

PARTE VI

FORMACIÓN DE PRECIOS EN LA INDUSTRIA

PRIMER EXPOSITOR: SR. OSVALDO MACÍAS MUÑOZ²⁵

En primer término, quisiera agradecer a las autoridades y a los directivos, tanto de la AIOS como de la FIAP, la invitación a participar en este seminario y, a la vez, felicitar a los distintos actores, tanto del ámbito público como del privado, y a los representantes del sistema peruano de pensiones al cumplirse diez años de la puesta en marcha de este sistema.

El objetivo de la exposición es mostrar la variable precios, la variable costo previsional como una variable relevante de competencia, mostrar alternativas, algunas ideas que se puedan profundizar más adelante y que permitan situar esta característica como una de las importantes dentro de la competencia.

A tal efecto, la exposición se divide en cinco partes. Las primeras tres secciones abordan aquellos aspectos que inciden en la determinación de los precios, como la regulación de las comisiones, las características de la demanda y las características de la oferta. Posteriormente, en la sección cuarta se muestra alguna evidencia internacional basada fundamentalmente en estadísticas compiladas en el Boletín de la AIOS. Por último, del análisis de las cuatro secciones anteriores, se extraerán algunas conclusiones.

Regulación de las comisiones

Como se dijera ayer en todas las intervenciones, estamos hablando de sistemas obligatorios de pensiones, lo que, a su vez, lleva a la necesidad de regular el buen funcionamiento de estos sistemas. En el caso de las comisiones, se inscribe en el mismo marco y también deben ser reguladas para que funcionen adecuadamente.

En este caso, los principales objetivos de la regulación de las comisiones son los de obtener transparencia y comparabilidad de los agentes que participan en el sistema

²⁵ Ingeniero comercial con mención de Administración de Empresas de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Actualmente es Jefe de la División de Estudios de la Superintendencia de AFP de Chile.

para que los afiliados puedan visualizar correctamente las comisiones y establecer incentivos correctos.

En cuanto a los dos primeros objetivos de la regulación de comisiones, la transparencia y comparabilidad, van a depender de la simplicidad y de la visibilidad con que estos precios, estos costos, puedan ser observados por los trabajadores y, a la vez, de que los costos de búsqueda de información por parte de éstos sean bajos y los precios sean transparentes.

En cuanto a los incentivos correctos, que es el tercer objetivo de la regulación de las comisiones, la idea es que la estructura de las comisiones induzca a la competencia en materia de precios, a la fijación del costo previsional; el precio, como una variable importante, de tal modo que se evite que la competencia se dirija a variables no deseadas, por ejemplo, un exceso de ventas, el otorgamiento de incentivos, de regalos no relacionados con la previsión a los trabajadores, las que finalmente terminan en una subida de los costos y, por ende, de los precios.

Un ejemplo de este tipo de incentivos correctos podría ser el establecimiento de descuentos a los trabajadores por su permanencia en la AFP y ello puede adoptar dos formas: una permanencia efectiva, a medida que el trabajador va cumpliendo meses y años, que la AFP tenga una escala predefinida de rebaja de comisiones, o bien, si uno quiere hacerlo un poco más riguroso, puede adoptar la forma de permanencia comprometida, es decir, contratos ex-ante entre el trabajador en el momento de afiliarse y la AFP mediante la cual ésta se compromete a irle rebajando las comisiones a cambio de una permanencia en la administradora, donde, a más tiempo de permanencia, mayor rebaja de comisiones. Este es un ejemplo cierto de incentivos correctos de la estructura de las comisiones de cara a la obtención de reducciones en el costo previsional.

Características de la demanda

Como es sabido, se trata de una demanda obligatoria en la que los trabajadores están obligados por las leyes previsionales a cotizar a estos regímenes, y un segundo punto muy importante es que existen pruebas muy claras de que los trabajadores, los afiliados en general, tienen una insensibilidad respecto del precio. Suele ser escaso el conocimiento del sistema, numerosas encuestas así lo prueban y también hemos visto alguna vez estrategias de administradoras que han tratado de competir vía precios y no han tenido el efecto deseado.

Podemos decir, por lo tanto, con cierto grado de seguridad, que existe una insensibilidad de los afiliados respecto del precio cobrado por las sociedades administradoras. Este aspecto será decisivo en cualquier resolución que se adopte.

Propuestas

- *Dar mayor relevancia a la información de precios y hacer que el trabajador se fije en el precio*

Alternativas posibles son: situar en un ranking a las administradoras de acuerdo al costo previsional que cobran y esa jerarquía, para que se visualicen mejor las diferencias de precios, se puede anualizar por ejemplo, presentar diferencias anuales de costos entre AFP, desde la AFP más cara hasta la AFP más barata, de tal forma que el trabajador pueda saber cuánto pierde en términos de precio por estar en una AFP y no en otra.

Esto se puede transmitir al trabajador, por ejemplo, junto a los estados de cuenta periódicos que todos los sistemas obligan a las administradoras a entregar a sus afiliados, enviándolos a su domicilio, remitiéndolos a los medios de prensa, o situándolos en las páginas Web, etc. Hay distintos canales de distribución para comunicar esta información.

- *Producir una agregación de la demanda*

Es decir, cómo hacer que los trabajadores puedan tener cierto poder para que el precio baje, en cuyo caso podríamos, por ejemplo, permitir que los afiliados se agruparan, manteniendo la afiliación individual, para bajar precios o licitaciones de servicios.

Hemos visto casos relativamente acertados de licitación de servicios en términos de precios, en Bolivia, por ejemplo, y recientemente en Chile, a través de la Administradora de Fondos de Cesantía, que fue licitada. Esto, en cuanto a la consideración sólo de la variable precios; pero, naturalmente, estas son ideas que se pueden explorar.

Características de la oferta

Veamos la tercera característica que incide en la determinación de los precios: la oferta, es decir, cómo opera la oferta en esta industria.

Lo primero que tenemos que decir es que el producto es relativamente homogéneo, debido a que la ley fija las principales características de los estándares que debe cumplir el producto y las administradoras tienen, a su vez, un giro restringido y exclusivo. El establecimiento de estrategias competitivas en rentabilidad es complejo, porque nadie puede pronosticar la rentabilidad de cara al futuro y tampoco nadie gana el mercado de manera permanente, por lo que fijar estrategias basadas en la rentabilidad es muy riesgoso.

A su vez, las comisiones son rígidas y uniformes, todos los trabajadores pagan la misma comisión y las AFP no pueden discriminar en materia de comisiones.

Por otra parte, históricamente se ha demostrado que ha sido baja la efectividad en la competencia por los precios de las Administradoras. Las tres características

anteriores determinan que sea muy complejo para las AFP competir por variables relevantes.

Otra característica de la oferta es que existen economías de escala, y aquí paso directamente al caso de Chile, donde podemos ver una relación inversamente proporcional entre gasto por cotizante y tamaño de la AFP, es decir, a mayor tamaño de la AFP, menor gasto por cotizante.

Estas economías de escala conducen a una alta concentración en la industria. Y los ofertantes están concentrados. En el extremo, tenemos los casos de Bolivia y El Salvador, países en los que son prácticamente dos las administradoras que gestionan el ciento por ciento de los recursos. El caso no es diferente para los otros países, donde podemos ver que las dos principales administradoras concentran una apreciable cantidad de los fondos previsionales.

Sin duda alguna, estas dos características, una alta concentración y la presencia de economías de escala, implican barreras significativas de cara al ingreso en la industria y, por otra parte, implican un poder de fijación de precios importante de parte de los ofertantes.

Propuestas

- *Disminuir las barreras para el ingreso en la industria*

Por ejemplo, minimizar los costos de traspaso entre afiliados, introducir nuevos canales de comercialización, permitir los traspasos por internet, cosa que, en el caso de Chile hemos comenzado a efectuar, y eliminar trabas artificiales a los traspasos, de tal manera que los trabajadores puedan elegir libremente la AFP que deseen y se permita que los que quieran entrar en la industria puedan captar afiliados con mayor facilidad.

- *Reducir costos y traducir idealmente tal reducción en descensos de los precios finales*

Por ejemplo, permitiendo una subcontratación amplia de servicios, autorizando la compartición de activos con otras industrias, de tal manera que las economías de escala que existen en la industria puedan ser también aprovechadas por AFPs más pequeñas a través de la contratación externa de servicios, a través de los cuales se generen esas economías de escala fuera de la industria.

Del mismo modo, es muy deseable propiciar una eficiencia de los procesos y, para ello, la regulación también tiene que estar bien diseñada. Es verdad que muchas veces la regulación impide que las administradoras consigan costos operativos menores, y aquí vemos que el regulador tiene que hacer un esfuerzo para permitir a sus fiscalizados conseguir estos descensos de los costos sin distorsionar los objetivos que tiene que alcanzar la industria: el sistema previsional.

Evidencia internacional

Veamos ahora algunas cifras en cuanto a las evidencias a escala internacional. Voy a mostrar las comisiones que se están cobrando en la actualidad en Latinoamérica, teniendo presente, desde ya, que cualquier comparación que se establezca es muy compleja, porque son diferentes las estructuras de las comisiones, algunos las cobran sobre el flujo, otros las cobran con cargo al saldo, otros cobran comisión fija, etc., y el conjunto de prestaciones que han de financiar los sistemas es distinto; el nivel de los ingresos de los cotizantes también es diferente; las tasas de cotización varían; el tamaño de los sistemas, la madurez de los sistemas, son muy diversos, y el costo de los factores, productivos en cada país indudablemente es distinto.

Todo esto hace que sea muy difícil la comparación de las comisiones, por lo que vamos a mostrarlo a modo de ejemplo, sabiendo que existe una serie de limitaciones en cualquier comparación que uno establezca respecto de las comisiones cobradas en los distintos países.

Aquí tenemos una muestra de la diferente madurez de los países: por ejemplo, Chile y México concentran más de las tres cuartas partes, tanto de los cotizantes como de los fondos administrados.

En el cuadro 2 sólo he colocado estas tres variables en porcentaje del salario; el costo mensual en porcentaje del salario; en la primera columna, se sitúa la comisión total, lo que finalmente sale del bolsillo del trabajador; en la columna 2, está el costo más importante que tiene el sistema en general y que es producido, a su vez, fuera del régimen por la industria aseguradora, que son los seguros de invalidez y fallecimiento; y en la columna final está la comisión neta.

Cuadro 1

NÚMERO DE COTIZANTES Y TAMAÑO EN LOS SISTEMAS

Cotizantes				Fondos Administrados (millones de US\$)			
País	Junio 2002	Junio 2001	Variación %	País	Junio 2002	Junio 2001	Variación %
Argentina	2.859.052	3.331.805	-14	Argentina	9.371	22.166	-58
Bolivia	420.231	437.755	-4	Bolivia	1.046	951	10
Chile	3.423.806	3.214.344	7	Chile	35.363	35.514	0
El Salvador	480.768	513.724	-6	El Salvador	857	620	38
México	12.283.339	11.142.270	10	México	28.033	22.293	26
Perú	1.123.857	1.041.673	8	Perú	3.952	3.168	25
Uruguay	341.364	336.970	1	Uruguay	861	926	-7
Total	20.932.416	20.018.541	5	Total	79.555	85.645	-7

Fuente: Estadísticas AIOS, junio de 2002.

Cuadro 2

COMISIONES Y APORTES EN LOS REGÍMENES DE CAPITALIZACIÓN
(junio de 2002, AIOS)

País	Comisión Total a	Seguro de Inv. y Fallec. b	Comisión Neta c = a-b
Argentina	2.26	0.41	1.85
Bolivia ^a	2.21	1.71	0.50
Chile	2.43	0.67	1.76
El Salvador	2.98	1.40	1.58
México ^b	4.37	2.50	1.87
Perú	3.55	1.27	2.28
Uruguay	2.75	0.81	1.94

Notas: Las comisiones y el seguro han sido calculados como porcentaje del salario.

^a Adicionalmente se cobra una comisión por administración del portafolio de inversiones, cuyo margen mayor es el 0.02285% de acuerdo a límites establecidos en la Ley de Pensiones.

^b Comisión equivalente sobre el flujo. La aportación del 2.5% del salario correspondiente al seguro es directamente canalizada al Instituto Mexicano de Seguro Social (IMSS) y su administración es independiente del sistema de pensiones.

Si nos quedáramos sólo con la primera columna, es decir, la comisión total que pagan los trabajadores, podríamos ver que las comisiones más caras están en México y las más baratas, en Bolivia. Eso es lo primero que muestra este gráfico.

Sin embargo, si uno analiza el costo más importante, que es el de la prima del seguro, podemos observar que México tiene una prima de seguro muy alta y ésta no es atribuible al sistema privado, sino al Instituto Mexicano de Seguridad Social, que es el que administra el sistema de invalidez y sobrevivencia, y para lo cual cobra una prima del 2.5 por ciento del salario, lo que aumenta enormemente las comisiones que cobran las AFORE.

Del mismo modo, podemos ver que las primas más eficientes están cobradas, al parecer, en Argentina, donde se ha producido recientemente un cambio de normativa, al igual que en Chile y Uruguay.

Luego, si vemos el costo neto, teniendo esto en cuenta, podemos apreciar que nuevamente las comisiones más bajas se dan en Bolivia y las más altas, en Perú.

Es interesante combinar lo anterior con la rentabilidad patrimonial que están percibiendo las administradoras. Esto se basa en las estadísticas que presenta cada superintendencia de pensiones a la AIOS, y podemos ver que, en general, la rentabilidad patrimonial sobrepasa los 20 puntos porcentuales al año durante períodos en los que la economía no está precisamente en situación de bonanza, con lo cual podemos ver que la rentabilidad patrimonial es bastante altas, al menos en algunos países.

Conclusiones

La rentabilidad generada por el patrimonio presente en algunos países, unido a la posibilidad de bajar los costos administrativos, dejan margen para menores niveles de comisiones, es decir, que se pueden bajar los niveles de las comisiones. Tal es la percepción que uno tiene a la hora de efectuar un análisis de las principales variables de la industria y, para lograr lo anterior, se requiere actuar en los tres ámbitos descritos: demanda, oferta y regulación.

Probablemente, si uno incide solamente en uno de esos ámbitos, no va a conseguir mucho, lo que quiere decir que hay que velar siempre por mantener las bases del sistema de pensiones, no desmantelar el régimen previsional y mantener el propósito cierto de lograr que los precios, es decir, que los costos previsionales, constituyan una variable pertinente de la competencia.

No cabe duda de que lo que estoy planteando aquí son ideas, alternativas que son materia de discusión y que vale la pena profundizar. Todo tiene costos y beneficios, y sería interesante en el futuro adentrarnos en cada una de ellas y analizarlas según sus propios méritos.

SEGUNDO EXPOSITOR: SR. ÁLVARO DONOSO BARROS²⁶

Las AFP chilenas competían a través de los gastos en concepto de vendedores y se observó, hacia los años 1995, 1996 y 1997, una explosión en el número de traspasos de afiliados entre las AFP. Se consideró escandaloso que se estuvieran gastando enormes cifras en vendedores que traspasaban anualmente el millón y medio de cotizantes, que suponía la mitad de los cotizantes que había en ese momento. En este contexto, el Gobierno impulsó una proposición de modificación de la estructura de las comisiones, de manera de generar una forma de competencia menos dependiente de los vendedores. Lo que se propuso en esencia fue que las AFP pudieran discriminar comisiones entre afiliados, para hacer más sensible la demanda a los precios y provocar los ajustes de las comisiones sin necesidad de estos gastos en vendedores. Así, se esperaba, podría llegar un grupo de afiliados a decir a una AFP: “O me baja usted las comisiones, porque somos afiliados de renta alta y con poco riesgo en materia de invalidez y sobrevivencia, o me puedo pasar a otra AFP”. La AFP, autorizada a discriminar comisiones, estaría más proclive a otorgar una disminución de las comisiones. Este proceso generaría un dinámica de caída de las comisiones, sin gastos excesivos en concepto de ventas.

²⁶ Ingeniero comercial y licenciado en Ciencias Económicas de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Master de la Universidad de Chicago. En la actualidad, es Vicepresidente Ejecutivo del Centro de Investigación en Economía y Finanzas, (CIEF) de la Universidad Andrés Bello, y economista de Corp Group.

Ese proyecto dio inicio a un proceso de análisis de la formación de precios en la industria de las AFP. Luego de varios años transcurridos desde el episodio de la explosión de los gastos de ventas, me parece posible sostener los siguientes juicios relativos a la operación actual y a la regulación del sistema:

- el nivel de las comisiones que aplican las AFP es bajo en relación con los valores que normalmente se observan en la industria de administración de los fondos de terceros;
- la demanda de los servicios de las AFP es relativamente poco sensible a los precios y esto produce un ambiente de baja competitividad vía precios;
- tampoco se da una alta competitividad por otras vías, luego de un importante descenso del número de vendedores en la industria;
- no existe una receta simple para producir un aumento de la sensibilidad al precio de la demanda por los servicios de las AFP;
- existen economías de escala que, si se diera una acentuada competitividad vía precios, llevarían a un alto grado de concentración de la industria de AFP, muy inconveniente habida cuenta de la enorme importancia que tienen y tendrán los fondos de pensiones como fuente de financiación en la economía;
- si se contara con una fórmula para aumentar la sensibilidad al precio de la demanda de los servicios de las AFP, sería un grave error ponerla en práctica sin introducir previamente reformas que limitaran la concentración en la gestión de las inversiones efectuadas con recursos previsionales, por cuanto ello tendría consecuencias negativas en el mercado de capitales y en el funcionamiento general de la economía.

La presentación está organizada en cinco capítulos que exploran:

- el nivel actual de las comisiones en la industria chilena;
- la falta de sensibilidad al precio en la demanda por servicios de las AFP;
- las posibles explicaciones de la falta de sensibilidad al precio de la demanda por servicios de las AFP;
- la existencia de economías de escala y el riesgo de concentración en la industria de las AFP;
- los peligros de concentrar la gestión de las inversiones previsionales y el orden adecuado para introducir reformas en la industria.

Ilustraré mis opiniones, cuando sea posible, con los datos de la industria previsional chilena correspondientes a 2001.

Finalmente, antes de pasar a la presentación, es importante establecer que son diferentes los costos en concepto del servicio previsional brindado a distintos afiliados, de modo que, si se permitiese que la competencia en materia de precios acercara las comisiones a los verdaderos costos, esas comisiones deberían ser diferentes para las distintas categorías de afiliados, según los costos en que deban incurrir las AFP para

prestarles servicios. Afiliados de más edad, con alta probabilidad de generar gastos en pensiones de sobrevivencia e invalidez, estarían afectos a comisiones más altas. El sistema perdería los elementos de “solidaridad” que hoy posee. No analizaré este tema en esta oportunidad. Pero debe tenerse en mente que de él se derivan otras restricciones a las reformas que pudieran introducirse para incidir en la formación de precios de la industria previsional chilena.

El nivel de comisiones con que opera la industria previsional chilena. ¿Son caras las AFP?

En mi opinión, sólo en 1998 se aplicó por primera vez una metodología adecuada para responder esta pregunta²⁷. El nuevo enfoque, como en todos los buenos estudios, una vez desarrollado parece obvio. Lo que previamente se hacía para establecer el costo equivalente a las comisiones aplicadas sobre los ingresos del cotizante, pero expresado como una comisión anual sobre saldos administrados era tomar el total de la recaudación por comisiones y expresarlo como porcentaje sobre los fondos que administraban las AFP, llegándose a la conclusión de que eran comisiones altas. Criticando ese enfoque, se dijo: si usted toma lo recaudado en concepto de comisiones por parte de la AFP y lo expresa como porcentaje de los fondos administrados el primer año de funcionamiento del sistema obtiene un costo exorbitante. Si toma la recaudación anual por comisiones y la expresa como porcentaje sobre los costos administrados por el sistema cuando éste haya llegado a su madurez, el costo se verá insignificante. Esta metodología medirá distintos costos según la etapa de desarrollo del sistema previsional en la que se aplica.

La nueva metodología que lleva a un resultado más correcto es la que considera la vida de un cotizante. Ilustrémosla con el caso de un cotizante que aporta un cierto porcentaje de su remuneración (10 por ciento) al fondo de pensiones y además paga comisiones del 2.5 por ciento de su remuneración a la AFP. Con esto, sobre la vida activa, y suponiendo la inversión de esos recursos a una determinada tasa de rentabilidad, llega a acumular un cierto saldo, que llamaremos X, con el cual se va a jubilar luego de 40 ó 45 años de aportes. La forma de estimar a qué comisión, calculada como porcentaje sobre los recursos que ha mantenido bajo administración de la AFP, equivale esa comisión sobre los ingresos imponderables que ha pagado el cotizante es simple: supongamos que todos los aportes, incluidos los destinados al pago de comisiones, hubiesen ido al fondo individual del cotizante. Entonces, el cotizante habría logrado un saldo final mayor, que llamaremos Z, en su fondo individual. La pregunta es qué comisión, aplicada anualmente como porcentaje sobre los fondos administrados, determina que el saldo en

²⁷ Véase, Rodríguez Edwards, I. 2000 *Consideraciones respecto a la rentabilidad y los costos del sistema de pensiones chileno*, serie Documentos de Trabajo N° 6 (Santiago, CIEF).

el fondo individual, que habría llegado al valor Z si todas los aportes se hubieran invertido, vuelva a ser solamente X.

¿Qué se encuentra? Como ilustra el cuadro 1, el costo definido como comisión anual sobre el saldo bajo administración, que es equivalente a las comisiones sobre renta imponible que se aplican (denominado CSS en este cuadro), para tasas de rentabilidad esperadas muy bajas sobre las inversiones con los fondos (4 por ciento anual) y en el caso de un cotizante de ingresos muy bajos (5 UF)²⁸, es del 0.89 por ciento anual sobre los fondos administrados. En el caso de un cotizante con ingresos de 10 UF mensual, el costo sería del 0.84 por ciento anual sobre el saldo administrado.

Para rentabilidades más elevadas de las inversiones, supongamos que es el 6 por ciento real anual, el costo definido como comisión sobre el saldo bajo administración sería del 0.81 por ciento anual para el cotizante con renta imponible de 5UF. Ese 0.81 por ciento llega al 0.69 por ciento, si nos vamos al tope máximo imponible en el caso chileno (60 UF), manteniendo el supuesto del 6 por ciento anual para que la rentabilidad actúe sobre las inversiones.

La conclusión ha sido una sorpresa para reguladores y analistas: las AFP que, supuestamente, adolecían de falta de competitividad, estaban cobrando en torno al 0.75 por ciento anual de los fondos bajo administración, a cambio de recaudar, administrar las cuentas, administrar las inversiones, cobrar cuando había atrasos, etc. Expresadas de esta manera, las comisiones aplicadas por las AFP se consideraron razonables, incluso inferiores que las que, por lo general, se pagaban a los administradores de inversiones en el exterior por un proceso más simple que el conjunto de tareas que las AFP financiaban con estos recursos.

Cuadro 1

COMISIONES EXPRESADAS COMO PORCENTAJE SOBRE
FONDOS ADMINISTRADOS

Rentabilidad esperada Fondo Próx. 40 años	Comisión sobre Saldo Equivalente (CSS)			
	5 UF	10 UF	30 UF	60 UF
4	0.89	0.84	0.75	0.75
6	0.81	0.77	0.70	0.69
8	0.75	0.71	0.64	0.64
10	0.71	0.67	0.61	0.61
12	0.68	0.64	0.59	0.58
Promedio simple	0.77	0.73	0.66	0.65

²⁸ Una UF (Unidad de Fomento) equivalía a unos 23 dólares americanos en enero de 2003.

Esta metodología para la medición de las comisiones aplicadas por las AFP en términos comparables con las comisiones, que típicamente aplica la industria de administración de fondos de terceros, permite también dimensionar el impacto de la falta de competitividad vía precios discutida –y del exceso de comisiones resultante– en términos de pensiones de vejez. Si las comisiones se rebajaran un 15 por ciento, lo que determinaría que tres de las siete AFP acabaran por obtener valores negativos para lo que definimos como margen A²⁹, el impacto sobre las pensiones de vejez sería comparable al de una mayor rentabilidad anual de las inversiones efectuadas con los fondos de pensiones del 0.13 por ciento, correspondiente a una mejora cercana al 4 por ciento en las pensiones finales de vejez.

Falta de sensibilidad al precio en la demanda de servicios de las AFP

Hay evidencias de una escasa sensibilidad de los afiliados a las diferencias en materia de comisiones. Estos parecen soportar diferencias importantes en lo que respecta a las comisiones sin migrar a una AFP más barata. La existencia de afiliados poco sensibles a los precios significa que las AFP no tienen gran incentivo para competir bajando los precios, por lo que, toda la competencia va a seguir otras vías y con comisiones más altas³⁰.

Como muestra el cuadro 2, tomando las estructuras de las comisiones que existían en 2001³¹ (comisiones de dos tipos: comisiones fijas y comisiones porcentuales sobre ingresos imponibles), encontramos que, para el ingreso mínimo –que en Chile son unos 150 dólares mensuales–, la AFP más barata (AFP1) cobraba el equivalente del 2.52 por ciento del ingreso imponible de esos afiliados, mientras que la AFP más cara (AFP2) cobraba el equivalente del 3.5 por ciento del ingreso imponible para los afiliados con ese mismo ingreso. Ello supone una diferencia del 39 por ciento. A pesar de esta

²⁹ Se definió como margen A la diferencia anual entre ingresos por comisiones (esto es, sin considerar la rentabilidad sobre los recursos mantenidos en encaje o utilidades provenientes de inversiones en otras empresas o de liquidación de activos) y gastos en ventas, administrativos y seguros de invalidez y sobrevivencia. Un margen A negativo hace conveniente salirse de la industria. Ello conduciría a poder mantener una rentabilidad sobre el patrimonio retirado de la industria al menos similar a la rentabilidad sobre el encaje que se estaba obteniendo.

³⁰ En realidad, la falta de sensibilidad al precio en la demanda es un concepto relativo. En la industria previsional se encuentra una baja sensibilidad al precio en la demanda respecto de la que se puede observar en mercados de *commodities*, o de bienes heterogéneos en que participan agentes con mucha información. No queda claro si la sensibilidad al precio observada en el mercado previsional chileno es un problema del sistema chileno o lo normal dadas las características del bien que es objeto de transacción. Podría ser que la tendencia a competir en base a otros atributos sea lo normal en este mercado.

³¹ Toda la presentación será ilustrada con datos correspondientes al año 2001.

Cuadro 2

POCA SENSIBILIDAD DE AFILIADOS A DIFERENCIAS
APARENTES DE COSTOS

	AFP1	AFP2	AFP3	AFP4	AFP5	AFP6	AFP7	SISTEMA
Nº Cotizantes Promedio	318 343	89 317	1 353 242	785 057	419 428	273 648	65 602	3 306 306
Renta Promedio (\$/mes)	465 036	255 354	226 261	284 596	268 360	360 256	383 256	285 909
Comisión Porcentaje Promedio	0.0252	0.0255	0.0225	0.0214	0.0237	0.0237	0.0280	0.0229
Comisión Fija Promedio (\$)	0	1 000	390	790	695	690	490	5 29
Impacto Comisiones								
Ingreso Imponible Bajo	0.0252	0.0350	0.0262	0.0289	0.0303	0.0303	0.0327	0.0280
Ingreso Imponible Alto	0.0252	0.0265	0.0229	0.0222	0.0244	0.0244	0.0285	0.0235
Ingreso Promedio	0.0252	0.0294	0.0242	0.0241	0.0262	0.0256	0.0293	0.0248
Dif. entre máx. y min. Ing. Bajo		1.39						
Dif. entre máx. y min. Ing. Alto		1.29						

diferencia, muchos cotizantes de renta baja estaban afiliados a la AFP que les resultaba más onerosa. Para un cotizante de renta baja, la diferencia en concepto de costos por estar afiliado en la AFP2 (la más cara para ese cotizante), en lugar de estarlo en la AFP3 (la segunda más barata para ese cotizante), alcanzó el 33.6 por ciento en 2001. Sin embargo como observamos en el cuadro 2, el ingreso promedio de la cartera de afiliados de la AFP2 y la AFP3 fue muy similar, lo que venía a indicar que era similar la proporción de afiliados de renta baja en cada una de ellas.

Si repetimos el ejercicio en torno a los ingresos imposables altos, la diferencia entre la más cara y la más barata se acerca al 30 por ciento y es, por lo tanto, también muy significativa. Los cotizantes de renta alta afiliados a la AFP que les resulta más cara (AFP7) no se pasan a la más barata (AFP4), a pesar de que ello les significaría una disminución del 22 por ciento de su costo previsional. Asimismo, comprobamos en el cuadro 2 que los afiliados de renta alta, muy concentrados en la AFP1 no se pasan a la AFP4, a pesar de que si lo hicieran el costo sería menor en un 12 por ciento

Por cierto, que no existe sólo una interpretación de esta información. En todo caso, observaciones como las indicadas confieren un punto de partida a esta visión, según la cual la existencia de afiliados insensibles a los precios determinan una estructura de poca competitividad vía precios y comisiones más elevadas que lo que sería posible lograr.

Razones de la falta de sensibilidad a los precios en la demanda de servicios previsionales

Hemos documentado la existencia de un nivel de comisiones razonable en el sistema previsional chileno. Al mismo tiempo, encontramos pruebas indicativas de un fenómeno de falta de competitividad vía precios en la industria de AFP, que explica el hecho de que las comisiones sean más elevadas que las que se podrían conseguir. Este mayor valor de las comisiones podría conducir a un 3 ó 4 por ciento de menores pensiones de vejez. Detrás de todo este fenómeno, parece encontrarse una falta de sensibilidad al precio en la demanda por servicios de las AFP³².

Paso a considerar ahora el posible origen de esta falta de sensibilidad al precio de la demanda de servicios por las AFP, tema que ha dado origen a varias hipótesis explicativas, las que han generado proyectos de modificaciones a algunas regulaciones.

Inmaterialidad de las comisiones

Según esta hipótesis, la diferencia de comisiones entre las AFP es poco relevante, lo que lleva a ignorarlas al decidir entre las distintas AFP. La diferencia entre la comisión más cara y la más barata, que enfrenta un afiliado que cotiza la cuantía máxima permitida en Chile, equivale a unos 100 o 120 dólares al año, cifra que, según este argumento, sería inmaterial para alguien que tiene un ingreso de 1 300 dólares al mes. Se ha dado cierta importancia a este argumento, que ha surgido tras la proposición de algunos analistas de establecer que las AFP cobren una misma comisión y tengan libertad para hacer devoluciones, una sola vez al año, de modo que el monto devuelto parezca “material” y pertinente. No está nada claro que el argumento sea consecuente con la noción de cotizantes racionales: por una parte, aún en el caso de que los 100 dólares anuales fuesen un monto modesto, el cotizante debería ser capaz de lograrlo con un esfuerzo tan mínimo como llamar por teléfono a una AFP para activar un procedimiento de traslado de su afiliación; por otra parte, no parece sólido el argumento según el cual 100 dólares recibidos una sola vez al año tendrían más valor que si se percibieran como un mayor sueldo en metálico en forma mensual.

Decisión dominada por la rentabilidad esperada

Según esta explicación, las comisiones serían poco consideradas, por cuanto lo racional es seleccionar una AFP, incluso si es un poco más cara, según su capacidad de obtener un mayor rendimiento de las inversiones. Este argumento también ha tenido

³² La falta de competitividad vía precio determina comisiones más altas que las posibles de lograr con mayor competitividad vía precio. Manteniendo la falta de competitividad vía precio, el aumento de competitividad por otras vías deteriora la rentabilidad sobre el patrimonio de las AFP, pero no reduce las comisiones.

cierta relevancia y se encuentra detrás de las modificaciones de las regulaciones que obligaron a las AFP a notificar muchas medidas de rentabilidad, correspondientes a distintos plazos, de manera de relativizar la importancia del último dato de rentabilidad mensual, que era presentado por los vendedores como prueba de una capacidad superior de gestión de las inversiones de la primera AFP en el ranking del mes. El argumento tiene sus méritos, aunque, si aceptamos la dificultad de detectar si una AFP tiene una capacidad superior en la gestión de las inversiones, ello descansaría en un grado de irracionalidad del cotizante que actuaría siguiendo indicadores falsos³³.

Comisión única para todos los afiliados de una AFP

Según este argumento, que reviste particular interés, si un grupo de cotizantes ofrece a una AFP su afiliación a la misma a cambio de una rebaja en comisiones, la AFP rechazará la proposición, en la medida en que esa rebaja debería hacerla extensiva a todos sus afiliados. Dada la ineficacia de la labor de regateo de los cotizantes, éstos se verían desincentivados para estar atentos a las comisiones. Tomando en serio este argumento, se propuso permitir la aplicación de comisiones distintas a diferentes afiliados, proposición que fue la esencia del proyecto gubernamental dirigido a enfrentar la explosión de gastos en concepto de ventas de los años previos a 1998. Se adujo también que, si atender a cualquier afiliado tiene un costo similar, mientras los afiliados de renta alta generan muchos más ingresos, dado el predominio de las comisiones definidas como porcentaje de la renta imponible, las comisiones parejas dan origen a márgenes de utilidades crecientes con el ingreso del cotizante, con el consiguiente incentivo para financiar la captación de cotizantes de renta alta a través de vendedores. En la visión del ejecutivo, plasmada en ese proyecto, el control del gasto en vendedores y la generación de condiciones de competitividad vía precios, pasaban entonces por autorizar la diferenciación de comisiones entre los cotizantes.

Nuevamente puede indicarse que, si bien es cierto que un regateo conducente a mejores comisiones debería inducir una mayor atención hacia las comisiones por parte de unos cotizantes que actuaran con sensatez –lo que parece capaz de alterar el grado de competitividad en el sistema previsional–, la pertinencia efectiva del argumento puede ser limitada. Una racionalidad de los cotizantes capaz de valorar este argumento, debería llevarlos también, aún en el sistema actual, a aprovechar mejor las opciones de las comisiones disponibles, pasando de las AFP caras a las más baratas.

³³ Posiblemente la presentación mensual del grado de rendimientos obtenidos por las AFP, por parte del Superintendente de AFP, generaba un indicador falso, dando credibilidad a dicho ranking como variable predictiva de rentabilidades futuras. En ese sentido, la relativización de las rentabilidades mensuales obtenidas puede haber hecho más eficiente el funcionamiento del mercado. Véase, Donoso, A. 1977 *Los riesgos para la economía chilena del proyecto que modifica la estructura de las comisiones de las AFP*, serie Estudios Públicos N° 68 (Santiago, Centro de Estudios Públicos).

Decisión individual versus negociación colectiva de las afiliaciones

Puede que cada una de las explicaciones a la falta de sensibilidad al precio de la demanda por servicios de las AFP tenga un grado de validez. La eventual capacidad superior de una AFP en materia de inversiones hace creíble que los servicios de las AFP no sean percibidos como enteramente homogéneos y que, por ende, no sólo sea pertinente el precio. Los montos en juego bajo la forma de comisiones pagadas pueden ser suficientemente bajos como para no justificar un gran esfuerzo de investigación. La obligación de aplicar una misma comisión a todos los afiliados acota los beneficios que se pueden obtener en una negociación por comisiones y debe, por lo tanto, influir negativamente en el esfuerzo destinado a identificar la AFP más conveniente. Ante esta situación, la negociación más tecnicada, desarrollada por un representante de un grupo más amplio de trabajadores con las AFP, podría conducir a comisiones menores. La agregación de los beneficios en la forma de menores comisiones para un grupo amplio de trabajadores justificaría el esfuerzo encaminado a generar una mejor información sobre las comisiones y la calidad de los servicios y negociar condiciones más atractivas en cuanto a comisiones. Este enfoque fue promovido en su momento y no prosperó, puesto que se lo interpretó como un cambio radical en las bases del sistema, un sistema que siempre había descansado en las decisiones individuales de los afiliados³⁴.

Existencia de economías de escala y riesgo de concentración de la industria previsional

Economías de escala, competitividad vía precios y concentración de la industria

¿Qué relevancia tiene la existencia de economías de escala en la industria previsional? En la medida en que hay economías de escala muy relevantes, si se induce una fuerte competencia vía costos, la empresa que cuenta con ventajas competitivas por ser grande va a hacer valer su economía de escala y probablemente va a desplazar a las más ineficientes, con lo cual la industria va a tender a concentrarse en pocas empresas de tamaño mayor.

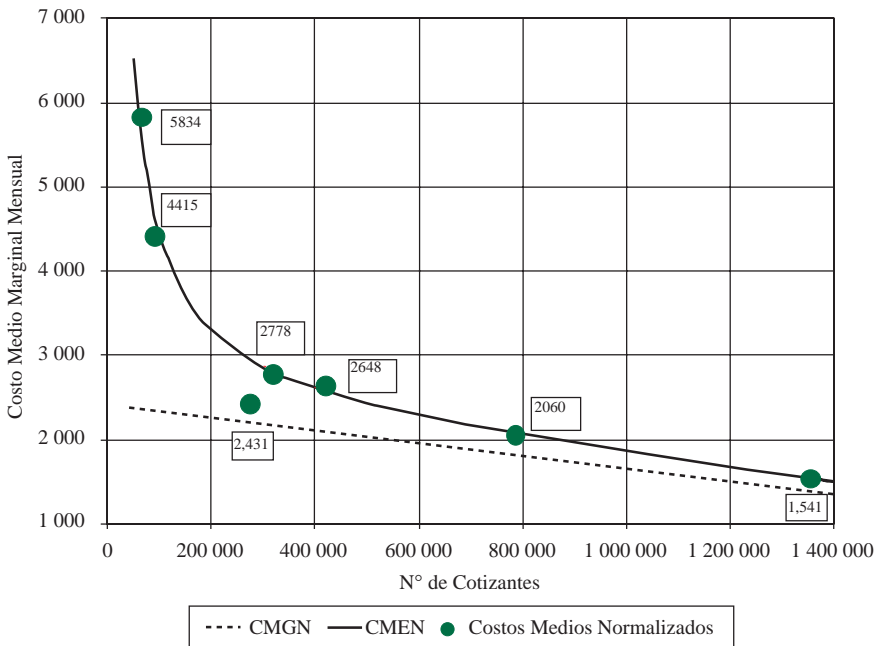
³⁴ En su versión más rigurosa la proposición consistía en autorizar a las empresas a obligar a todos sus trabajadores a integrarse en una misma AFP. La empresa, en representación de sus trabajadores, negociaría con las AFP. Se adujo como argumento en contra que los empleadores podrían utilizar en su propio beneficio su capacidad de decidir en qué AFP afiliarían a sus trabajadores.

Existencia de economías de escala³⁵

Considerando las cifras del año 2001, se puede extraer una función representativa de los costos en concepto de prestación de servicios previsionales. El cuadro 3 presenta los costos administrativos mensuales por cotizante para las AFP chilenas en 2001 y dos líneas estimadas a partir de esos datos. La línea gruesa corresponde a la estimación de la relación entre el Costo Medio Administrativo (mensual) y el número total de cotizantes a una AFP. La línea punteada corresponde a la estimación del Costo Marginal Administrativo, que se deduce de la curva de Costo Medio estimada. Se observa que los datos respaldan la noción de fuertes economías de escala, dados unos costos medios (y también marginales) decrecientes con el número de cotizantes. Según estas cifras, el paso de una AFP de pequeña a grande –dentro del rango de tamaño en que actualmente funcionan las AFP en Chile– representa la posibilidad de reducción de sus costos administrativos medios por cotizante a un tercio.

Pero el cuadro 3 todavía muestra una dispersión bastante amplia de los valores observados en 2001 en torno a la curva de costos medios estimada. El cuadro se

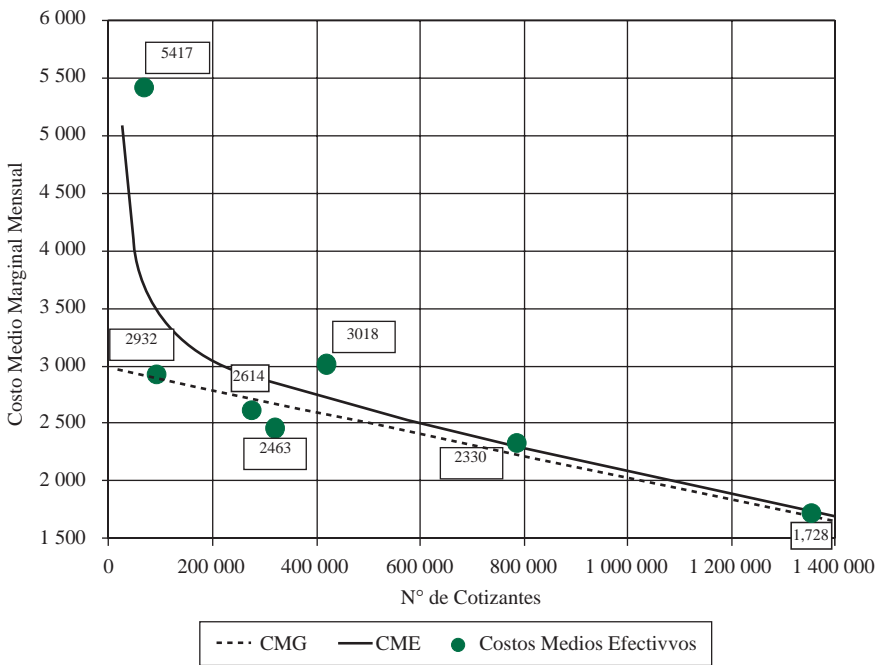
Cuadro 3
COSTOS NO NORMALIZADOS



³⁵ Para una discusión sobre las economías de escala en la industria de AFP con antecedentes anteriores, véase Donoso (1997, *op. cit.*).

reconstruyó normalizando los datos efectivos de los costos, sustituyendo el nivel de las remuneraciones administrativas efectivamente pagadas por cada AFP por un mismo valor igual al 90 por ciento del nivel promedio de remuneraciones administrativas en el sistema en 2001. El resultado es el cuadro 4, que muestra que, luego de esta corrección, los costos medios quedan perfectamente en línea con la curva de los costos medios estimada. Esto indica que las significativas economías de escala existentes tienden a estar algo ocultas por un nivel de remuneraciones administrativas más elevado en las AFP de mayor tamaño.

Cuadro 4
COSTOS NORMALIZADOS



Peligro de una administración concentrada de los fondos de pensiones

Tamaño de los fondos de pensiones

¿Qué importancia tiene esa concentración? Dependiendo de supuestos para la tasa de rentabilidad de las inversiones efectuadas con los fondos previsionales, para la participación de los cotizantes en la fuerza de trabajo, para la composición según el

sexo, para la tasa de retiro del sistema por muerte o invalidez, para la densidad de las cotizaciones, etc., se pueden establecer rangos para el valor que alcanzarán los fondos de pensiones medidos como porcentaje del PIB. Estas simulaciones indican que los fondos llegarán a ser equivalentes a 1 ó 1.3 veces el PIB anual.

Hacia finales de 2002, los recursos gestionados por los fondos de pensiones eran ya equivalentes al 40 por ciento del PIB anual. En esas mismas fechas el total de los pasivos financieros (títulos de deuda y representativos de capital) estatales y privados, exceptuando los del Banco Central de Chile³⁶, ha llegado a ser de 1.33 veces el PIB.

El 40 por ciento del PIB que representaban los fondos de pensiones en 2001 podría llegar al 130 por ciento del PIB. Para entonces los fondos de pensiones tendrían suficientes recursos como para ser ellos titulares del 100 por ciento de los pasivos financieros existentes en la economía. Esto significaría que aproximadamente el 50 por ciento del stock del capital de la economía chilena sería, indirectamente, propiedad de los fondos de pensiones³⁷.

La autorización de que la administración de esos fondos de inversiones quede en manos de dos, tres o cuatro AFP, puede conllevar riesgos importantes³⁸:

- posible inestabilidad macroeconómica. Por ejemplo, en la medida en que dos o tres administradores de inversiones previsionales esperan un aumento de la cotización del dólar, el dólar subiría, lo cual comporta riesgos de volatilidad y de error en el nivel de importantes variables para el desempeño macroeconómico, con consecuencias reales;
- posible explotación del poder monopsonico en el mercado cambiario o, con mayor probabilidad, en el mercado de títulos específicos;
- deficiente funcionamiento del mercado de capitales. Los precios de los títulos de deuda o de las acciones específicas dependerían de la opinión de pocas personas. Un error de estas personas tendría consecuencias reales sobre la asignación de recursos en la economía;

³⁶ El Banco Central de Chile siguió en los años 90 una política de tipo cambiario administrado dentro de una banda estrecha, junto a una gestión de las tasas de interés para regular el dinamismo de la economía. Una consecuencia no deseada de esa política fue una gran acumulación de reservas internacionales financiada con títulos de deuda del Banco Central de Chile. Estos pasivos financieros no son tenidos en cuenta en nuestros cálculos por considerar que, cuando se les incluye, distorsionan la visión de lo que es una relación normal entre el total de pasivos financieros y el PIB.

³⁷ Se ha estimado el stock de capital de la economía chilena en 2.5 veces su PIB. Entonces, la situación observada en 2001 indica que la parte del stock de capitales financiada con recursos intermedios por el sistema financiero es de aproximadamente el 50 por ciento.

³⁸ Para una discusión de los riesgos de permitir una concentración de la industria previsional, véase, Donoso (op. cit., pág. 156). Los argumentos que restan importancia a la concentración, se encuentran en Valdés, S. 1997 *Libertad de precios para las AFP: aún insuficiente*, en Estudios Públicos N° 68 (Santiago, Centro de Estudios Públicos).

- riesgo de que la autoridad influya indebidamente en el proceso de canalización de los ahorros. Una industria concentrada y estrechamente vigilada y regulada sería una industria vulnerable a presiones para que las AFP inviertan en determinados sectores de la economía, en un determinado tipo de proyectos o en proyectos específicos.

Problema de la concentración de la administración de los recursos previsionales: costos versus beneficios

Un 60 por ciento del PIB va a los trabajadores. De esos trabajadores, un 60 por ciento cotiza en el sistema previsional. Supongamos que las AFP aplicaran comisiones un 15 por ciento más bajas³⁹, como consecuencia de un alto grado de competitividad vía precios, inducido por alguna reforma. El dinero ahorrado por los trabajadores sería equivalente al 0.135 por ciento del PIB⁴⁰. Ese 0.135 por ciento del PIB es un monto que crece al ritmo que crece el PIB, supongamos, un 5 por ciento anual. Si ese flujo que crece un 5 por ciento anual es descontado, digamos, con una tasa del 10 por ciento anual, su valor presente alcanzaría el equivalente del 2.7 por ciento del PIB.

El total del PIB, cuando dicha variable crece un 5 por ciento al año y se descuenta al 10 por ciento anual, vale 20 veces el PIB en el momento del cálculo. La primera pregunta es: ¿cuánto debe caer la tasa de crecimiento de la economía para que los recursos perdidos, medidos como la caída en el valor presente del PIB, excedan el 2.7 por ciento del PIB, que es el valor presente de los recursos ahorrados por los trabajadores? La respuesta es una caída que va del 5 por ciento anual al 4.993 por ciento anual, esto es, una menor tasa de crecimiento del 0.007 por ciento anual⁴¹, que es algo insignificante (siete milésimos de un uno por ciento anual)⁴².

La segunda pregunta relevante es si una institucionalidad poco apropiada para la gestión de los recursos previsionales –ya sea porque el proceso de inversiones quedó

³⁹ Una rebaja de las comisiones del 15 por ciento llevaría a que tres de las siete AFP que funcionaban en 2001 obtuvieran pérdidas en su negocio propiamente previsional, esto es, menores ingresos que gastos administrativos, de venta y por seguro de invalidez y sobrevivencia (antes denominado “margen A”). Esto significaría que sus resultados serían inferiores únicamente a la rentabilidad sobre el encaje.

⁴⁰ El ahorro sería igual a $A = 0.15 * 0.025 * 0.6 * 0.6 * \text{PIB} = 0.00135 * \text{PIB}$.

⁴¹ Si se supone un crecimiento del PIB del 4 por ciento anual y una tasa de descuento de 7 por ciento anual, el resultado es que una caída en la tasa de crecimiento aún menor (0.005 por ciento de menor crecimiento anual) compensa el ahorro de los trabajadores.

⁴² Una forma alternativa de ver el beneficio, que para los trabajadores produce la caída del 15 por ciento en el nivel de las comisiones que aplican las AFP, es imaginar que esa menor comisión es capitalizada en la cuenta individual del cotizante. En este caso, el 15 por ciento de menor comisión conduce a una mejor pensión del 3.7 por ciento al cabo de 45 años, efecto comparable al que tendría invertir con una rentabilidad anual más elevada en el 0.13 por ciento durante esos 45 años, o a acortar en ocho meses el período de cotizaciones antes de obtener la pensión.

pendiente de instrucciones de la autoridad, ya sea porque la concentración produjo una menor eficiencia en la valoración de distintos instrumentos, por estar definida por pocas mentes o por la inestabilidad macroeconómica generada— puede llegar a disminuir la tasa de crecimiento del PIB en el 0.007 por ciento anual, cuando estos recursos correspondan a la financiación del 50 por ciento del stock de capital de la economía chilena. La respuesta más creíble es la afirmativa que lo más probable es que una inadecuada institucionalidad para disponer de unos recursos correspondientes al 50 por ciento del stock de capital de la economía chilena pueda producir un deterioro notable de las perspectivas de crecimiento del país. Por eso, simplemente no parece razonable optar por un régimen de mayor competitividad vía precios sin considerar el impacto de tal modificación en la concentración de la industria⁴³. Una vía para minimizar estos riesgos es estimular (¿imponer un mínimo?) la inversión masiva de recursos de los fondos de pensiones en el exterior. En este caso, el stock de capital chileno se financiaría con más recursos externos, mientras que los fondos de pensiones se invertirían en títulos de emisores extranjeros. Pero, aun en el caso de un intenso estímulo a la inversión en el exterior, subsistirían, en un grado muy elevado, los principales riesgos.

Creo que no hay escapatoria a la necesidad de abocarse a encontrar mecanismos de desconcentración de las inversiones efectuadas con los fondos previsionales. Sólo después de esa reforma fundamental pueden seguir explorándose otras modalidades de hacer más eficiente lo que es ya una exitosa industria previsional chilena.

⁴³ Una proposición para desconcentrar la gestión de recursos previsionales, se encuentra en Arrau, P. y Valdés, S. 2002 *Para desconcentrar los fondos de pensiones y aumentar la competencia en su administración*, en serie Estudios Públicos N° 85 (Santiago, Centro de Estudios Públicos).