,885	132,023
Sep-96	29,698	48,371	21,743	28,150	0	17,683	145,645
Oct-96	30,556	59,491	21,743	35,141	0	19,047	165,978
Nov-96	31,743	66,236	21,743	38,529	0	21,947	180,198
Dic-96	39,607	68,038	22,609	48,240	0	28,074	206,568
Ene-97	42,377	86,434	23,530	81,060	0	37,020	270,421
Feb-97	49,468	108,514	28,446	84,872	0	46,400	317,700
Mar-97	57,618	128,482	29,036	109,875	0	52,958	377,969
Abr-97	61,266	145,702	32,882	151,338	0	60,653	451,841
May-97	67,602	158,542	35,156	180,939	0	64,233	506,472
Jun-97	76,534	164,352	40,399	237,671	0	72,828	591,784
Jul-97	82,479	175,278	46,293	286,083	0	83,826	673,959
Ago-97	92,721	183,330	52,273	301,273	0	88,302	717,899
Sep-97	94,167	193,660	60,148	308,610	0	90,750	747,335
Oct-97	94,333	196,831	64,096	324,738	0	95,470	775,468
Nov-97	97,229	201,655	66,166	325,782	0	102,180	793,012
Dic-97	103,253	204,934	66,724	332,866	0	107,140	814,917

Fuentes: 1995: Memoria SAFP 1995, Cuadro 24

1996: Memoria SAFP 1996, Cuadros 27 y 30

1997: Memoria SAFP 1997, Cuadros 28 y 31.

Series han sido estimadas de la manera como se explica en el texto.

Estos cálculos se ha realizado luego para cada uno de los tres años subsiguientes, buscando confirmar la posibilidad de una mejora de la rentabilidad durante los períodos más recientes. Como podemos ver en el Cuadro 5, todas las AFP's mejoran su rentabilidad en los períodos subsiguientes. Esta tendencia a mejorar debe ser resultado del menor porcentaje de un creciente fondo que representan las comisiones cobradas por las AFP's. La mejor rentabilidad durante los tres últimos años, sin embargo, aunque es clara, no es del todo satisfactoria si la medimos en términos reales usando el IPC de Lima como deflator, y sería aun menos si usáramos algún índice de precios de activos financieros –por ejemplo, el índice la Bolsa de Valores de Lima– como deflator.

Cuadro 5

Rentabilidad Nominal Neta del SPP: 1993-1997 (Tasas Porcentuales Anuales)

	1993-94	1995	1996	1997	1993-97
Horizonte	-7.23	2.38	3.35	6.36	0,27
Integra	-4.18	1.63	5.67	7.61	1,93
Nueva Vida	-6.73	0.84	2.28	-45.35	-14.11
Profuturo	-6.75	2.97	8.23	8.28	2.03
El Roble	-8.29	-1.53	2.50	-	-
Unión	-6.65	2.08	1.94	6.40	0.10
SPP	-6.16	1.83	4.74	1.75	-0.18

Nota: Horizonte incluye Megafondo, N.Vida incluye Providencia, y Profuturo incluye El Roble en 1997.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFP.

Nuestros resultados, además, están en clara contradicción con los encontrados por la SAFP, tal como se puede ver en el Cuadro 6. La última fila de dicho cuadro es igual a la última del Cuadro 5 deflatada por el IPC de Lima del año correspondiente.

Cuadro 6

Rentabilidad Real Anual del SPP según la SAFP y según Nuestros Cálculos (Tasas Porcentuales)

	1993-94	1995	1996	1997
SAFP	9.02	5.55	5.83	11.1
Nuestros Cálculos	-17.9	-8.3	-3.5	-4.45

Fuente: SAFP y cálculos propios.

Si la manera como planteamos la ecuación (1) y llegamos a los resultados presentados en el Cuadro 5 no es muy clara, o resulta muy complicada para algunos, existe una forma más sencilla de ilustrar la casi nula rentabilidad nominal del SPP. Este nuevo método es presentado en el Cuadro 7, donde se presentan los totales anuales de dos flujos básicos: el rendimiento del fondo, y el costo de su administración (comisión fija + comisión variable). Como se puede ver en dicho cuadro, de un rendimiento acumulado de 984 millones de soles, las AFP's "capturaron" por medio de las comisiones casi 945 millones, lo cual arroja un rendimiento neto durante los cuatro años y medio de funcionamiento del SPP de sólo 39 millones de soles. En otras palabras, las AFP's se quedaron con el 96% de la rentabilidad que generaron.⁵

Cuadro 7
Rendimiento Neto Anual del SPP, 1993-1997
(Millones de soles)

Año	Rendimiento	Costo	Rendimiento Neto	Costo/Rendimiento
1993	4.282	1.271	3.011	29.7%
1994	49.852	70.182	-20.330	140.8%
1995	154.941	138.177	16.764	89.2%
1996	255.842	212.118	43.724	82.9%
1997	519.131	523.160	-4.029	100.8%
Total	984.048	944.908	39.140	96.0%

Fuente: SAFP. Cálculos nuestros.

Un primer factor que explica la rentabilidad neta real negativa del SPP son comisiones excesivamente altas cargadas por las AFP's: en promedio, de cada 100 soles aportados por un afiliado –excluyendo primas de seguros–, las AFP retienen más de 20 soles por pago de comisiones. Esta situación se agravó a partir de 1995, primero, con la reducción de la aportación del afiliado de 11% a 8% de sus ingresos y la eliminación del IGV a las comisiones, y luego, en enero de 1997, con el aumento de la comisión variable de 2.02% a 2.33% (porcentaje, nuevamente, del salario del afiliado). Todos estos cambios contribuyeron a aumentar el porcentaje de la contribución del afiliado que es capturado por la AFP, y afectan de manera severa la rentabilidad potencial del SPP. El

⁵ Debemos recalcar que los resultados numéricos que se pueden inferir del Cuadro 7, basado en flujos anuales, no son estrictamente comparables con los del Cuadro 5, basado en la comparación de stocks con flujos mensuales.

argumento de los defensores del sistema en su actual forma es que este problema debe solucionarse con el tiempo, al ser la comisiones un porcentaje de las aportaciones y no del valor del fondo. Sin embargo, no hay, por supuesto, **ninguna garantía** de que más adelante no se cobren comisiones que sean un porcentaje del valor del fondo y no solamente de la aportación.

Otro factor, distinto al de la magnitud de las comisiones, parece ser, sin embargo, uno de escala de operaciones; tal es así que las dos AFP's menos rentables hasta 1996 eran precisamente las dos AFP más pequeñas –Nueva Vida y El Roble, que en junio de 1995 controlaban el 5.1% y el 7%, respectivamente, del fondo nacional de pensiones–, mientras que las dos AFP más rentables –Unión e Integra– controlaban casi el 50% del fondo total de pensiones entre ambas (ver Cuadro 8).

Cuadro 8

División del Fondo de Pensiones Total entre las AFP (Enero 1995) (Porcentajes)

AFP	Participación
Horizonte-Megafondo	24.0
Integra	30.2
Nueva Vida-Providencia	5.3
Profuturo	15.3
El Roble	7.1
Unión	18.1
TOTAL	100.0
Fuente: SAFP.	

A pesar de la importancia de los problemas de las altas comisiones y la aún reducida escala de operaciones de las AFP, no podemos dejar de mencionar un tercer asunto, cual es el de la manera como está invertido el dinero de los afiliados. Los Cuadros 2 y 3 presentaron la composición de la cartera de inversiones del SPP por tipo de instrumento, además de los límites legales correspondientes. No puede dejar de llamar la atención, en este caso, la importancia de los depósitos en bancos, que bordea el 50% de la cartera total si incluimos depósitos a plazo, bonos, letras hipotecarias y bonos subordinados. Además, debemos anotar, comparando el Cuadro 2 con el Cuadro 3, que los límites que

están más cerca de ser sobrepasados son aquellos referidos a depósitos, bonos y bonos subordinados del sistema financiero.

Esto último nos lleva a recordar que las AFP's están muy ligadas a los bancos locales (AFP Unión con el Banco de Crédito, etc.), y que una manera de ver la situación es que los bancos están utilizando a las AFP para captar fondos. Sin embargo, debemos también tener en cuenta que hasta junio de 1995 sólo había un total de 54 instrumentos clasificados en los cuales podían invertir las AFP; 41 de ellos en las categorías I y II, las clasificaciones más altas, y que implican una aceptable probabilidad de cumplimiento de las obligaciones por parte del deudor (SAFP: 1995).

5. LA RENTABILIDAD EN EL LARGO PLAZO

Los cálculos de rentabilidad presentados no son necesariamente representativos en el largo plazo. Las bajas –e incluso negativas– tasas de rendimiento observadas obedecen parcialmente al hecho que las comisiones cobradas por las AFP son desproporcionadamente altas en relación al fondo acumulado por cada afiliado, pero este factor debe en alguna medida revertirse en el largo plazo, si es que asumimos que las comisiones no se convertirán en un porcentaje del valor del fondo. De esta manera, en el mediano y largo plazos, las tasas de rentabilidad del SPP deben mejorar. Lo que sigue a continuación es un intento de estimar en cuánto van a mejorar dichas tasas.

Definamos:

VF_n = Valor del Fondo en el período n

$$VF_n = \sum_{i=1}^n W_i a_i (1+r)^{n-i}$$

donde W_i es el salario, a_i es la tasa de aportación, r la tasa de rentabilidad promedio. Si, además de r , W_i y a_i permanecen constantes, la expresión para VF_n se debe simplificar a:
 $W*a[(1+r)^n - 1]/r$

VPD_n = Valor Presente de Descuentos hasta el período n

$$VPD_n = \sum_{i=1}^n W_i(a_i + c_i)(1+p)^{n-i}$$

donde W_i es el salario, a_i es la tasa de aportación, y c_i es la comisión cobrada por la AFP, como fracción del salario, de tal manera que $W_i(a_i + c_i)$ es el monto total descontado cada período, esto es, aportación mas comisiones. Finalmente, π es nuestra incógnita, esto es, el rendimiento verdadero. El valor de esta incógnita lo encontramos igualando VF a VPD para un n dado. La solución se debe encontrar por tanteo. En las expresiones para VF y VPF no se ha considerado una tasa de crecimiento nominal del salario, g , como sí se hace en el Cuadro 9, donde también se consideran a_i , c_i y r como constantes dadas, con valores para a y para c actualmente vigentes en el SPP, y con un r que consideramos como un valor plausible de largo plazo (y muy parecido a la rentabilidad nominal bruta actual del SPP).

Un primer asunto a notar en el Cuadro 9 es que, efectivamente, a mayor el plazo mayor la rentabilidad neta, Sin embargo, también se encuentra una relación inversa, aunque menos marcada, entre la tasa de crecimiento de los salarios nominales y la tasa de rentabilidad neta: una mayor tasa de crecimiento de salarios nominales reduce la tasa de rentabilidad neta. En resumen, resulta que lo que podemos esperar, en un plazo de 15 a 25 años, es que la rentabilidad nominal neta en soles del SPP sea de entre 10 y 12% anual. Este resultado, debemos anotar, podría no ser muy auspicioso en términos reales, o, en todo caso, no se compara muy favorablemente con la tasa de interés que paga la banca comercial.

Cuadro 9

**Proyección de la Rentabilidad Nominal Neta de un SPP con Aportación = 8%,
Comisiones = 2% y Rentabilidad Nominal Bruta = 15%**
(Tasas Anuales)

Tasa de crecimiento de Salarios:	0%	5%	10%
Rentabilidad (%) luego de:			
5 Años	-0,07	-1,35	-2,00
10 Años	7,72	7,19	6,59
15 Años	10,52	10,09	9,54
20 Años	11,86	11,52	11,03
25 Años	12,62	12,35	11,92

Fuente: Cálculos propios. Tasas Aproximadas

6. COMPARACIÓN CON EL SISTEMA CHILENO

Una manera de examinar qué tan bien marcha nuestro SPP es compararlo con el sistema chileno, sistema que sirvió de modelo al momento de diseñar el sistema peruano. Un resumen de las características de estos dos sistemas a fines de 1995 es presentado en el Cuadro 10. En cuanto a la escala de operaciones, podemos notar que el sistema chileno es cinco veces más grande que el peruano si es que usamos el número de afiliados, pero 40 veces más grande si es que usamos el valor del fondo acumulado. El fondo peruano, sin embargo, por el mismo hecho de ser más pequeño, parece crecer más rápido en términos relativos: mientras que la recaudación mensual representaba un 3.58% del valor del fondo en el caso peruano, en el caso chileno ésta representaba sólo un 0.87% del valor del fondo.

En lo concerniente al costo para el afiliado, podemos ver en el Cuadro 10 que si bien el costo total como porcentaje del ingreso es menor para los afiliados peruanos ($8\% + 3.71\% = 11.71\%$) que para los chilenos ($10\% + 3.28\% = 13.28\%$), la porción de la contribución, o costo, total que es capturada por la AFP o la compañía de seguros es mayor en el caso peruano; así, mientras que, en el Perú, de cada 100 soles pagados por el afiliado 31,65 soles van a manos de la AFP o la compañía de seguros, en el caso chileno esta cifra es de 24,68 pesos de cada 100 pagados. Esto resulta, por un lado del costo ligeramente mayor de las comisiones y la prima en el caso peruano, pero sobre todo por la diferencia en las tasas de aportación: 8% en el caso peruano vs. 10% en el caso chileno.

En cuanto a la estructura de la cartera, debemos destacar algo que ya hemos mencionado previamente: en el caso peruano es muy importante el peso de los recursos en general depositados en el sistema financiero –bancos, básicamente–; en el caso chileno, por otro lado, destaca la mayor importancia de los recursos usados para comprar valores del gobierno central y del Banco Central, por un lado, y para la compra de acciones, por otro lado.

Por otro lado, en cuanto a algunos indicadores de la eficiencia de los sistemas de pensiones, las cifras presentadas en el Cuadro 10 nos sugieren que también en este aspecto el sistema chileno aventaja al peruano: para empezar, mientras la rentabilidad real acumulada del sistema peruano en el período 1993-1995 fue oficialmente de 7,66% anual, en el caso chileno esta tasa fue mucho mayor, 12,80%, aunque está referida a un período más largo (1981-1995).⁶ Finalmente, la concentración del sistema peruano es también mayor que la del sistema chileno: mientras que en el Perú las tres AFP más grandes controlan casi $\frac{3}{4}$ partes del fondo total acumulado, en el caso chileno, las tres AFP más grandes sólo controlan la mitad. Esto sugiere un mayor nivel de competencia entre las AFP chilenas.

Al respecto señala Ayala (1996): “[En Chile] el costo de entrada a la industria no es muy alto y existe una competencia muy intensa. Como resultado, las comisiones han disminuido del 23% de las contribuciones al comienzo hasta un 15%, y del 14% del total de los recursos administrados hasta un 2.5%” (p. 26)

⁶ Estas tasas están calculadas tomando en cuenta el rendimiento bruto y la inflación doméstica, pero sin tener en cuenta los costos por comisiones.

Cuadro 10

Cuadro Comparativo de los SPP Peruano y Chileno

	Perú	Fecha	Chile	Fecha
Escala de Operaciones:				
- Inicio de Operaciones	Junio 1993	-	Julio 1981	-
- Número de AFP a/	6	ene-96	18	oct-95
- Número de Afiliados (miles)	1 153,3	ene-96	5 193,6	oct-95
- Número de Cotizantes (miles)	n.d.	-	2920,4	oct-95
- Valor Total del Fondo (millones US\$)	580,6	dic-95	23 865,8	nov-95
- Recaudación Mensual (millones US\$)	20,8	oct-95	206,5	oct-95
Costo para el Afiliado (% Ing. Mensual):				
- Aportación b/	8,00	dic-95	10,00	feb-96
- Comisión Variable (promedio simple AFP)	1,98	dic-95	3,10	feb-96
- Comisión Fija c/	0,59	dic-95	0,17	feb-96
- Prima de Seguros d/	1,14	dic-95	0,00	feb-96
- Comisiones + Prima	3,71	dic-95	3,28	feb-96
- Comisiones + Prima como % del Costo Total	31,65	dic-95	24,68	feb-96
Estructura de Cartera (% Valor Fondo):				
- Valores del Gobierno y Banco Central	25,17	nov-95	40,63	nov-95
- Sistema Financiero	48,02	nov-95	22,00	nov-95
- Empresas - Acciones e/	16,58	nov-95	28,91	nov-95
- Empresas - Otros Valores	9,84	nov-95	8,18	nov-95
- Otros	0,38	nov-95	0,28	nov-95
Eficiencia:				
- Rentabilidad Real Anual (%)	7,66	jun 93-dic 95	12,80	jul 81-oct 95
- Participación de 3 AFP más grandes (%)	72,34	nov-95	52,03	nov-95
Notas:				
a/ En el caso chileno algunas estadísticas mencionan hasta 21 AFP, pero la mayoría de las tablas incluye sólo 16 o 18 de ellas.				
b/ En el caso peruano se tiene proyectado subir la aportación de 8% a 10% para enero de 1997.				
c/ Comisión fija -promedio simple de 6 AFP- como % de 560 soles (≈100,000 pesos), en caso peruano, y comisión fija -promedio simple de 16 AFP- como % de ingreso de 100,000 pesos mensuales, en caso chileno.				
d/ En el caso chileno la prima de seguros está incluida dentro de la comisión variable.				
e/ Incluye acciones de empresas financieras tanto en caso peruano como en caso chileno.				
Fuentes: SAFP (Perú): Boletín Informativo Mensual No. 01-96, en el caso peruano, y SAFP (Chile): Boletín Estadístico No. 130, noviembre 1995, en el caso chileno.				

Por último, el Cuadro 11 nos permite hacer comparaciones con los SPP existentes en otros seis países latinoamericanos. Destaca allí el hecho de que el Perú tiene un número de AFP's relativamente bajo para un país de su tamaño. Destaca también el que el Perú tenga la tasa de aportación (obligatoria) más baja entre los países que utilizan dicha modalidad de aportación (Costa Rica utiliza sólo aportación voluntaria).

Cuadro 11
Cuadro Comparativo de los SPP de Siete Países de América Latina

	Perú	Argentina	Colombia	CostaRica	Chile	México	Uruguay
Inicio de Operaciones	Jun-93	Jul-94	Abr-94	Ago-96	May-81	Ene-97	Abr-96
Número de Administradoras	6	21	9	5	15	25	6
Tasa de aporte obligatorio del afiliado	8	11 ^{a/}	3.375	libre	10	11.5 ^{b/}	15
Tasa de aporte obligatorio del empleador	0	16	10.125	libre	0	-	-
Número de Afiliados (miles)	1453.4 ^{d/}	5455.5	2058.1	160 ^{c/}	5463.5 ^{d/}	11186 ^{e/}	265.5 ^{e/}
Valor del fondo de pensiones (millones US\$)	879 ^{e/}	4485 ^{e/}	5.1	120 ^{c/}	27735.6	3970.5	25.6 ^{e/}
^{a/} 11% dependientes, 27% independientes							
^{b/} 11.5% del salario+5.5% de un salario mínimo indexado a la inflación							
^{c/} A setiembre de 1996							
^{d/} A junio de 1996							
^{e/} A abril de 1996							
Fuente Tomado de Revista Aporte, SAEP. Año 3 N° 8 pp 28 y 29							

7. COMENTARIOS FINALES

Debemos enfatizar que hemos estimado la rentabilidad producida por el SPP, y que la rentabilidad percibida por los afiliados es aun menor, puesto que nuestros cálculos no han tomado en cuenta los impuestos pagados (o la llamada “contribución de solidaridad”), ni el tiempo (unos 20 días) que le toma a una AFP acreditar a la cuenta del afiliado sus contribuciones, ni tampoco los retrasos por parte de los empleadores en depositar en las AFP's los montos que han retenido a sus trabajadores.⁷ De la misma manera, de

⁷ Ya en junio de 1996 se aprobó un Programa de Fraccionamiento de Deudas Previsionales (Res. 282-96-SAFP), en alguna medida reflejando la importancia de este problema.

tomarse en cuenta la información correspondiente a 1998, la rentabilidad estimada resultaría aun menor, dada la mala performance de la Bolsa de Valores de Lima.

Debemos también insistir en que la nula rentabilidad nominal neta del SPP durante el periodo 1993-1997, que es negativa en términos reales, tiene como su principal causa las elevadas comisiones cobradas por las AFP's, hecho que podemos ilustrar de varias maneras. Primero, de cada 100 soles aportados por un afiliado –excluyendo primas de seguros–, las AFP retienen más de 20 soles por pago de comisiones. Segundo, las AFP's habían capturado, hasta diciembre de 1997, en forma de comisiones un 96% de la rentabilidad producida por el SPP. Por último, las comisiones cobradas por las AFP's en el Perú también resultan elevadas si las comparamos con las cobradas por el sistema privado de pensiones en Chile.

Si bien, la rentabilidad del SPP puede eventualmente mejorar, eso supone que las comisiones cobradas no subirán –o que no se convertirán en un porcentaje del valor del fondo administrado–, e incluso que la inflación no será un problema, pues, tal como se mostró en el punto 5, la inflación afectaría de manera negativa la rentabilidad **nominal** (y no sólo real) del SPP en el largo plazo.

Es obvio también que la rentabilidad neta del SPP es una variable clave, ya que si los afiliados terminan por percibir que tal rentabilidad no es la que ellos esperan, buscarán –y encontrarán– la manera, con la colaboración de sus empleadores, de eludir los pagos al SPP.

Finalmente, debemos aceptar que las tasas de rendimiento que hemos calculado son sólo tasas estimadas. Sin embargo, también confiamos en su precisión, y pensamos que no sufrirían cambios de importancia de tomarse en cuenta algún detalle contable que podamos haber omitido.⁸ Debemos poner énfasis, por último, en que los resultados serían aun menos halagadores para el SPP de incluirse la información correspondiente a 1998.

⁸ Uno de estos “detalles contables” tiene que ver con el tratamiento de la Cuenta Individual de Capitalización de un afiliado que se jubila –si se mantiene o no como parte del fondo de pensiones–, o el hecho de que las AFP's solamente pagan las pensiones de jubilación en el caso de que la jubilación sea en la forma de retiro programado.

Anexo

	Comisión Fija	Comisión Variable	Aportación	Pensiones Pagadas	Valor del Fondo
Jun-93	0	0	0		0
Jul-93	4	7	0		0
Ago-93	17,026	36,292	3,906,000		3,973
Sep-93	61,377	58,091	7,663,000		11,967
Oct-93	113,238	136,719	12,299,000		25,100
Nov-93	133,262	210,290	15,169,000		41,338
Dic-93	221,416	264,700	18,379,000		61,700
Ene-94	237,546	599,631	38,275,000		103,237
Feb-94	289,131	3,556,943	28,724,000		135,217
Mar-94	301,429	4,086,353	25,668,000		165,623
Abr-94	340,121	4,144,381	28,006,000		196,927
May-94	362,417	4,630,077	29,499,000		230,646
Jun-94	365,833	4,875,291	32,565,000		267,110
Jul-94	400,322	5,209,466	37,525,000		307,743
Ago-94	445,270	9,246,232	65,054,000		378,721
Sep-94	652,123	7,175,221	40,207,000		430,236
Oct-94	579,272	6,520,998	39,473,000		476,839
Nov-94	603,946	6,716,861	44,543,000		516,770
Dic-94	702,963	8,140,704	45,660,000		566,750
Ene-95	593,000	10,840,000	75,623,000		631,716
Feb-95	785,000	8,859,000	49,994,000	384	688,923
Mar-95	892,000	8,410,000	46,355,000	384	747,440
Abr-95	819,974	7,901,000	46,046,000	395	827,732
May-95	1,192,342	9,549,000	46,446,000	2,818	886,574
Jun-95	1,243,315	9,473,000	46,194,000	2,818	939,604
Jul-95	1,249,394	9,045,000	45,225,000	3,915	1,009,359
Ago-95	1,419,628	16,049,000	83,133,000	6,432	1,109,559
Sep-95	1,343,186	10,304,000	41,706,000	9,535	1,154,907
Oct-95	1,451,318	11,012,000	47,282,000	11,445	1,204,234
Nov-95	1,437,958	10,985,000	50,131,000	15,345	1,273,367
Dic-95	1,557,832	11,765,000	47,897,000	17,859	1,347,732
Ene-96	1,695,021	21,068,244	85,967,000	22,397	1,467,596
Feb-96	1,634,314	13,506,052	60,291,000	26,869	1,540,885
Mar-96	1,712,446	13,114,442	59,910,000	32,326	1,603,133
Abr-96	1,747,888	13,498,433	53,619,000	41,078	1,710,985
May-96	1,832,781	13,521,361	62,695,000	61,809	1,808,883
Jun-96	1,860,803	14,310,507	65,026,000	88,006	1,919,423
Jul-96	1,928,738	14,229,989	54,148,000	109,517	1,848,744
Ago-96	2,008,226	24,730,291	103,100,000	132,023	2,147,460
Sep-96	1,941,970	14,791,740	91,723,000	145,645	2,241,167
Oct-96	2,048,495	15,251,767	66,190,000	165,978	2,330,418
Nov-96	1,735,499	15,959,554	91,773,000	180,198	2,385,840
Dic-96	1,981,642	15,849,107	69,909,000	206,568	2,467,916

Continúa...

	Comisión Fija	Comisión Variable	Aportación	Pensiones Pagadas	Valor del Fondo
Ene-97	2,312,000	34,732,459	117,861,000	270,421	2,712,146
Feb-97	986,000	25,460,038	86,396,000	317,700	2,895,252
Mar-97	707,000	23,065,092	78,269,000	377,969	3,014,740
Abr-97	724,000	22,981,695	77,986,000	451,841	3,172,157
May-97	902,000	26,399,510	89,584,000	506,472	3,399,326
Jun-97	918,000	23,533,060	79,857,000	591,784	3,477,089
Jul-97	1,069,000	25,621,234	86,943,000	673,959	3,527,168
Ago-97	1,104,000	39,657,908	134,575,000	717,899	3,672,586
Sep-97	1,291,000	25,851,976	87,726,000	747,335	3,796,873
Oct-97	1,314,000	26,288,117	89,206,000	775,468	3,844,791
Nov-97	1,381,000	26,189,396	88,871,000	793,012	3,946,278
Dic-97	1,679,000	30,672,515	104,084,000	814,917	4,108,405

Nota: Estamos incluyendo en este Anexo sólo las series para el SPP en su conjunto, y no las series para cada una de las AFP's. Debemos recalcar que las cifras mensuales de la serie de Pensiones Pagadas han sido estimadas tal como se explica en el texto.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ayala, Ulpiano

1996 *¿Qué se ha Aprendido del Sistema de Pensiones en Argentina, Colombia, Chile y Perú?* Documento de Trabajo 330. Banco Interamericano de Desarrollo. Diciembre 1996.

Laderman, Jeffrey M. y Geoffrey Smith

1993 The Power of Mutual Funds, pp. 34-40 en *Business Week*, enero 18, 1993.

Ramos, Joseph

1997 Un Balance de las Reformas Estructurales Neoliberales en América Latina, pp. 15-38 en *Revista de la CEPAL*, num. 62, Agosto 1997.

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (Chile): *Boletín Estadístico*. Varios números.

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones: *Boletín Informativo Mensual*. Varios números.

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones: *Memoria Anual*. Varios años.

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (1995): Informe. Clasificación de Inversiones, pp. 20-21 en *Aporte*, Revista de la SAF, Año 2, Num. 4.

Superintendencia de Banca y Seguros: *Información Financiera Mensual*. Varios números.

Tobin, James

1984 On the Efficiency of the Financial System, pp. 1-15 en *Lloyd's Bank Review*. Julio.

Vega-Centeno, Máximo y M.A. Remenyi

1996 el Sistema Previsional en el Perú: Sistema Nacional de Pensiones vs. Sistema Privado de Pensiones, pp. 291-404 en *Economía*, Vol. XIX.

Verdera, Francisco

1997 Los Límites del Ajuste: La Falta de absorción de Empleo Asalariado en el Caso Peruano, pp. 189-221 en Efraín Gonzales de Olarte (ed.): *Ajuste Estructural en el Perú. Modelo Económico, Empleo y Descentralización*. Instituto de Estudios Peruanos.