

**RECUADRO 8**  
**ESTRUCTURA DE MERCADO DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES.**

Los principales componentes del mercado del SPP son la pensión de jubilación (el bien), las comisiones y seguros (el precio), los afiliados nuevos y existentes (la demanda) y las AFP (la oferta) que administran y gestionan los aportes de los afiliados.

**1. El bien: administración de los aportes**

La pensión de jubilación (PJ) de un afiliado se obtiene a partir del saldo acumulado en su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), la cual es gestionada y administrada por una AFP. El saldo acumulado de la CIC de un afiliado proviene de los aportes realizados a lo largo de su vida laboral y de la rentabilidad de los mismos. En este sentido, la PJ es un bien cuyo consumo no es inmediato pues recién se materializa a partir del momento de la jubilación.

El servicio de gestión y administración de la CIC, por la cual cada afiliado paga una comisión, es una forma alternativa de analizar las características de la PJ, pues el precio de la CIC (la comisión) respondería a la rentabilidad esperada que ofrece una AFP y al costo de su custodia.

En términos de rentabilidad, el servicio de la administración y gestión de la CIC constituye un bien homogéneo y poco diferenciado. En particular, al comparar la rentabilidad de los últimos 12 meses de los fondos administrados por las AFP, se encuentra que la correlación es muy cercana a uno. Una posible explicación es la combinación de un mercado de capitales doméstico relativamente pequeño y los límites a las inversiones lo que hace que las AFP no puedan diversificar su portafolio y, por lo tanto, no existan diferencias importantes en términos de rentabilidad de la CIC.

**2. El precio: las comisiones**

Entre enero de 1997 y julio de 2005, la comisión promedio del SPP (cobrada en términos de la remuneración asegurable), presentó una escasa variación al fluctuar entre 2,27% y 2,39%, en un entorno de consolidación del sistema privado de pensiones y un reducido número de traspasos entre las AFP. En agosto de 2005 el promedio de comisiones bajó debido al ingreso de una nueva AFP con una comisión de 1,50%, la menor del mercado, lo cual desató una guerra comercial por afiliados existentes. Esta guerra comercial disminuyó cuando la nueva AFP absorbió a una AFP existente. Como consecuencia, el nivel promedio de comisiones se mantuvo estable alrededor (en 1,81%) y no subió sino hasta finales de 2008 (a 1,87%).

**3. La demanda: la afiliación a una AFP**

La demanda por una AFP individual proviene de aquellos que se afilian por primera vez como de aquellos pertenecientes a otras AFP. Al respecto, diversos estudios desarrollados en Chile muestran consenso en que la demanda es relativamente insensible a cambios en la comisión y la rentabilidad, lo cual ha sido considerado como una de las principales causas de la falta de competencia entre las AFP chilenas.





Este resultado se confirma también en el caso peruano. Para ello, se estimó un sistema de regresiones<sup>84</sup> para cada AFP donde cada ecuación toma la siguiente forma:

$$Afiliados_{it} = \sum_{i=1}^4 \eta_i * Comision_{it} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i * Rentabilidad_{it} + \beta_i * GastVenta_{it} + \theta_i Afiliados_{it-1} + u_{it}$$

La variable  $Afiliados_{it}$  representa la tasa de crecimiento mensual de afiliados de la AFP “i” en el período  $t$ ;  $Comision_{it}$  es el logaritmo de la comisión de la AFP “i” en el período  $t$ ;  $Rentabilidad_{it}$  es la tasa de rentabilidad anual (Fondo 2) de la AFP “i” en el período  $t$ ; y  $GastVenta_{it}$  es la tasa de crecimiento anual del gasto en ventas de la AFP “i” en el período  $t$ . El período de análisis es agosto de 2005<sup>85</sup> hasta mayo de 2012 y los datos utilizados son de frecuencia mensual.

Los principales resultados de las estimaciones son los siguientes:

- Los gastos en ventas<sup>86</sup> tienen un efecto significativo en la decisión de afiliación a una AFP. Este resultado sugiere que los incentivos de corto plazo (como regalos) son uno de los factores que los afiliados toman en cuenta para decidir su afiliación a una AFP.
- La rentabilidad no es, en ningún caso, un factor relevante para decidir afiliarse a una AFP, resultado consistente con el hecho que las rentabilidades están altamente correlacionadas.
- Sólo la demanda por una de las cuatro AFP es sensible a cambios en las comisiones.
- La demanda de los afiliados por los servicios de las AFP tiene un componente inercial (el parámetro  $\theta$  es 0,5 en promedio). Esto podría estar asociado al bajo conocimiento sobre el funcionamiento del sistema y bajo nivel de educación financiera, reforzado por el requisito de permanencia mínima de 6 meses para poder solicitar un traspaso de AFP.

En resumen, estos resultados sugieren que el negocio previsional se caracteriza por tener una demanda inercial con limitada sensibilidad ante cambios en el precio o la rentabilidad, por tratarse de un producto obligatorio y difícil de entender (pues su consumo no es inmediato), lo cual se refuerza con la falta de educación previsional. En esta situación, la fuerza de ventas (medida a través de los gastos operativos) parece haber jugado un rol importante en las decisiones de los afiliados de cambiarse de AFP y en la competencia de la industria de AFP.

#### 4. La oferta: el comportamiento de las AFP

Actualmente, el mercado previsional privado está compuesto por cuatro AFP. La proporción de mercado de las AFP no ha variado de manera significativa, manteniéndose una distribución de afiliados casi equitativa, en donde cada una de las 4 AFP que actualmente opera absorbe cerca del 25% de los afiliados. En términos del índice de concentración *Herfindahl-Hirschman* (HHI), el mercado de las AFP ha mostrado una tendencia a la concentración, estabilizándose alrededor de un nivel considerado usualmente como de alta concentración (2500).

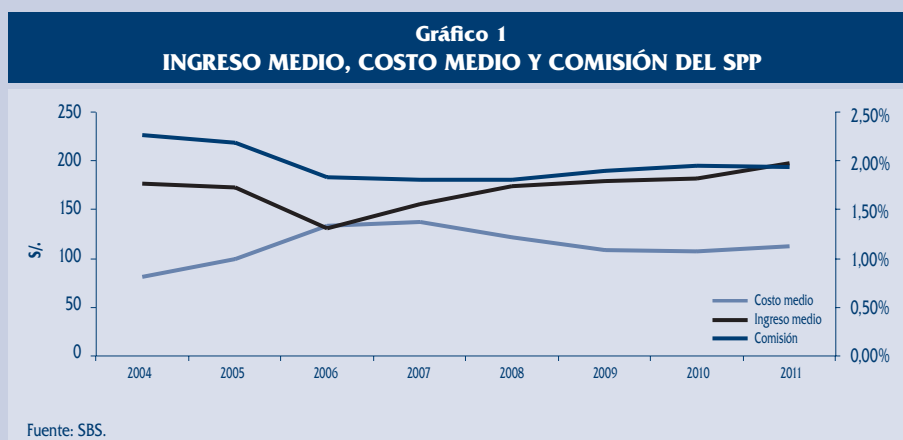
84 Se utilizó el estimador Mínimos Cuadrados Ordinarios y el Estimador SUR (Seemingly Unrelated Regressions)

85 Incorporación de la AFP Prima al SPP.

86 Medidos en relación a los gastos en ventas de una AFP referencial.

El Gráfico 1 ilustra la evolución del ingreso medio, el costo medio y la comisión promedio del SPP<sup>87</sup>. Hasta 2006, el incremento en los costos medios estuvo acompañado de una reducción en el ingreso medio y en las comisiones, asociada directamente a la competencia temporal que generó el ingreso de una AFP en agosto de 2005 con una comisión menor a la existente en el mercado. A partir de 2007, y luego que la nueva AFP absorbiera a una AFP existente, se observa un incremento de los ingresos medios y una tendencia decreciente en los costos medios, especialmente de los gastos de ventas por concepto de cargas de personal que, potencialmente, genera un margen para reducir las comisiones.

Esta evolución de los ingresos y costos sugiere la existencia de un margen creciente que permitiría trasladar la reducción de costos a menores comisiones. Sin embargo, las comisiones han permanecido casi invariantes hasta el año 2008 y en los últimos años han mostrado una tendencia ligeramente creciente, lo cual podría estar asociado a la necesidad de generar recursos para afrontar una posible guerra comercial (barrera de entrada).



Al analizar las fuentes de rentabilidad de la industria a través de la identidad de Dupont, se encuentra que las AFP han logrado generar márgenes positivos relativamente estables a lo largo del tiempo, alcanzar un ratio de rotación de activos estable y reducir el grado de apalancamiento financiero. Este resultado sugiere que la industria estaría llegando a un estado de eficiencia óptimo en la gestión de sus operaciones debido al grado de madurez que ha alcanzado la industria, luego de 20 años de funcionamiento.

En resumen, el análisis sugiere que, en el caso peruano, la estructura de mercado del SPP corresponde a un oligopolio: el bien es homogéneo y poco diferenciado; la demanda es casi insensible a cambios en precios y rentabilidad, aunque reacciona a incentivos de corto plazo asociados al mayor gasto de las AFP en la fuerza de ventas; y los ofertantes no tienden a trasladar la reducción de sus costos a menores precios (comisiones), generando márgenes que les permite iniciar una guerra comercial ante la entrada de una nueva AFP.

87 Para el cálculo del ingreso medio se dividió el ingreso por comisiones del SPP entre el número total de afiliados del SPP. En el cálculo del costo medio se dividió la suma de los gastos administrativos y de ventas del SPP entre el total de afiliados del sistema. Para el cálculo del costo marginal se dividió el incremento porcentual de los gastos administrativos y de ventas entre el incremento porcentual en el número de afiliados del sistema.

