

# Pensiones en NUEVOS SOLES: ampliando las ALTERNATIVAS de los pensionistas<sup>1</sup>

DANIEL BARCO\* Y JORGE IBERICO\*\*

Una característica de las pensiones otorgadas en el Sistema Privado de Pensiones en la última década ha sido su creciente dolarización, que en el caso particular de las pensiones vitalicias de jubilación alcanza el 96 por ciento. Esto representa dos problemas: de un lado, perjudica a los pensionistas, que ven sus pensiones disminuidas cuando se reduce el valor del dólar, y de otro lado, fomenta la dolarización en otros ámbitos de la economía. Se prevé que los cambios recientemente introducidos al Reglamento de la Ley del Sistema Privado de Fondos de Pensiones contribuyan al crecimiento de las pensiones otorgadas en nuevos soles y disminuyan las pérdidas en el poder adquisitivo de los nuevos pensionistas que opten por pagos denominados en dólares.

\* Jefe del Departamento de Políticas del Sector Real del BCRP.

\*\* Especialista Senior en Políticas de Crecimiento Económico del BCRP.

<sup>1</sup> Los autores agradecen los comentarios de Fernando Vásquez y la colaboración de Silvia Olano en la elaboración de este artículo.

## LA DOLARIZACIÓN DE LAS PENSIONES PERJUDICÓ A LOS PENSIONISTAS

El porcentaje de pensionistas (de jubilación, invalidez y sobrevivencia) con pensiones en dólares se ha elevado a lo largo de la presente década desde 12 por ciento en el 2001 hasta 44 por ciento en diciembre de 2009, a pesar de que la dolarización financiera y la dolarización de precios se ha reducido de manera significativa. Cabe señalar que, para el caso de las pensiones vitalicias de jubilación, el coeficiente de dolarización se ha mantenido en alrededor de 96 por ciento en la presente década. Por lo tanto, el aumento de la dolarización en las pensiones está asociado al ascenso sostenido experimentado en el índice de dolarización de las pensiones vitalicias de invalidez y sobrevivencia desde que se permitió, en el año 2003, que éstas puedan ser otorgadas no solo en soles VAC<sup>2</sup>, sino también en dólares.

Más allá de las causas de la dolarización de las pensiones, esta situación presenta dos problemas: de un lado, perjudica a los pensionistas, que ven sus pensiones disminuidas cuando se aprecia el sol, y de otro lado, fomenta la dolarización. Así, por ejemplo, los pensionistas han visto reducido el valor de sus pensiones en 18 por ciento, por la apreciación del sol entre 2003 y 2009. Si a ello le sumamos la inflación del período, el valor real de las pensiones en dólares habría disminuido 30 por ciento en dicho período.

¿Qué factores se encuentran detrás de la dolarización de las pensiones? ¿Por qué la dolarización de las pensiones no ha seguido el camino de los depósitos en el sistema financiero o los bonos en el mercado de capitales? ¿La nueva normativa contribuirá a revertir esta situación?

## ILUSIÓN MONETARIA EN DÓLARES

En el Perú, el fenómeno hiperinflacionario de fines de los ochenta eliminó el supuesto de estabilidad del sol, y trasladó ese supuesto al dólar. La similitud entre la tasa inflacionaria y la de depreciación llevó a que la mayoría de contratos se rediseñara en dólares. Sin embargo, en la actualidad, con una tasa de inflación bajo control y similar a la de los países desarrollados, esta similitud no se observa necesariamente, sino que el valor del sol frente al dólar depende de los fundamentos de la economía, principalmente del crecimiento relativo de la productividad.

Mientras que los inversionistas y otros agentes económicos van tomando cuenta de este cambio y progresivamente re-adoptan el supuesto de estabilidad del sol, lo que se refleja en la reducción de diversos ratios de dolarización de la economía; en cambio, por parte de los pensionistas, persistiría la “ilusión” de estabilidad del dólar. Este comportamiento es probablemente un reflejo del mayor

peso que podría ejercer en sus decisiones el episodio hiperinflacionario de la década del ochenta, aunado a una mayor aversión al riesgo de las personas de la tercera edad. Una persona que se jubiló en el 2002 a los 65 años, tenía 53 años en el período de más alta inflación, de fines de los 80, y tuvo que decidir qué moneda sería más estable en los próximos 20 años (la duración del contrato de pensión, suponiendo una esperanza de vida de 85 años).

Pero esta ilusión en la estabilidad del dólar irá diluyéndose conforme el sistema incorpore a nuevos pensionistas, para quienes la apreciación del sol será probablemente un hecho más corriente y el recuerdo de la hiperinflación cada vez más lejano. Asimismo, las recientes modificaciones al Reglamento de la Ley del Sistema Privado de Pensiones (a través del Decreto Supremo N° 104-2010-EF) ampliará, a partir de agosto próximo, las modalidades de pensiones, al permitir pensiones vitalicias en soles y dólares reajustables.

## MODALIDADES DE PENSIONES EN EL SISTEMA PRIVADO

Los pensionistas del SPP pueden elegir entre cinco modalidades de pensión, con las siguientes características:

i) **Retiro programado:** Esta modalidad es provista en soles corrientes por las AFP. El monto de la pensión se recalcula anualmente de acuerdo al saldo en la cuenta de capitalización, la tabla de mortalidad y la tasa de interés técnica normada por la SBS. Bajo esta modalidad, el pensionista mantiene la propiedad sobre la cuenta de capitalización y, en caso de fallecimiento, los saldos son heredados. En tanto el pensionista asume el riesgo de longevidad, el monto de la pensión tiende a reducirse a lo largo del tiempo.

ii) **Renta vitalicia familiar:** Esta modalidad es actualmente provista en soles VAC, o dólares por las compañías de seguros hasta el fallecimiento del afiliado y sus beneficiarios. A partir de agosto de este año, con las modificaciones introducidas, se podrá elegir entre soles VAC, soles reajustables a una tasa mínima de 2% y dólares reajustables a la misma tasa.<sup>3</sup>

iii) **Renta temporal con renta vitalicia diferida:** Esta modalidad es una combinación de las dos anteriores, cuyo tramo de renta temporal es provisto por las AFP y el de renta vitalicia por la compañía de seguros. El tramo temporal se paga en soles corrientes y el vitalicio en soles VAC, o dólares. A partir de agosto, el tramo vitalicio será pagado en soles VAC, soles reajustables o dólares reajustables. La Renta Vitalicia Diferida que se contrate no puede ser inferior al 50 por ciento del primer pago mensual de la Renta Temporal ni superior al 100 por ciento de

<sup>2</sup> VAC (Valor Adquisitivo Constante). Unidad de valor expresada en nuevos soles indexados a la inflación.

<sup>3</sup> De acuerdo con la normatividad vigente, también existe la modalidad de renta vitalicia personal, en el caso que no hubiesen herederos, pero a la fecha no se registran pensiones por esta modalidad.

dicho primer pago. En la práctica, esta disposición limita la duración del tramo de Renta Temporal.

iv) **Renta mixta:** Combinación de retiro programado en soles corrientes con rentas vitalicias en dólares reajustables, que actúan de manera simultánea. La fracción programada es provista por una AFP y la vitalicia por una compañía de seguros.

v) **Renta vitalicia bimoneda:** Esta renta vitalicia es provista por las compañías de seguros, una fracción de la cual se otorga en dólares y la otra en soles VAC o soles reajustables. A partir de agosto, una fracción será en dólares reajustables y la otra en soles VAC o soles reajustables.

Sólo podrán acogerse a esta modalidad los afiliados que, en el proceso de cotizaciones de esta modalidad, puedan obtener una renta vitalicia inmediata en dólares americanos equivalente—cuando menos—al valor de la pensión mínima que garantiza el Estado a los afiliados del SPP, estando aquella expresada según el número de pagos mensuales de pensión que elija el afiliado. Las dos últimas modalidades, la Renta Mixta y Renta Vitalicia Bimoneda, fueron introducidas recientemente, en julio de 2009. Si bien amplían la selección de alternativas para el afiliado, permitiendo contratar pensiones en dos monedas simultáneamente, impiden que la moneda nacional prevalezca en las distintas combinaciones. Así, la Circular N° AFP-103-2009 establece que para ambas modalidades los afiliados sólo podrán elegir entre tres opciones de partición de capital:

- a. 70% 30%;
- b. 60% y 40%;
- c. 50% y 50% para determinar el valor de la pen-

sión en dólares y Nuevos Soles, respectivamente.

Adicionalmente, en el caso de la Renta Mixta, sólo se puede acceder a ella si la fracción Renta Vitalicia en dólares permite cubrir la pensión mínima del SPP y que actualmente asciende a S/ 484 mensuales.<sup>4</sup>

### NUEVAS MODALIDADES DE ACTUALIZACIÓN DEL VALOR DE LAS PENSIONES

Las pensiones provistas por las AFP (retiro programado y tramo temporal de la renta temporal con vitalicia diferida) se denominan obligatoriamente en soles, por lo que pierden valor adquisitivo si se registra inflación.<sup>5</sup>

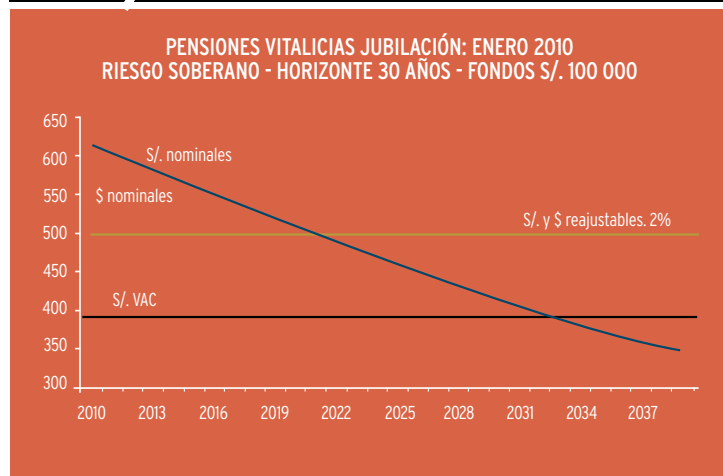
Por otro lado, hasta antes de la promulgación del DS N° 104-2010-EF, las pensiones provistas por las compañías de seguros (las rentas vitalicias) solo podían denominarse en soles VAC (indexados a la inflación) o en dólares corrientes (sin ningún reajuste). Con ello, estas pensiones en soles estaban protegidas frente a la inflación, mientras que las pensiones en dólares se encontraban expuestas, no solo al riesgo de inflación, sino al de la apreciación del sol.

El Decreto Supremo N° 104-2010-EF introduce dos modificaciones: i) establece un método alternativo de actualización de las pensiones en soles, al permitir que el pensionista pueda optar por pensiones reajustables a una tasa fija; y ii) dispone que las pensiones en dólares también se reajusten por la misma tasa fija, con lo que podrían estar protegidas parcial o totalmente frente a la inflación y a las caídas del tipo de cambio. La magnitud de esta protección estará en función del factor de ajuste que se escoja en comparación a la tasa de inflación más la tasa de apreciación del sol.

En consecuencia, las pensiones otorgadas por las compañías de seguros podrán ser otorgadas también en soles reajustables y no necesariamente en soles VAC, cuando se opta por la moneda local. Este cambio se entiende al observar que las pensiones vitalicias en soles VAC eran escasas, debido a que las compañías de seguros no encontraban en el mercado de capitales títulos indexados al IPC, en los cuales poder invertir para calzar estas obligaciones. Ahora que las pensiones en soles también podrán actualizarse a una tasa fija no menor a 2% anual, la aseguradora tendrá certeza del perfil temporal de sus pasivos en soles y el pensionista podrá reajustar sus pensiones según el alza esperada en el costo de vida o de sus preferencias.

Con ello, la aseguradora podrá calzar sus pasivos con valores denominados en soles nominales, que se emiten con regularidad en el mercado, a diferencia de los valores indexados. Así, a diciembre de 2009, el saldo de los bonos soberanos en moneda local ascendió a S/. 20 846 millones, de los cuales el 90

**GRÁFICO 1** Evolución de pensiones a valores reales



<sup>4</sup> La pensión mínima del SPP fue creada mediante la ley N° 27617 para aquellas personas nacidas a más tardar el 31/12/1945. Posteriormente, la ley N° 28991 extendió este beneficio a los nacidos con posterioridad al 31/12/1945 que, al momento de la creación del SPP, pertenecieron al Sistema Nacional de Pensiones (SNP). La pensión mínima del SPP es similar a la del SNP.

<sup>5</sup> Así lo disponen los artículos N° 10 y N° 32 de la Resolución N° 232-98-EF/SAFP.

por ciento estuvo denominado en soles nominales y la diferencia en soles VAC. En el caso de los bonos corporativos, el saldo vigente en moneda local fue S/. 8 683 millones, de los cuales 84 por ciento estuvo denominado en soles nominales y la diferencia en soles VAC.

Cabe señalar, que para aquellos pensionistas que opten por alguna modalidad de pensión hasta agosto, sus pensiones mantienen las características previas.

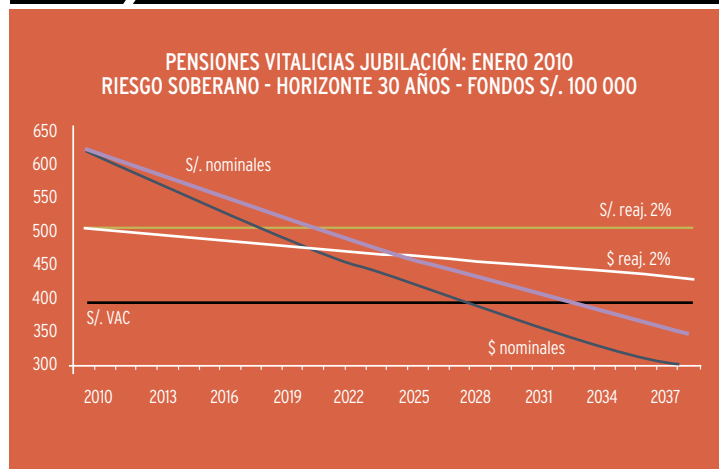
Para entender el efecto de estos cambios, es útil efectuar una simulación de la evolución de la capacidad de compra de las tres alternativas de moneda en las que se podrá contratar las pensiones vitalicias: i) VAC, ii) nuevos soles reajustables a una tasa fija, asumiendo la tasa mínima de 2 por ciento, y iii) dólares ajustados a la misma tasa fija de 2 por ciento. Estas opciones se comparan con las pensiones en dólares nominales (sin reajuste) que se contrataban con anterioridad al DS N° 104-2010-EF y con la alternativa no existente (para las pensiones vitalicias) de pensiones en soles nominales (sin ajuste).

Para calcular la pensión inicial en cada una de las modalidades, hemos supuesto que el afiliado, al momento de jubilarse, ha acumulado en su cuenta de capitalización un fondo inicial de S/. 100 000 y que su periodo de jubilación durará 30 años. Además, suponemos que la inflación anual será 2 por ciento e, inicialmente, que el tipo de cambio nominal se mantendrá constante. Para el caso de las rentabilidades, hemos considerado los rendimientos recientes de los bonos soberanos del Perú: 2,44 por ciento, para el Bono VAC con vencimiento en 2035; 6,19 por ciento para el Bono Global (en dólares) con vencimiento en 2037; y 6,25 por ciento, para el Bono Soberano con vencimiento en 2037.

Como se aprecia en el gráfico 1, la pensión sería inicialmente mayor en las modalidades de montos nominales fijos (tanto en nuevos soles y en dólares), pero el valor real de las mismas iría disminuyendo debido al efecto de la inflación de 2 por ciento anual. Por otro lado, la pensión inicial de la modalidad VAC resulta menor que la pensión reajutable a 2 por ciento debido a que en nuestro ejercicio la tasa de interés del bono VAC es menor.

En consecuencia, se aprecia que las modalidades nominales (en soles y dólares nominales) que al inicio del periodo mostraban montos más elevados, luego de aproximadamente 10 años presentan valores inferiores en términos reales a las pensiones reajustables a tasa fija. La simulación muestra que, dados los supuestos, durante las últimas dos terceras partes del horizonte las pensiones de las modalidades reajustables a tasa fija presentan montos más elevados que las pensiones de las modalidades nominales<sup>6</sup>.

**GRÁFICO 2** ■ Evolución de pensiones a valores reales con depreciación del dólar



Adicionalmente, si se produjese una apreciación del sol los nuevos pensionistas estarían protegidos ante esta eventualidad. El gráfico 2 ilustra la mencionada eventualidad, asumiendo una apreciación anual de 0,5 por ciento en el valor del sol, lo que equivale a una pérdida de valor del dólar de 15 por ciento en 30 años. Se observa que las pensiones en dólares nominales perderían capacidad de compra de manera más acelerada que su equivalente en soles nominales. Así, en el último año, el 2039, mientras que las pensiones en soles tendrían una capacidad de compra equivalente a 350 soles del día de hoy, las pensiones en dólares tendrían una capacidad de compra equivalente a 300 soles. La diferencia con la recientemente introducida pensión reajutable en soles sería aún más grande, pues esta última habría mantenido la capacidad de compra de 500 soles. Cabe señalar que el reajuste de las pensiones en dólares permite protegerse frente a la inflación, pero no frente a la caída del tipo de cambio. Sin embargo, este resultado es consecuencia de que el reajuste de 2% de la pensión en dólares es inferior a la suma de las tasas de inflación y apreciación, de 2,5%. Si el pensionista escogiese un reajuste de esta última magnitud, estaría protegiéndose frente a ambos eventos; sin embargo, es posible que se le asigne una pensión inicialmente menor, por lo que su valor real sería permanentemente menor a la pensión en soles reajustables a la tasa de 2%.

Es conveniente dejar al futuro pensionista la libertad de elegir la modalidad de pensión. Esta elección reflejará sus preferencias sobre el flujo de sus pagos y permitirá que una fracción mayor de los pensionistas evite pérdidas en el valor adquisitivo de sus pensiones ante la eventual pérdida del valor del dólar. ■

<sup>6</sup> Se ha asumido una inflación de 2 por ciento, aunque ello no implica que el costo de vida se eleve en dicha magnitud, debido a que la medición de la inflación no toma en cuenta el efecto sustitución en la canasta de consumo.