

LAS COMISIONES DE LAS AFPs ¿CARAS O BARATAS?*

Salvador Valdés

Este estudio compara las comisiones cobradas por las AFPs chilenas en 1998 con el cobro de intermediarios alternativos, a fin de determinar si las AFPs fueron 'caras' o 'baratas'. La respuesta depende de cuál sea la alternativa de comparación. Las AFPs fueron más baratas que los fondos mutuos activos, pues las comisiones de las AFPs son equivalentes a 0,84% anual constante sobre los fondos administrados en el ciclo de vida, cifra inferior a la cobrada en promedio por los Fondos Mutuos. Sin embargo, las AFPs fueron 89% más caras que las alternativas de más amplio uso por los chilenos —libretas de ahorro en bancos privados, depósitos a plazo en bancos privados y cuentas en custodia en corredoras de bolsa. Una comparación en el ciclo de vida confirma ese resultado, pues encuentra que las AFPs fueron 50% más caras que esta alternativa. Se proponen algunas soluciones para esta situación.

SALVADOR VALDÉS P. Profesor del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica, Doctor en Economía, Director del proyecto Reforma del Estado en el Centro de Estudios Públicos, y Director de Larraín Vial Administradora de Fondos Mutuos.

* Agradezco las críticas y comentarios a distintas versiones de este trabajo de Rodrigo Acuña, Harald Beyer, Fernando Larraín, Antonio Recabarren y José Ramón Valente. Ellos no son responsables de la forma final ni de las conclusiones.

1. Introducción

Este estudio compara las comisiones que recibieron las AFPs chilenas en 1998 con opciones alternativas, con el objeto de determinar si las AFPs son ‘caras’ o ‘baratas’. La respuesta depende de cuál sea la alternativa de comparación. Los estudios de la Asociación de AFPs comparan con la alternativa más cara existente en el mercado financiero chileno y extranjero, que son los fondos mutuos activos¹. Efectivamente, las AFPs fueron significativamente más baratas que los fondos mutuos activos chilenos, pues las AFPs cobran comisiones que en el ciclo de vida son equivalentes a 0,84% anual constante sobre los fondos administrados.

Sin embargo, al comparar con las alternativas de más amplio uso por los chilenos —Libretas de Ahorro en bancos privados, Depósitos a Plazo en bancos privados y Cuentas en Custodia en corredoras de bolsa—, se encuentra que las AFPs recibieron en 1998 comisiones 89% mayores de casi todos los afiliados, aun considerando que las AFPs cobran cero a los afiliados no cotizantes. El desempeño de las AFPs mejora si se descuentan los premios de entrada que pagan los vendedores de las AFPs a los afiliados que se cambian, pero con una estimación optimista las AFPs todavía fueron 60% más caras que la alternativa indicada (caso central). Una comparación en el ciclo de vida confirma estos resultados, pues encuentra que las AFPs son 50% más caras (caso central).

El exceso de precio cobrado por las AFPs por sus servicios se explica en parte por el mayor nivel de gasto comercial, y ocurre a pesar de las facilidades que les ha entregado la ley para bajar sus costos. Otras partes se explican por factores como la alta rentabilidad obtenida por los dueños y el alto costo de cumplir con algunas regulaciones. La sección final esboza una solución para este problema.

2. Horizontes de comparación

Debido a la multiplicidad de comisiones utilizadas por las AFPs, se requiere discutir cómo combinar las comisiones aplicadas en un indicador único. Un paso previo para ello es precisar cuál es el período u horizonte de tiempo durante el cual interesa acumular las comisiones pagadas en cada instante. Resulta que los distintos instrumentos de ahorro utilizan compromisos con horizontes de tiempo muy diferentes.

¹ Para una descripción de la industria de fondos mutuos chilena, véase Maturana y Walker (1998). Para los fondos mutuos de los Estados Unidos, véase Mitchell (1996).

Por una parte, existen industrias de servicios de ahorro donde el horizonte del compromiso (contractual o implícito) entre cada cliente y cada productor es relativamente breve, no superior a cuatro años (este tope es ilustrativo). Este es el caso de la industria de AFPs, de la industria de libretas de ahorro, de la industria de fondos mutuos abiertos y de las cuentas en custodia en las corredoras de bolsa.

Por otra parte, hay industrias donde el horizonte del compromiso contractual entre clientes y productores es relativamente más largo, llegando hasta cuarenta o más años (estas duraciones son ilustrativas también). Este es el caso de la industria de las rentas vitalicias y de los seguros de vida que incluyen un plan de ahorro, sean voluntarios u opcionales dentro de un esquema obligatorio.

El horizonte del compromiso determina el horizonte de tiempo dentro del cual las empresas toman ciertas decisiones. A ese horizonte la empresa queda en libertad para cambiar sus precios o comisiones y para redefinir su producto, incluyendo la calidad del servicio y el segmento de clientes al que se dirigirá. Simultáneamente, el horizonte del compromiso determina en cuánto tiempo los nuevos clientes recuperarán la libertad para cambiar de proveedor. De existir créditos implícitos de la empresa al ahorrante, motivados por una diferencia entre el perfil temporal de costos y comisiones, ellos deben saldarse dentro del horizonte de compromiso. Por supuesto, otras decisiones de la empresa se toman usando otros horizontes.

Que el horizonte relevante para las industrias de AFP sea relativamente corto, implica que para los participantes de la industria no tiene interés comparar las comisiones cobradas por las AFPs con las cobradas por otros medios de ahorro en períodos más largos, tales como el ciclo de vida del afiliado. Revisemos el punto de vista de los participantes:

a) Una comparación de ciclo de vida no tiene interés para la AFP. Para tomar sus decisiones de gasto comercial y precio, ella sólo desea comparar el ingreso total que significa un afiliado adicional con el costo total que debe incurrir para prestar servicios a ese afiliado², en el horizonte probable de su relación contractual. Como en la mayoría de los casos la afiliación puede ser terminada en cualquier momento por el trabajador o pensionado, el horizonte contractual es relativamente corto. En las AFPs chilenas la regulación exige una residencia mínima de seis meses. El hori-

² Desde luego, la AFP también se interesa en comparar los ingresos totales con los costos totales. Esta consideración es necesaria cuando existen las economías de escala y economías de ámbito (o economías de variedad).

zonte implícitamente aceptado por las partes puede alcanzar a algunos años, pero sería difícil que en promedio supere los cuatro años.

Ninguna AFP individual tiene un compromiso contractual de servicio por 20 o 40 años con sus afiliados, y tampoco ofrece un compromiso implícito de servicio para siempre. En Chile existe libre entrada y salida de la industria de AFP. Si bien la mayoría de los trabajadores y empresarios que salen de la industria de AFP lo hacen por fusión, algunas han salido por liquidación.

b) Una comparación de ciclo de vida no tiene interés para el afiliado. Al final de los primeros seis meses (compromiso vigente) el afiliado puede optar nuevamente entre AFPs. El afiliado debe permanecer en el sistema de pensiones desde que inicia un empleo cubierto hasta su vejez, invalidez o muerte. Sin embargo, las comisiones pagadas en el pasado son inevitables, por lo que no interesan al afiliado para su actual decisión de AFP.

Las comisiones que pagará en el futuro mediano, posterior al vencimiento del compromiso vigente, no dependen del intermediario actual tampoco. Por ello, *para minimizar el costo del ciclo de vida debe minimizar el costo en cada horizonte de compromiso por separado*³.

La comparación secuencial de comisiones, siempre dentro de un horizonte corto, es la estrategia tradicional de selección de intermediarios. La selección de medios de ahorro voluntario exhibe el mismo patrón tradicional: el ahorrante se inicia invirtiendo en libretas de ahorro bancarias porque tiene pocos fondos. Una vez alcanzado cierto umbral de fondos, pasa a ahorrar en depósitos a plazo. Más adelante, cuando tiene ahorros suficientemente altos, pasa a ahorrar en acciones y participaciones en negocios.

Desde luego, veremos más adelante que cuando la comparación es realizada por un observador benevolente externo, que desea evaluar si un sistema de AFP es barato o caro en comparación a otros sistemas, una evaluación de horizonte corto sería insuficiente si la situación actual no representa una situación estable en el tiempo.

A pesar de ello, el horizonte corto es el relevante para los actores del sistema, y permite dilucidar algunos análisis erróneos. Por ejemplo, se argumenta a veces que en los sistemas de AFP donde existen sólo comisiones aplicadas al aporte, el cotizante adquiere el derecho a que el sistema de AFP —no la AFP que recibió la comisión— administre ese aporte en forma

³ En términos matemáticos, la estrategia óptima de selección de comisiones es estática.

gratuita hasta que jubile. Esto es falso porque ese derecho no está establecido en ningún contrato o ley. Por el contrario, la Constitución autoriza al Congreso a cambiar las leyes restrictivas que hoy impiden cobrar un porcentaje del fondo, y la Constitución confiere un derecho a las AFPs a cobrar las comisiones que permita la ley en el futuro. En realidad, lo que se observa hoy es discriminación de precios entre afiliados. El actual esquema de comisiones busca lograr que el afiliado que realiza un aporte cuando joven en base al salario mínimo y nunca más cotiza en su vida, reciba servicios administrativos y de administración de fondos por un valor acumulativo bastante mayor que la modesta comisión sobre el aporte que pagó al cotizar esa única vez. Los beneficiados por la discriminación no asumen ninguna deuda, y los perjudicados por la discriminación no adquieren ningún derecho⁴.

3. Indicadores de comisiones pagadas en el corto plazo

Un indicador frecuente expresa la comisión total pagada en pesos como porcentaje del aporte o cotización en pesos. Este indicador está sesgado, pues no reconoce que las tasas de cotización difieren significativamente entre países y sistemas. Por ejemplo, en el sistema de AFP de Australia la tasa de cotización a las pensiones personales fue de sólo 4% del salario contractual en 1995-1996, mientras que en el seguro social de Alemania alcanzó a 19,1% del salario. Pagar un determinado porcentaje del aporte es mucho más barato en Australia que en Alemania, si todo lo demás es constante. Luego, este indicador está sesgado, excepto en el caso teórico en que el 100% de los costos son variables con el tamaño del aporte, lo que está muy alejado de la realidad.

También se ha propuesto utilizar un indicador definido como la razón entre el ingreso total por comisiones de un sistema de AFP, neto del

⁴ Si el 'derecho' a administración gratuita futura existiera, cada AFP tendría que reconocer un pasivo con sus afiliados, que recogiera el grueso de la comisión aplicada al aporte, y ese pasivo tendría que ser respaldado con activos financieros segregados (reserva). Cuando un afiliado cambie de AFP, la AFP antigua traspasaría esta reserva y el pasivo a la nueva AFP. Pero nada asegura que el interés ganado por la reserva alcance para pagar los costos acumulativos. Ello depende de la frecuencia con que ese afiliado realice nuevos aportes. Como no se conoce el patrón de cotizaciones futuras que exhibirá cada afiliado, no es posible definir la proporción de la comisión recibida inicialmente que corresponde provisionar. Más grave, esa proporción supera el 100% para afiliados que cotizan en forma infrecuente. Ese afiliado quedaría con una deuda con la AFP que es incobrable. Luego, este esquema es una forma de discriminación de precios.

seguro, y el fondo administrado. Este indicador también está sesgado porque la proporción de los costos que es proporcional al monto de los fondos administrados es muy inferior a 100%. Por ello, este indicador hace que los sistemas de AFP con fondos más grandes aparezcan más baratos, sólo porque administran más fondos. Por ejemplo, como los fondos chilenos obtuvieron una rentabilidad excepcional en el período 1986-1994, el tamaño de los fondos entre 1995 y 1997 fue excepcionalmente alto, lo que mejoró este indicador por motivos totalmente aleatorios. Por lo mismo, la baja rentabilidad de 1998 empeoró este indicador en forma impredecible. Este indicador es aún más engañoso cuando se usa para comparar en el tiempo, entre medios de ahorro y entre países, pues induce al observador a olvidar las grandes diferencias en el saldo promedio de los fondos individuales.

El indicador que expresa las comisiones totales en pesos como porcentaje del salario imponible medio en pesos tiene otro sesgo, pues los salarios reales, el máximo imponible y el mínimo imponible varían fuertemente entre países, normalmente en más que los costos de producción del servicio de AFP.

El mejor indicador de las comisiones cobradas por las AFPs en el corto plazo es simplemente el precio de oferta exigido por ellas, es decir, las comisiones totales en pesos cobradas durante un año al afiliado representativo. El precio de oferta es un indicador poderoso y realista porque muestra lo que le interesa *al oferente*: la comisión en pesos que obtiene de cada cliente por año. Se trata del precio total, que incluye todos los servicios prestados (administración de cuenta, de fondos y seguro). Desde luego, el precio total varía según la composición de la canasta de servicios prestados, por lo que es necesario identificar los servicios que usa el cliente representativo.

4. ¿Fueron caras las AFPs chilenas en 1997-1998?

Una metodología

Para responder esta pregunta, esta subsección compara el precio de oferta (comisiones totales en pesos) cobrado por las AFPs chilenas con los precios de oferta cobrados por instrumentos de ahorro alternativos disponibles en el mercado financiero chileno.

El principal problema es elegir el patrón de comparación, pues el resultado depende de esto. En efecto, cuando el patrón de comparación son las comisiones de industrias intensivas en gasto comercial, como fueron en

1997 los fondos mutuos activos de los Estados Unidos y de otros países, incluso Chile, la comparación es favorable a las AFPs apenas el sistema de AFP se acerca a la madurez. El motivo es que en ese momento el fondo individual medio en las AFPs se acerca a su tamaño de largo plazo, de forma que al aplicar la tasa de comisión del fondo mutuo se obtiene una comisión en pesos que resulta mayor en los fondos mutuos activos.

Esta comparación sólo tranquiliza a un ingenuo⁵. En efecto, esa misma comparación es el argumento favorito de quienes *se oponen* a introducir un sistema de AFP en los Estados Unidos, pues alegan que tal sistema de AFP sería casi tan caro como los fondos mutuos voluntarios, que a su vez son mucho más caros que el Social Security Administration, medido en dólares al año (Diamond, 1994).

El principio metodológico general es optimizar la alternativa. En este caso, ello no está libre de controversia porque las alternativas difieren substancialmente en cuanto al contenido de gasto comercial. Si nos parece óptimo seleccionar los instrumentos de ahorro de mínimo precio de oferta (costo), descartaremos aquellos que son intensivos en gasto comercial. La corrección de esta decisión depende de cuánto valor atribuye el afiliado a los mensajes comerciales.

¿Cómo valora la inversión comercial el consumidor?

Una posición sostiene que el servicio de AFP es parte de la seguridad social obligatoria, cuyo objeto es maximizar el monto y seguridad de las pensiones de vejez y no el envío de mensajes comerciales, sea a través de promotores o de publicidad. Se sostiene que el Estado no debería obligar a los afiliados a adquirir mensajes comerciales a un nivel de intensidad significativa. Algunos mensajes comerciales son persuasivos e incluso en algunos casos consisten en técnicas de alta presión que reducen la capacidad del afiliado para analizar aspectos centrales del servicio de intermediación de ahorro. Por ello, esta posición sostiene que sólo son pertinentes como estándar de comparación los servicios privados de intermediación de ahorro que se limiten a incluir *gastos comerciales mínimos*, definidos como los indispensables para informar a la clientela.

⁵ Desde 1997 la Asociación Chilena de AFPs ha emitido comunicados de prensa comparando sus comisiones con las cobradas por los Fondos Mutuos chilenos.

Otros opinan que los gastos comerciales de las AFPs, en la parte que excede los gastos comerciales mínimos, son valorados por los afiliados. En su expresión más pura, esta posición sostiene que cualquiera sea el nivel del gasto comercial que se observe en la industria de AFP, el nivel de gasto comercial y el precio asociado, son la combinación más ajustada a las preferencias de los afiliados.

Esta posición implica rechazar la validez de cualquier comparación de comisiones, porque niega la existencia de alternativas de comparación. Tampoco serían válidas las comparaciones con la industria de fondos mutuos, donde quizá los consumidores demandan más información —gasto comercial— que en las AFPs. Nos parece que esta posición es inconsistente y nadie la ha defendido.

Aceptando la validez de realizar comparaciones, es natural que la alternativa sea la de mínimo contenido de gasto comercial y no la de máximo contenido comercial. Para identificar ese estándar en forma operativa, usamos el procedimiento de elegir, para cada tipo de cliente, el precio de oferta que resulta *menor* entre los precios de oferta de los instrumentos privados de intermediación de ahorro. De esta forma aseguramos que el estándar de comparación incluya un contenido mínimo de gasto comercial.

En el caso de Chile, este criterio elimina a los fondos mutuos voluntarios del estándar de comparación, pues en todos los casos su precio de oferta es mayor que el de instrumentos de ahorro alternativos.

Comparabilidad del servicio

El segundo desafío para una comparación válida es identificar servicios de intermediación de ahorro similares a las cuentas individuales en las AFPs, en cuanto al conjunto de servicios ofrecidos. Hemos considerado las libretas de ahorro en los bancos privados, los depósitos a plazo en bancos privados y las cuentas en custodia en las corredoras de bolsa. Como estos servicios no incluyen seguros, restamos la prima del seguro de invalidez y muerte del precio de oferta de las AFPs para lograr validez en la comparación.

Un aspecto que diferencia a las AFPs es el perfil de riesgo de inversión de cartera. Las libretas de ahorro y los depósitos a plazo son renta fija, mientras que las cuentas en custodia en los corredores de bolsa incluyen solamente acciones, aunque en algunos casos incluyen bonos. Pero ello no justifica grandes diferencias de costo. El costo marginal de administrar

carteras balanceadas de renta fija y acciones es mínimo, cuando son 'pasivas'. Por ejemplo, a partir de los años 1980, los corredores de bolsa en los Estados Unidos comenzaron a ofrecer *fondos mutuos índice*, que son similares a un depósito a plazo en comisiones y otras características, excepto en el perfil de riesgo de inversión, que está dado por el índice o cartera de referencia.

Las AFPs también usan estrategias de inversión 'pasivas', en el sentido de que privilegian la estrategia de comprar y mantener, por sobre la estrategia 'activa' de comprar y vender continuamente en la esperanza de ganar a costa de otros inversionistas. La estrategia pasiva se manifiesta en tasas de rotación de inversiones que son claramente menores en los fondos de pensiones que en los fondos mutuos activos. La alta similitud de las carteras entre AFPs ('efecto manada') descarta la posibilidad de que las AFPs usen estrategias activas. La cartera balanceada entre renta fija y acciones de los fondos de pensiones no implica que las AFPs ofrezcan servicios de administración activa de las inversiones.

Respecto a la bondad relativa de las estrategias activas y pasiva, se da la paradoja de que resulta muy difícil predecir precios de activos sistemáticamente mejor que otros profesionales de las inversiones. Por ello la evidencia muestra que el promedio de los fondos activos es *menos* rentable que la inversión pasiva, además de ser más costosos por la mayor rotación (Lakonishok *et al.*, 1992).

El medio de ahorro voluntario que es más pasivo y más ilíquido en el mercado chileno es la 'cuenta en custodia' ofrecida por las Corredoras de Bolsa. Estas cuentas tienden a mostrar pocos movimientos porque siguen reglas de inversión pasivas, tales como 'mantener la cartera actual', o 'ajustar la composición de la cartera una vez al año para copiar el IPSA o el promedio de las AFPs'.

En suma, concluimos que la comparación de precios de oferta debería hacerse entre las AFPs y una combinación de alternativas pasivas, como son las cuentas en custodia, las libretas de ahorro y los depósitos a plazo. No es necesario ajustar a cuenta de diferencias en el perfil de riesgo de la inversión.

Precios de oferta en AFPs y las alternativas

En mayo de 1998 la comisión promedio de las AFPs chilenas fueron 1,95% del salario (sin considerar el seguro), más 310 pesos al mes (74 centavos de dólar al mes) cobrado solamente a los cotizantes, más un

0,04% anual del fondo por concepto de comisiones pagadas a administradores extranjeros, que se restan del fondo. El 0,04% se obtiene de multiplicar el 4% del fondo invertido en el extranjero en 1998, por una comisión estimativa promedio de 1%, obtenida de declaraciones a la prensa del presidente de la Asociación de AFPs. Estas cifras incluyen la rebaja de comisiones ocurrida a comienzos de 1998.

También se entregan estimaciones que incluyen el posible efecto de premios de entrada pagados a los aportantes. Nos referimos al valor de las bicicletas, equipos de música y dinero entregado por los vendedores de las AFPs a los afiliados. Se utilizó una aproximación gruesa de la mitad de los honorarios agregados pagados por las AFPs chilenas a sus promotores durante 1996. Es probable que esta cifra exagere el monto agregado de los premios a la entrada, por lo que reduciría en exceso la comisión total estimada para las AFPs. Por ello, esta estimación entrega una cota inferior para las comisiones netas cobradas por las AFPs chilenas.

El horizonte de comparación es de dos años, por lo que el fondo individual representativo de los dos años es el alcanzado al final del primer año. El fondo futuro medio esperado se calcula a partir del fondo inicial medio, más doce cotizaciones, ponderadas por la densidad de cotización para ese estrato de fondo individual. La tasa de cotización es 10% para las AFPs y 11,95% para los medios de ahorro alternativos, con el objeto de mantener el salario líquido igual en ambas opciones.

El precio de oferta recibido por los productos bancarios puede ser estimado multiplicando el monto promedio por la diferencia entre la tasa de interés que pagaría el banco si obtuviera los fondos como préstamo al por mayor, medida por la tasa de interés interbancaria, y la tasa de interés pagada a los ahorrantes al por menor. En los últimos años excluyendo 1998, esta diferencia alcanzó en Chile a 3,0% anual en promedio en las libretas de ahorro bancarias y a 0,8% anual en los depósitos a plazo. Los montos mínimos exigidos por los bancos privados son unos cien dólares para libretas de ahorro y unos mil dólares en depósitos a plazo (véase encuesta en Valdés, 1997). Los bancos privados realizan esporádicamente campañas de publicidad en favor de sus libretas de ahorro y depósitos a plazo.

Los corredores de bolsa piden precios de oferta modestos en las cuentas en custodia, como muestra el Cuadro N° 1. Ello se explica en parte porque las corredoras de bolsa aplican un esquema de precio gancho: la custodia es barata (o gratis), y el cliente puede llevarse sus títulos a otra corredora sin cargo adicional. Sin embargo, cuando el cliente liquida su

CUADRO N° 1: COMISIONES POR CUSTODIA EN LAS CORREDORAS DE BOLSA CHILENAS

| Comisiones por custodia de títulos y cobro y depósito de dividendos a los clientes | Número de corredoras |
|--|----------------------|
| A. Por 4 mil dólares en acciones | |
| 1. Gratis (Alfa, Banchile, Banestado, BHIF, Celfin, Citicorp, Larraín Vial, Ovalle, Tanner, otras) | 17 |
| 2. Entre 0 y 40 dólares al año: Ejemplos: a) 1 UF anual con cargo a los dividendos (Bancrédito); b) 0,5% sobre dividendos (Santander); c) 0,24% anual sobre el monto (Ugarte y Cía.) | 4 |
| 3. Entre 40 y 100 dólares al año: | 2 |
| 4. No ofrecen el servicio o cobran más de 100 dólares al año (Bice, Bankers Trust, Covarrubias, Munita y Cruzat, otros) | 14 |
| B. Por 4 mil dólares en bonos | |
| 1. Gratis (Banchile, Banedwards, Celfin, Larraín Vial, Ovalle, Tanner, otros) | 11 |
| 2. Pequeñas sumas positivas. Ejemplos a) 2% de los cupones + 1 UF anual (Sudamericano); b) 2 dólares por cada ingreso, cupón y salida (BHIF). | 4 |
| 3. No ofrecen el servicio o más de 100 dólares al año | 20 |

1 UF = 32 dólares.

Fuente: encuesta telefónica, 3-10 de septiembre de 1998.

inversión paga una comisión de corretaje, que puede alcanzar a 0,3% del valor de la venta (a lo cual se agregan derechos de bolsa e impuestos). La corredora también puede lograr otros ingresos, pues el cliente de la custodia puede ser atraído a invertir en otros títulos y puede suscribir acciones adicionales ejerciendo opciones regaladas por sus acciones iniciales. Esta estructura de comisiones premia al inversionista 'ilíquido' y pasivo, que sólo vende inversiones cada 5 o 10 años.

Con el objeto de realizar una estimación conservadora de precios de oferta, no hemos aplicado la estructura de comisiones observada realmente en las cuentas en custodia, que está influenciada por el esquema de precio gancho descrito. En vez, investigamos la estructura de costos directos que

deben soportar las corredoras que prestan este servicio, y hemos agregado un generoso margen de 200% para cubrir otros costos. De aquí hemos supuesto para nuestras simulaciones que la cuenta en custodia cobra comisiones por 0,25% anual del fondo promedio, más 1,50% de las cotizaciones posteriores. Estas comisiones cubren largamente el costo administrativo de cobrar dividendos, crías y cupones y de procesar los canjes de acciones y las opciones para suscribir acciones adicionales. Suponemos además que la Corredora de Bolsa cobra un cargo fijo de traspaso de títulos de 1 UF (33 dólares) a la entrada y a la salida.

Calidad del servicio

El recuadro (véase página siguiente) argumenta por qué los medios de ahorro seleccionados —libretas de ahorro, depósitos a plazo y cuentas en custodia— prestan en Chile servicios de calidad similar o superior a las AFPs. Esto implica que la comparación de precios que sigue a continuación no está sesgada por diferencias en la calidad del servicio.

Hasta aquí hemos justificado usar como estándar de comparación al precio de oferta que resulta *menor* entre los precios de oferta de libretas de ahorro, depósitos a plazo y cuentas en custodia en corredoras de bolsa. Así el estándar de comparación incluye el mínimo contenido de gasto comercial y al mismo tiempo es un producto viable y real.

El estrato de saldos bajos

Estos medios de ahorro imponen montos mínimos de inversión. Los mínimos son de magnitud muy diferente, siendo menor en las libretas de ahorro y mayor en las cuentas en custodia.

Para considerar los mínimos, es necesario separar la comparación según la magnitud del fondo individual de los afiliados. Un desglose por estrato de fondo individual encuentra que el estrato de fondos individuales iniciales más bajos (menores de 50 dólares) no cumplía con la inversión mínima establecida por los bancos privados para abrir libretas de ahorro, que alcanzaba en 1997 a 100 dólares.

Sin embargo, la mitad de los bancos privados imponía una inversión mínima inferior a 100 dólares, por lo que una buena parte de los afiliados de este estrato cuenta con una alternativa real. Además, los bancos privados

DIFERENCIAS ENTRE LA CALIDAD DEL SERVICIO DE LAS ALTERNATIVAS
Y LOS SERVICIOS DE AFP

Este recuadro revisa si existe algún sesgo originado en posibles diferencias en la calidad de los servicios prestados por las AFPs en relación a los servicios prestados por los instrumentos alternativos.

1° Diferencias en los servicios de liquidez. Las libretas de ahorro a plazo prestan servicios de liquidez, pues su dueño puede retirar sin aviso previo cada 30 días, hasta 900 dólares por vez (Libreta de “giros diferidos”). En el caso de los depósitos a 90 días, los bancos aceptan normalmente pagar el principal antes del vencimiento, cuando lo pide el cliente, a cambio de los intereses. Los títulos en custodia en corredoras de bolsa pueden ser vendidos en pocos días. Luego, todos estos instrumentos de inversión ofrecen servicios de liquidez, aunque no idénticos. Como las AFPs sólo prestan servicios de liquidez en las cuentas no obligatorias, deberían cobrar precios menores, contrario a lo observado.

2° Recaudación. Las AFPs recaudan las cotizaciones a través de los empleadores, lo que les impone la obligación de relacionarse con ellos para solucionar errores. Sin embargo, la recaudación vía empleadores es más barata que hacerlo vía cajero de banco, como deben hacerlo las libretas de ahorro, depósitos a plazo bancarios y corredoras de bolsa. Por ello esta diferencia justifica un menor precio para las AFPs, contrario a lo observado.

3° Seguro. Las AFPs chilenas administran el seguro de invalidez y muerte, lo que significa costos administrativos adicionales. Sin embargo, el grueso de las labores administrativas son subcontratadas a compañías de seguros de vida, las que son remuneradas con parte de la prima del seguro. Las cifras del Cuadro N° 2 excluyen la prima del seguro de las comisiones atribuidas a las AFPs. Luego, la diferencia de costo asociada a estos servicios ya está considerada.

4° Custodia. La cartera de inversiones ofrecida por las AFPs chilenas presenta alta seguridad en cuanto a la custodia de sus títulos. Sin embargo, los bancos privados chilenos también ofrecen un alto grado de seguridad en sus procedimientos internos. En el caso de las corredoras de bolsa, la seguridad de la custodia fue materia de preocupación en 1996, debido a algunos fraudes. Sin embargo, desde 1997 las corredoras están obligadas a comprar un seguro para el caso de fraude y desde 1998 usan los servicios del Depósito Central de Valores, cuyo riesgo de fraude es nulo. Luego, la seguridad de la

custodia de las corredoras es en 1998 tan buena como la de las AFPs, algunas de las cuales han sufrido la pérdida de títulos del encaje.

5° Pensiones. Las AFPs tramitan pensiones de vejez en forma gratuita, mientras que los intermediarios alternativos no lo hacen. Sin embargo, debido a la inmadurez del sistema, las AFPs chilenas tramitaron en 1996 sólo 16.000 pensiones de vejez (normal y anticipada). Suponiendo un costo administrativo de 100 dólares por pensión, esto puede explicar una diferencia en el costo anual de sólo 0,3 dólares por afiliado.

6° Subsidios cruzados. Las AFPs chilenas prestaron otros servicios de cuenta de ahorro en forma gratuita, como son las Cuentas de Ahorro Voluntario (aproximadamente un millón de cuentas) y las Cuentas de Ahorro de Indemnización (unas 200 mil cuentas). Esto eleva el número total de cuentas administradas por las AFPs en un 20%. Sin embargo, el costo marginal de administración de estas cuentas debe ser modesto, como sugiere el hecho de que desde 1988 hasta 1997 todas las AFPs chilenas han decidido no cobrar comisiones a esas cuentas, a pesar de estar autorizadas para hacerlo. Si ese costo marginal igualara la comisión cobrada por los bancos privados por administrar libretas de ahorro de bajo saldo, el mayor costo para las AFPs por este concepto alcanzaría a 1,3 dólares al año por afiliado.

7° Encaje. Las AFPs deben formar una reserva para garantizar su rentabilidad relativa. El costo de esta precaución no fue restado de los costos de las AFPs, mientras que el costo del encaje bancario fue restado del diferencial de interés atribuido a los instrumentos bancarios. Esta diferencia de costo es genuina, pero puede haber significado un promedio de sólo 3 dólares al año por afiliado¹ en 1997.

En suma, el balance de diferencias de calidad de servicio es de signo ambiguo y en todo caso la diferencia de costo es menor.

¹ Esta estimación se basa en un costo de 6 puntos base al año sobre el fondo de pensiones. Corresponde a la diferencia de rentabilidad esperada entre los fondos de accionistas y la rentabilidad esperada del fondo de pensiones, multiplicada por el tamaño de la reserva, que en Chile es 1% del fondo de pensiones. El riesgo de no cumplir la rentabilidad mínima relativa no se considera porque las AFPs copian sus carteras por razones comerciales.

prestan el servicio de cuentas de ahorro a las libretas de ahorro ya establecidas aunque los retiros de fondos hayan reducido el saldo por debajo de la inversión inicial mínima. Cuando el saldo cae por debajo de un segundo umbral, más bajo todavía, los bancos aplican una comisión fija periódica que agota el saldo en unos pocos meses.

Como algunos afiliados del estrato de saldos más bajos no cuentan con una alternativa real en el sector privado⁶, adoptaremos un supuesto favorable a las AFPs. Éste consiste en que los bancos privados cobrarían un precio anual igual al que efectivamente cobran a las cuentas del siguiente tramo de tamaño en fondos individuales, todas las cuales cumplen con el saldo mínimo exigido. Este supuesto no tiene mayor incidencia en los resultados, porque el estrato de afiliados con fondos individuales iniciales menores de 50 dólares contenía solamente al 9,5% de los afiliados de las AFP chilenas en 1997.

Ajuste por los afiliados no cotizantes

Una comparación válida todavía requiere un tratamiento adecuado del caso de los afiliados no cotizantes. Resulta que las AFPs no están autorizadas a cobrar comisión a este grupo, mientras que los demás instrumentos de ahorro sí cobran comisiones positivas a quienes dejan de aportar.

Los afiliados no cotizantes constituyeron el 43,8% de los afiliados totales en diciembre de 1997. Esta cifra no tiene relación alguna con la evasión, pues sólo refleja el hecho de que una persona queda registrada como afiliado aunque haya cotizado una vez en la vida. En diciembre de 1997 el 25% de los afiliados no pensionados no había cotizado en los últimos 24 meses, debido a que se han retirado de la fuerza de trabajo (mujeres, otros), del empleo (desempleados) o del empleo dependiente (trabajadores independientes que no están obligados a cotizar).

Como la existencia de montos mínimos de inversión obliga a separar la comparación por estrato de fondo individual, ello obliga a estimar la

⁶ Desde luego, la libreta del ahorro del Banco del Estado tiene una inversión mínima de cero y no cobra comisión. Sin embargo, esta alternativa no es comparable a las AFPs porque el Banco del Estado subsidia estas libretas de ahorro como parte de una política social. Esa política es ineficiente, en comparación a que el Estado subsidie las libretas de ahorro de todos los bancos que ofrezcan el servicio en localidades identificadas como necesitadas.

CUADRO Nº 2: CHILE: COMISIONES EN AFPS Y EN ALTERNATIVAS, 1997
(dólares y pesos chilenos de 1997, 1 dólar = 420 pesos, antes de IVA)

| A: Saldo inicial en fondo por rango B: Salario imponible C: Densidad cotización | Fondo futuro medio esperado con cotización 10% (y con cotiz. 11,95%) | Precio de oferta para los próximos 2 años (dólares/año) | | |
|---|--|---|--|---|
| | | AFP sin premio de entrada (I) | Alternativa con menor precio oferta (II) | Diferencia de precio en el tramo (III) = (I - II) |
| A: \$0 a \$20.000; B: 71.500 C: 30,7% | \$28.794 (\$33.930) | 15,0 | 6,9 ^a | 8,1 |
| A: \$20.000 a \$100.000; B: \$80.000 C: 30,6% | \$90.367 (\$96.095) | 16,4 | 6,9 ^a | 9,5 |
| A: \$100 a \$500 mil; B: \$125.000 C: 46,1% | \$362.150 (\$375.634) | 36,5 | 26,8 ^a | 9,7 |
| A: \$0,5 a 2 millones; B: \$163.000 C: 64,3% | \$1.286 mill. (\$1.310 mill.) | 65,3 | 25,0 ^b | 40,3 |
| A: \$2 a 5 millones; B: \$260.000 C: 76,5% | \$3.469 mill. (\$3.516 mill.) | 120,9 | 64,1 ^c | 56,8 |
| A: + de \$5 mill.; B: \$440.000 C: 85,0% | \$13.450 mill. ¹ (\$13.538 mill.) | 228,7 | 132,8 ^c | 95,9 |
| Promedio ponderado ² por número de afiliados: | | | | |
| a) sin premios de entrada | | 72,2 | 38,3 | 33,9 |
| a) con premios de entrada | | 61,2 | 38,3 | 22,9 |

Supuestos: El fondo futuro medio esperado (F y F') para los próximos 2 años se estima como el saldo inicial en el fondo más la tasa de cotización que corresponda aplicada al salario imponible durante 12 meses, por la densidad de cotización estimada para cada estrato (en columna 1, véase nota 8). La densidad de cotización promedio es 56,2%. El saldo medio del estrato de mayor fondo individual se obtiene por diferencia entre el fondo individual promedio del sistema y los demás datos. Las comisiones recurrentes de AFP, netas del seguro fueron en mayo de 1998 en promedio 1,95% del salario imponible, más 310 pesos por cotización, más un 0,04% del fondo por concepto de comisiones pagadas a administradores extranjeros que se restan del fondo. El precio de oferta es [(0,0195W + 310)/D 12 + 0,0004F]/420. El premio de entrada se estima como 0,0033WD 12/420.

En la columna Alternativa se muestra la opción con menor precio de oferta para cada categoría de clientes, que son a, b y c (véase la descripción a continuación):

^a Libreta de ahorro a plazo en banco privado, que cobra un spread de 3% anual del Fondo Futuro Medio esperado para tasa de cotización de 11,95% (F') o 6,9 dólares al año, cualquiera sea mayor.

^b Depósito a plazo bancario en UF a 90 días cobra un spread de 0,8% anual de F', para monto mínimo de 1.000 dólares.

^c Cuenta en Custodia en Corredora de Bolsa, invertida pasivamente, para monto mínimo de 5.000 dólares. Suponemos comisiones de 33 dólares por el traslado de títulos a la entrada (prorrateado en 2 años), más 1,50% de las cotizaciones posteriores, más 0,25% anual de F' por concepto de custodia y administración, más 33 dólares por el traslado de títulos a la salida (prorrateado en 2 años).

¹ El saldo inicial medio en este tramo se estima en \$13,0 millones. Esto se obtiene por diferencia entre el fondo de pensiones agregado y las sumas que corresponden a los demás tramos según su saldo medio.

² Las ponderaciones de cada uno de los 6 estratos de fondo individual fueron 9,5%; 13,2%; 24,4%; 28,2%; 14,1% y 10,6% de los afiliados totales.

densidad de cotización por estrato. Esto se realiza en base a un modelo lineal simple, cuyos resultados se muestran en el Cuadro N° 2⁷.

El Cuadro N° 2 compara los precios de oferta cobrados en 1997 por las AFPs chilenas, con el *menor* de los precios de oferta exigidos por las distintas alternativas ofrecidas por el sector financiero privado al mismo afiliado.

El resultado del Cuadro N° 2 es que para 1998 y 1999 la mayor parte de los cotizantes en las AFPs chilenas —no todos— pagaría cerca de *la mitad de comisiones* en valor esperado, antes de premios de entrada, eligiendo el medio de ahorro alternativo que pide el menor precio de oferta. El promedio de los afiliados pagaría 89% más en la AFP, es decir, 33,9 dólares al año de exceso. Por supuesto esta cifra es un promedio que esconde fuertes discriminaciones de precios.

Al tomar en cuenta la presencia de premios de entrada, atribuyéndoles una magnitud agregada de la mitad del gasto de las AFPs en honorarios a vendedores —equivalente a 0,33% del salario imponible— la diferencia se reduce a 22,9 dólares al año. Aún después de restar esta generosa estimación de los premios de entrada, las AFPs son 60% más caras que las alternativas.

Interpretación

Este resultado no significa que las AFPs chilenas sean ineficientes en el sentido de no minimizar costos. La explicación más simple del resultado es la mayor incidencia de la inversión comercial en las AFPs, donde absorbe casi la mitad del ingreso operacional total. Una segunda explicación es que las utilidades de las AFPs están por sobre lo normal.

El Cuadro N° 2 no demuestra que sea posible reducir la inversión comercial agregada permitiendo a bancos y corredoras de bolsa prestar el

⁷ Se conoce la distribución por estrato de saldo de los afiliados activos. También se conoce la distribución de las cotizaciones pagadas en un mes a cuenta de salarios devengados el mes anterior, y que alcanzaron a ser acreditadas a las cuentas individuales dentro del mes (2.661.605 cotizaciones en diciembre de 1997). El universo de cotizantes activos en diciembre de 1997 alcanzó, en cambio, a 3.246.807 cotizantes. Para distribuir esta diferencia por estratos de saldo hacemos el supuesto de que la densidad de cotizantes (x_i) varía entre estratos con la densidad de cotizaciones acreditadas dentro del mes (y_i), en forma lineal. Suponemos también que la densidad de cotizantes es 85% en el estrato de mayor saldo. De los supuestos y datos se deduce que la densidad de cotizantes para el estrato i es $x_i = 0,85 - 0,815(0,814 - y_i)$, donde y_i es la razón entre las cotizaciones descritas para el estrato i y los afiliados activos en ese estrato y 0,814 es la densidad aparente para el estrato de mayor saldo. El coeficiente 0,815 resulta de la condición de que la suma de cotizantes llegue a 3.246.807. Ese coeficiente es $(0,85A - 3.246.807)/(0,814A - 2.661.605)$ donde A es el total de afiliados del sistema. La primera columna del Cuadro N° 2 muestra los valores de x_i para los 6 estratos de saldo.

servicio de AFP, usando sus productos tradicionales pero con contabilidad separada supervisada por la Superintendencia (Shah, 1997). En efecto, la llegada de millones de nuevos clientes de menor educación que los actuales, que además son obligados a ahorrar y no son sensibles a las comisiones, puede inducir a los bancos y corredoras a aumentar la inversión comercial y los precios en sus productos tradicionales, llegando a igualar los que cobraban las AFPs en 1998. Si la inversión comercial es relativamente alta en las AFPs debido a la naturaleza de la demanda, a la falta de información y a las regulaciones sobre el nivel y estructura de las comisiones, esos factores también actuarían sobre los productos tradicionales de bancos y corredoras de bolsa.

Otra hipótesis para explicar estos resultados es que las libretas de ahorro, depósitos a plazo y cuentas en custodia tienen menores costos administrativos debido a *economías de ámbito* con sus demás productos. Si bien es probable que esas economías existan, su presencia no garantiza precios bajos. Por ejemplo, los fondos mutuos chilenos cobran precios altos a pesar de que la mayoría de ellos comparte recursos con su matriz bancaria. Luego, las economías de ámbito deben ser rechazadas como explicación de los bajos precios de las alternativas.

Una tercera explicación para el resultado del Cuadro N° 2 es que los bancos y corredoras de bolsa cobran por debajo de los costos en los productos seleccionados, como parte de una estrategia de *precio gancho*⁸. La idea es que una vez que el banco o corredora ha atraído al cliente con libretas de ahorro, depósitos a plazo y cuentas en custodia, aumenta la probabilidad de venderle productos de alto margen, tales como crédito de consumo y compraventa de acciones. Según esta hipótesis, los precios reportados en el Cuadro N° 2 para las alternativas no son el precio total que paga el cliente, pues también debe pagar un margen en los créditos de consumo y corretaje de acciones para que esos precios sean viables.

Esto no convence, pues en el caso de los bancos no existe evidencia de que la demanda por libretas de ahorro y créditos de consumo sean complementarias. En la práctica los bancos usan medios más efectivos para promover la venta de sus servicios de alto margen, como son la publicidad y los vendedores. El banco que usa más inversión comercial prefiere usar menos la estrategia de precio gancho. En el caso de las cuentas en custodia, las comisiones utilizadas en nuestra simulación ya corrigieron por la estrategia de precio gancho, pues se basaron en una investigación de los costos directos a lo cual se agregó un generoso margen de 200%.

⁸ Para una exposición formal de esta estrategia para una empresa que puede elegir sus precios (dentro de cierto rango), véase Tirole (1988).

A lo largo de su vida, el afiliado elige el medio de ahorro más económico a medida que aumenta su fondo individual. Una vez alcanzado cierto nivel de fondo individual, le conviene graduarse desde las libretas de ahorro hasta los depósitos a plazo, y luego hasta las cuentas en custodia. Un aspecto notable del Cuadro N° 2 es que a *ninguno* de los afiliados representativos de los grupos mostrados en el cuadro conviene elegir una AFP, pues siempre resulta más cara. Ello cambia para los afiliados que reciben subsidios cruzados, por ejemplo, aquellos cuyo fondo individual supera cierto umbral⁹.

Debido a los subsidios cruzados, surge otra crítica a los resultados del Cuadro N° 2: los costos promedio mostrados en el cuadro no representan el ciclo de vida de un afiliado promedio, pues en la época en que esté más cercano a la jubilación, o por cualquier otro motivo haya acumulado un fondo individual superior al umbral indicado, el afiliado encontraría más conveniente la AFP que cualquier otro intermediario. Si bien la diferencia promedio de comisiones reportada por el Cuadro N° 2 es representativa de la situación de 1998, sería previsible que la proporción de tales afiliados aumente al madurar el sistema chileno de AFP y aumentar el fondo individual promedio del estrato de clientes de mayor fondo individual, haciendo que una mayor proporción de afiliados sea subsidiada y encuentre que la AFP tiene el precio de oferta más conveniente. La próxima sección evalúa la magnitud de este posible sesgo y encuentra que es modesto.

5. Comisiones totales en el ciclo de vida: Metodología

Cuando un observador desea saber cuál de dos sistemas de ahorro es más barato, debe hacer una comparación en el ciclo de vida para determinar el efecto neto de los subsidios cruzados que paga y recibe en distintas fases de la vida. Por ejemplo, el uso del horizonte del ciclo de vida se justifica cuando el afiliado debe optar entre continuar en un sistema de pensiones establecido e incorporarse a un sistema de AFP en forma irrevocable. Desde luego, una comparación completa no se limita a las comisiones, pero ellas pueden ser determinantes en la elección.

Sin embargo, el uso del horizonte del ciclo de vida no implica suponer que el afiliado pagará en todo momento una misma tasa de comi-

⁹ Este umbral de fondo individual es alto porque debe tomar en cuenta que las Corredoras de Bolsa otorgan descuentos en las comisiones a quienes mantienen títulos por un valor superior a 50.000 dólares. Este umbral varía entre corredores.

sión constante, cualquiera sea su base. Por ejemplo, en el sistema de ahorro para el retiro mexicano, las AFOREs cobran sobre distintas bases. En 1998 AFORE Inbursa cobró una comisión única definida como 33% de la rentabilidad, mientras que AFORE Banamex cobró una comisión de 1,70% del salario imponible. Como el afiliado mexicano puede cambiar de AFORE una vez al año (según la ley), y en 1998 el fondo individual de todos los afiliados fue bajo en comparación a lo proyectado para los años futuros, una proyección optimizada en el ciclo de vida debe suponer que el afiliado elige a Inbursa para los primeros años y a Banamex una vez que su saldo sea alto. Como ilustración, consideremos el caso de un afiliado con salario imponible de 500 dólares al mes, que trasladó un fondo individual desde el SAR por 200 dólares. Además la tasa de cotización es de 6,5% y suponemos una rentabilidad real de 8%. Luego, la comisión cobrada por Inbursa en el primer año es aproximadamente $0,33 \times 0,08 \times (200 + 500 \times 0,065 \times 6) = 10$ dólares; y la comisión cobrada por Banamex es $0,017 \times 500 \times 12 = 102$ dólares. Una proyección de ciclo de vida no puede presuponer que el afiliado mexicano estará toda su vida en una misma AFORE, pagando las mismas tasas de comisión, porque se beneficia al usar su derecho a cambiar de AFORE.

Un horizonte largo también se justifica cuando el afiliado debe evaluar la conveniencia de contratos de ahorro irrevocables por un plazo largo. Por ejemplo, en el sistema de pensiones obligatorio del Reino Unido, los afiliados que optan por los planes de pensión personales (Personal Pension Schemes), deben optar además entre ahorrar en fondos mutuos, con compromisos de corto plazo, y ahorrar en seguros de vida dotales ofrecidos por Compañías de Seguros de Vida, que consisten en un plan de ahorro hasta los 65 años. Estos seguros de vida sólo son revocables previo pago de una multa significativa. Por ser irrevocables en la práctica, esta decisión requiere de una evaluación de largo plazo.

Otro caso de gran importancia está dado por los contratos usados en la fase de jubilación del ciclo de vida. En el sistema de AFP, el afiliado debe optar entre una pensión de reta vitalicia (contrato irrevocable) y de retiro programado (secuencia de contratos de corto plazo). Para comparar comisiones, el afiliado debe usar como horizonte toda su vida restante¹⁰.

¹⁰ También el oferente de contratos de largo plazo debe comparar ingresos y costos en un plazo largo. Ello es indispensable porque es frecuente que esos contratos incluyan créditos implícitos. Por ejemplo, el costo de venta de una renta vitalicia y de un seguro dotal no se cobra al momento en que se incurre, sino que se reparte en toda la vida del contrato.

Proyección de tasas de comisión

Es frecuente observar comparaciones de comisiones en un horizonte de largo plazo o de ciclo de vida que adoptan el supuesto de que las *tasas* de comisión observadas inicialmente se mantendrán *constantes en el tiempo*. Desafortunadamente, en muchos casos este supuesto es insostenible.

Existen dos razones para dudar de este supuesto:

1) Cuando el afiliado puede cambiar de medio de ahorro o de intermediario y se beneficia de usar este derecho (como en el caso de las AFORES), es insostenible postular que los afiliados nunca aprovecharán la oportunidad en ningún grado. En el caso que nos interesa, es insostenible suponer que el afiliado usará libretas de ahorro toda la vida, siendo que puede cambiar a un depósito a plazo apenas alcance el saldo mínimo y luego a una cuenta en custodia.

2) No se debe confundir una tasa de comisión con el precio de oferta de un servicio. La competencia entre intermediarios, incluyendo la entrada y salida del mercado, obliga a la industria a variar las *tasas* de comisión promedio a lo largo del tiempo cuando existen variaciones en las *bases* de comisión del afiliado promedio.

Un buen ejemplo son los dramáticos cambios en las tasas de comisión observados en los Fondos Mutuos de los Estados Unidos en el período 1975-1995. Al principio del período los fondos mutuos accionarios cobraban una comisión de entrada de 8,5% de la inversión y una comisión anual cercana a 2% del fondo. Al final del período esas tasas de comisión habían caído a 3,2% y 0,9% anual, respectivamente (véanse citas en Maturana y Walker, 1998). Ello ocurrió en respuesta a enormes aumentos en el número de clientes y en los fondos administrados, combinado con una estructura de costos intensiva en costos fijos.

En general, una proyección de las tasas de comisión depende de al menos tres proyecciones más fundamentales:

a) *Proyección de demanda*. Se requiere una proyección de demanda para saber cómo deberían evolucionar a lo largo del tiempo las cantidades de servicios producidos, incluyendo el número de mensajes comerciales. Cuando los afiliados pueden elegir medios de ahorro con diferentes bases y tasas de comisión, esta proyección debe incorporar la utilización de parte de los afiliados de la posibilidad de reducir comisiones cambiando el medio de ahorro. Esta proyección entrega los insumos para estimar los costos.

b) *Proyección de costos recurrentes*. Se trata de proyectar la evolución de los costos de producción y comercialización en respuesta a variaciones en las cantidades de servicios que se deberán proveer. Para hacer

esta proyección se debe utilizar una función de costos totales, que se investiga por separado. Estrictamente, también es necesario proyectar cómo variará el número de AFPs para pronosticar el costo fijo agregado.

c) Proyección de las bases de comisión. Interesa la evolución probable en el tiempo de la masa de aportes, la masa de salarios imposables, el fondo de pensiones y la rotación entre AFPs (base de los premios de entrada). No tiene sentido pronosticar que una industria de AFP nueva donde la única base de comisión es el fondo administrado, mantendrá sus tasas de comisión constantes en el tiempo, cuando se sabe que la base de esa comisión (el fondo) aumentará fuertemente en el tiempo por la mecánica de acumulación.

Con estas tres proyecciones es posible intentar una proyección de las tasas de comisión hacia el futuro, exigiendo que cumplan con la condición de equilibrio de ingresos y gastos para un estado estacionario creciente a la tasa g :

$$(1) \quad (1+g) \cdot \frac{A}{I} \cdot \sum_j t_{jt} \cdot B_{jt} = N_t \cdot \left[F + CC(X_{1t}, X_{2t}, \dots) + \sum_i CE_i(X_{it}) \right] \text{ para cada } t$$

donde g = tasa de crecimiento de los activos fijos (estado estacionario).

A/I = razón del valor de los activos fijos a ingresos por comisiones.

t_{jt} = tasa de la comisión j en el año t , promedio de la industria.

B_{jt} = base de la comisión j proyectada para el año t .

N_t = número de AFPs proyectadas para el año t .

F = costo fijo por AFP.

CC = costo común variable de cada AFP.

CE = costo específico variable asignable al producto i .

X_{it} = cantidad de servicios del tipo i requeridos en el año t .

En caso de una tasa de crecimiento positiva ($g > 0$), esta ecuación exige a la industria generar un excedente de ingresos sobre costos totales, que se utiliza para financiar las inversiones en activos productivos que requiere la expansión del mercado.

Cuando existen múltiples bases de comisión, la ecuación (1) es insuficiente para proyectar la evolución en el tiempo de cada tasa de comisión. Se requiere de supuestos adicionales, tales como que cada tasa de comisión deba ser superior al costo marginal de producir más unidades de la misma base (cuando X_{it} coincide con B_{jt}).

Desde luego, estas proyecciones están sujetas a un importante nivel de incertidumbre, determinado por la innovación tecnológica y regulatoria.

Además, es difícil saber si la competencia comercial entre AFPs y la tasa de rotación de afiliados aumentará en el futuro. Sólo un conocimiento acabado de la industria analizada puede reducir esas incertidumbres.

Proyecciones para las AFPs

En el improbable caso de que no exista más innovación tecnológica ni regulatoria en el sistema de AFP chileno, la masa de salarios impositibles aumentará a lo largo del tiempo debido al crecimiento económico (aumento del PIB) y al aumento de la importancia relativa del empleo formal y cubierto asociado al crecimiento económico. También aumentará el número de afiliados, pues debido a la constante rotación laboral entre el sector cubierto y el sector no cubierto, una proporción creciente de la población habrá cotizado al menos una vez en su vida en el sistema de AFP. Estos procesos aumentan las bases de dos comisiones a lo largo del tiempo: (a) la proporcional al aporte o al salario imponible, y (b) la comisión 'fija', proporcional al número de aportantes.

Con respecto a las tasas, debido a la modesta sensibilidad de los afiliados a las comisiones recurrentes, las AFP tienden a elevar las tasas de comisión hasta un nivel acotado por restricciones políticas. En la práctica las restricciones políticas parecen expresarse en *tasas* de comisión constantes en el tiempo, no en precios absolutos constantes. Esto hace gran diferencia, pues cuando las bases de comisión son crecientes en el tiempo, el resultado es una recaudación de comisiones creciente en el tiempo en términos reales.

¿Qué ocurrirá con esa recaudación creciente? Sabemos que los costos de las AFPs están dominados por la inversión comercial. Es posible entonces que cuando la mayor recaudación eleve el margen de beneficio, se desate una competencia más intensa, que se manifiesta en mayores premios de entrada y en aumentos en el número de mensajes comerciales. Ambas formas de competencia elevan la tasa de rotación y la inversión comercial, por lo que los costos suben hasta devolver el beneficio a niveles normales. En ese caso, es natural proyectar un nivel creciente de premios de entrada, en beneficio del afiliado.

Sin embargo, si las AFPs logran que la autoridad imponga nuevas regulaciones a los traspaños para ayudarles a competir menos en términos comerciales, y al mismo tiempo logran que la autoridad imponga nuevas barreras a la entrada (por ejemplo, poniendo trabas administrativas a los

traspasos), las AFPs podrían aumentar sus beneficios. En ambos casos las tasas de comisión permanecerían constantes indefinidamente.

Proyecciones para la alternativa

La alternativa son los medios de ahorro ya identificados: las libretas de ahorro bancarias, los depósitos a plazo y las cuentas en custodia en corredoras de bolsa. Es previsible que el ahorrante que utilice estos intermediarios siga la secuencia tradicional que se inicia en la libreta de ahorro, continúa al depósito a plazo y se gradúa a la cuenta en custodia en la corredora de bolsa.

En el escenario de cero innovación tecnológica y regulatoria, parece plausible proyectar que las tasas de comisión que aplicarán estos intermediarios no cambien en el futuro, bajo la condición de que el número y tipo de clientes se mantenga aproximadamente constante. Esta condición no se cumple en escenarios donde se autoriza a los bancos y corredores de bolsa a prestar el servicio de AFP a través de subsidiarias integradas a sus operaciones habituales. En ese caso no parece posible realizar una proyección confiable.

6. Índices de comparación en el ciclo de vida

A continuación presentamos varios índices para comparar las comisiones totales pagadas en el ciclo de vida. Desde luego, la comisión total pagada en el ciclo de vida es la suma de lo pagado por los servicios recibidos durante la fase de acumulación de ahorros (vida laboral activa) más la comisión pagada en la fase de desacumulación (pasividad laboral) a los proveedores de rentas vitalicias y retiros programados. Este trabajo, dedicado a la industria de AFP, discute solamente el primer componente de ese gran total. El segundo componente merece sin duda otra investigación.

Cuando se intenta comparar comisiones entre dos sistemas de pensiones, esta separación requiere una convención. En efecto, mientras más larga sea la fase de acumulación de ahorros, el afiliado recibirá más servicios, por lo que las comisiones acumulativas serán mayores. Por ejemplo, no tiene sentido comparar las comisiones acumulativas cobradas en un sistema de AFP donde la edad de jubilación es 60 años con otro donde esa edad alcanza a 68 años. Una forma de lograr comparabilidad es estandarizar la edad hasta la cual se acumula la comisión pagada, por ejemplo en los 65 años. Cuando sólo se intenta comparar un sistema de pensiones específi-

co con los medios de ahorro voluntario, como hacemos aquí, es natural aceptar la edad de jubilación prevista por el sistema de pensiones y adaptar a ella el período de utilización de los medios de ahorro voluntario.

Esta distinción ilustra un resultado más general. Los sistemas de pensiones difieren en muchas dimensiones que afectan los índices de costo acumulativo, incluyendo edad de jubilación, tasa de cotización, grado de capitalización, provisión privada o estatal, grado de subsidio estatal, tasa de cobertura, razón entre número de cuentas y número de aportantes, etc. Luego, una comparación de costos acumulativos requiere estandarizar estos parámetros, lo cual se omite en muchas comparaciones internacionales.

Es más sencillo comparar los costos totales de comisiones en un sistema de pensiones específico con los costos de los medios de ahorro voluntario, pues los parámetros de éstos pueden ser adaptados fácilmente a las características específicas del sistema de pensiones evaluado. Debido a estas facilidades, discutiremos en primer lugar estas comparaciones.

Existen varios índices para comparar las comisiones acumulativas a pagar en la fase de acumulación de un sistema de pensiones con las exigidas por los medios de ahorro alternativos:

- (a) el porcentaje de reducción en el tamaño de los beneficios (la pensión proyectada para la vejez) causado por las comisiones.
- (b) el monto de las comisiones acumulativas (valor futuro de las comisiones pagadas) como porcentaje del valor del fondo individual al jubilar.
- (c) la reducción en la tasa interna de retorno obtenida por el afiliado desde el inicio de su afiliación hasta los 65 años, originada en las comisiones.
- (d) el monto acumulativo actualizado de las comisiones pagadas en la vida laboral, sea al momento de la jubilación o al momento de incorporarse la vida laboral.

Todos estos índices presentan la debilidad de ser sensibles a los supuestos de tasa de rentabilidad de las inversiones que se adopten. Cuando existe comisión fija también son sensibles a la magnitud del salario imponible. Cuando hay comisiones que se cobran aunque el afiliado no cotice, igualmente son sensibles a la densidad de los aportes (número de aportes al año por afiliado). Finalmente, son sensibles al crecimiento del salario esperado en la vida laboral a la magnitud del salario imponible máximo y al grado de subdeclaración de los salarios imponibles. Esta sensibilidad es aritmética, pero no se limita a eso. Esta sensibilidad también tiene una raíz

económica, pues estos supuestos afectan la magnitud de las bases de comisión y como se explicó anteriormente, ello provoca ajustes en las tasas de comisión una vez que opera la competencia entre proveedores.

Por esto, es esencial aplicar iguales valores de estos supuestos al sistema de pensiones que a los medios de ahorro alternativos. De lo contrario se comete el error de diagnosticar una diferencia de costo cuando existe una diferencia de supuestos.

Este error se comete con frecuencia respecto a la rentabilidad. Está claro que la rentabilidad esperada y el riesgo difieren entre un depósito a plazo y una cartera balanceada de acciones y bonos. Por otra parte, acabamos de enfatizar que una comparación de comisiones es sensible al supuesto de tasa interés que se adopte. Una forma de homogeneizar por este concepto y permitir la comparación es suponer que la AFP elige una cartera 100% renta fija, lo que permite suponer la misma rentabilidad a las inversiones de los medios de ahorro alternativos. Como esto tiene un efecto mínimo en los costos de las AFPs, adoptaremos este supuesto.

Discutimos ahora cuál de los índices mencionados es el más conveniente. Podría creerse que los índices (a), (b) y (c) no son adecuados porque el costo de proveer el servicio incluye un costo marginal positivo por afiliado al año. En presencia de este costo administrativo "absoluto", estos índices mostrarán un mayor costo relativo para sistemas de pensiones donde la tasa de cotización es menor. Recordemos que en México la tasa de cotización era 6,5% en 1998 mientras que en Singapur era de 40% en 1997. Sin embargo, esta objeción pierde validez cuando el verdadero indicador de costo acumulativo es la *diferencia* entre el índice para el sistema de pensiones y el índice para los medios de ahorro alternativos, manteniendo el salario líquido constante.

El índice (c) presenta la debilidad de toda tasa interna de retorno: supone que el afiliado puede reinvertir sus flujos de caja a una tasa de interés constante, que no es la tasa de interés de mercado sino una que se determina por la condición matemática de hacer nulo el valor presente de los flujos de caja. Este supuesto es molesto aquí, porque la distribución temporal de flujos de caja del ahorrate depende de la estructura de comisiones. Esto hace que el resultado de la comparación, es decir el orden de las tasas internas de retorno, dependa de la estructura temporal de las comisiones relativas, y no sólo de su nivel acumulado. Por eso descartamos al índice (c)¹¹.

¹¹ Este índice fue utilizado por Shah (1997), lo que reduce el interés de sus resultados.

El índice (a) es superior a (d) porque su significado práctico es de comprensión más fácil para la opinión pública. Luego, sólo quedan los índices (a) y (b).

Los índices (a) y (b) presentan el defecto de limitar la atención a la reducción en los beneficios de pensión o el fondo al jubilar, olvidando que las comisiones que reducen el salario líquido del afiliado son tanto o más molestas. Ejemplos de estas últimas son las comisiones recurrentes sumadas al aporte y los premios de entrada (comisiones negativas). También debemos recordar a los servicios recibidos en la vida activa, como los beneficios del seguro de invalidez y muerte. El afiliado no estará indiferente si obtiene el mismo beneficio en dos alternativas, pero una de ellas permite un mayor salario líquido.

Para solucionar este defecto, recurrimos a la flexibilidad de los medios de ahorro voluntario: dejamos que el monto ahorrado en esos medios sea diferente del ahorrado en el sistema de pensiones. Elegimos la magnitud del ahorro tal que el salario líquido del afiliado sea en cada año igual al que le habría entregado el sistema de pensiones, ajustado por el valor de cualquier servicio que entregue el sistema de pensiones en la vida activa y no el medio de ahorro voluntario¹². Además es conveniente elegir el denominador para que varíe con las comisiones sumadas al aporte y los premios de entrada que afectan el salario líquido. Esta modificación permite medir la diferencia de costo con una simple resta de índices.

Finalmente, debemos elegir entre los índices (a) y (b). Esta decisión no es muy importante porque el valor numérico de los índices (a) y (b) es idéntico para un mismo afiliado. Si bien el índice (a) requiere adoptar un supuesto adicional respecto a la esperanza de vida al momento de jubilar, ese supuesto no altera el resultado de la comparación. Preferimos el índice (a) porque permite que el resultado sea de comprensión más fácil para la opinión pública.

En resumen, recomendamos comparar comisiones acumulativas usando el índice (a) modificado, cuya nueva definición es:

$I = \text{Índice de costo acumulativo} = \text{el porcentaje de reducción en el tamaño de los beneficios (la pensión proyectada para la vejez) causado por las comisiones, dejando el salario líquido constante.}$

En la aplicación que nos interesa se requiere determinar tres valores para determinar dos índices:

¹² Este ítem puede incluir el valor de cualquier diferencia de calidad entre los servicios del sistema de pensiones y los servicios de los medios de ahorro voluntario.

$$(2a) \quad I^{AFP} = 1 - \{P^{AFP}(\text{con comisiones}, \theta)/P(\text{sin comisión}, \theta^{equiv})\}$$

$$(2b) \quad I^A = 1 - \{P^A(\text{con comisiones}, \theta^{equiv})/P(\text{sin comisión}, \theta^{equiv})\}$$

$$(2c) \quad \Delta \text{Costo acumulado} = I^{AFP} - I^A$$

donde: I^{AFP} = índice de costo acumulativo para el sistema de AFP.

I^A = índice de costo acumulativo para los medios de ahorro alternativos.

$P^{AFP}(\text{con comisiones}, \theta)$ = pensión proyectada del sistema de AFP, suponiendo que en la fase de desacumulación la comisión es nula.

θ = tasa de cotización obligatoria.

$P(\text{sin comisiones}, \theta^{equiv})$ = pensión proyectada en ausencia de toda comisión, dejando el salario líquido igual al del sistema de pensiones.

$\theta^{equiv} = \theta + \text{comisiones sumadas al aporte - prima del seguro de invalidez - premios de entrada.}$

$P^A(\text{con comisiones}, \theta^{equiv})$ = pensión proyectada cuando se usan medios de ahorro alternativos, manteniendo el salario líquido constante y suponiendo que en la fase de desacumulación la comisión es nula.

ΔCosto = mayor (o menor) costo acumulativo del sistema de AFP respecto a los medios de ahorro alternativos.

La diferencia de costo acumulativo nos dice si el sistema de pensiones analizado es más barato o más caro que una secuencia de medios de ahorro alternativos. Este indicador es invariante a cambios en las tasas de comisión que dejen constante el ingreso total de las AFPs y el salario líquido del afiliado en cada año de la vida activa.

Sin embargo, el indicador I es poco conocido en círculos financieros. A muchos lectores puede parecer conveniente expresar este indicador como la *tasa de comisión equivalente*, aplicada a la base única con la que tenga más familiaridad. Por ejemplo, algunos usuarios prefieren expresar el costo acumulado en términos de la tasa anual constante de comisión sobre el fondo individual que entrega igual índice I en el ciclo de vida. Para mantener el salario líquido constante en este cálculo es necesario usar el valor de θ^{equiv} como tasa de cotización obligatoria. Otros usuarios pueden preferir expresar el costo acumulado en términos de la tasa de comisión constante como porcentaje del salario imponible que entrega igual I . Sin embargo, estas transformaciones no son inocuas. El valor de la tasa de comisión equivalente es sensible al perfil temporal de la base de comisión elegida, como ilustra el Cuadro N° 3 para el caso C. Esto no ocurre con el indicador I .

Otra ventaja del índice I es que permite agregar con facilidad las comisiones a pagar por servicios recibidos durante la fase de desacumulación de fondos (pasividad laboral). Es sencillo demostrar que:

$$(3) \text{ ICiclo de Vida} = \text{IFase Activa} + \text{IFase Pasiva} - (\text{IFase Activa}) \cdot (\text{IFase Pasiva})$$

$$\text{donde: } \text{IFase Pasiva} = 1 - \{P(\text{con comis. fase pasiva})/P(\text{sin comis. fase pasiva})\}$$

Esta propiedad no se extiende a otros indicadores, tales como la tasa de comisión constante como porcentaje del fondo individual que entrega igual I para la fase del ciclo de vida estudiada. Si bien la tasa equivalente para el ciclo de vida completo es un promedio ponderado de las tasas equivalentes pagadas en cada fase, el ponderador es una expresión compleja que depende de todos los supuestos de la simulación, lo que impide su uso.

7. ¿Fueron caras las AFPs chilenas en el ciclo de vida?

Esta sección realiza los cálculos propuestos para el caso particular del sistema de pensiones chileno, con datos de 1998. En toda evaluación es esencial optimizar la alternativa para que los resultados sean de interés. La derrota de una alternativa irrelevante es trivial. Como se explicó en la sección 4, el aspecto que más influye en el resultado de la comparación es la valoración de los mensajes comerciales en comparación a una rebaja de comisiones, pues las diferencias de precio se originan principalmente en diferencias de costos comerciales. Como el supuesto de que la inversión comercial es siempre valorada por los clientes lleva a contradicciones lógicas, daremos por hecho que el estándar de comparación relevante para un sistema de pensiones es la opción de menor precio de oferta.

Como alternativa, consideramos la secuencia tradicional que se inicia en la libreta de ahorro (caja de ahorro), continúa al depósito a plazo y se gradúa con la cuenta en custodia en la corredora de bolsa. La edad de cambio de instrumento se determina por una regla simple, que es el cumplimiento del umbral mínimo de inversión exigido. Esta regla no es óptima, pues no intenta postergar el pago de las comisiones de compraventa de títulos. No se utiliza una regla óptima de cambio, que minimice el valor presente de las comisiones, porque esa optimización no está al alcance de afiliados no especialistas en finanzas. Nuestra regla de cambio es tan antigua como las libretas de ahorro: cambiar apenas se cumpla el monto mínimo de inversión exigido por el siguiente instrumento de ahorro.

Con estos antecedentes, realizamos una simulación de comisiones en el ciclo de vida usando los mismos supuestos de comisiones que en el Cuadro N° 2 y suponiendo que todas las tasas de comisión se mantienen constantes en el tiempo. Esta simulación se efectúa para los tres tipos de afiliados tipo indicados en el cuadro.

El Cuadro N° 3 muestra que las AFPs chilenas fueron 50% más caras en el ciclo de vida que las alternativas privadas que existían en Chile en 1998 (caso central). Las AFPs fueron más caras para los tres casos considerados, incluso para el de menor ingreso imponible. Este resultado muestra que en el ciclo de vida continúan siendo válidos los resultados de la comparación de corto plazo, reportado en el Cuadro N° 2, por lo que ella no sufre de sesgos de significación.

El desempeño de las AFP mejora ostensiblemente si se les permite pagar premios de entrada generosos, como supone el panel inferior. Sin embargo, ello no ocurre cuando la Superintendencia impone trabas a los trasposos e impide el pago de premios a la entrada.

El Cuadro N° 3 también demuestra que las AFPs chilenas no fueron tan caras como los fondos mutuos. En efecto, la comisión anual equivalente sobre el fondo para las AFPs fue de 0,84% (caso central). Los fondos mutuos voluntarios chilenos aplicaron comisiones promedio de 3,1% anual de los activos en 1996 (Cuadro N° 7 en Maturana y Walker, 1998).

En 1995 los fondos mutuos accionarios activos de los Estados Unidos aplicaron comisiones entre 0,83% anual y 1,25% anual sobre el fondo individual, más comisiones de entrada (loads) entre 0 y 5% de la inversión (Mitchell, 1996). Estas tasas de comisión no pueden ser comparadas en forma válida con las aplicadas por las AFPs chilenas, pues la base promedio de comisión es mucho mayor en los Estados Unidos. En efecto, en los fondos mutuos de los Estados Unidos el fondo individual promedio varía entre 22 mil y 15 mil dólares respectivamente, cifra muy superiores a la comparable para las AFPs chilenas, donde el promedio fue de 5.300 dólares en 1997 ni se espera que supere 10 mil dólares cuando el sistema de AFP madure.

Una corrección sencilla consiste en multiplicar por 2 la comisión que cobran los fondos mutuos de los Estados Unidos para pronosticar la tasa de comisión que ellos mismos cobrarían si prestaran servicios a los afiliados chilenos. Este ajuste entrega una comisión anual equivalente en un rango de 1,66 a 2,50% anual sobre el fondo individual, cifra claramente superior al 0,84% equivalente cobrado por las AFPs chilenas. Luego, es

CUADRO Nº 3: COMISIONES ACUMULADAS EN AFPS Y ALTERNATIVA

| | | | |
|---|--------------------------------|--------------------------|-------------------------------|
| Caso: | A | B | C |
| Salario inicial (dólares al mes) | 200 | 300 | 1.000 |
| Densidad de cotización: | 30% +1% anual hasta 60% | 46% + 1% anual hasta 76% | 85% (constante) |
| Crecimiento del salario real: | 2% anual desde 21 hasta los 50 | 3% anual hasta los 50 | 4% anual hasta tope imponible |
| Salario final (dólares / mes) | 362 | 728 | 2.000 |
| (Salario x densidad) final (dólares/mes) | 217 | 553 | 1.700 |
| a) Sin premios de entrada | | | |
| Pensión en dólares al mes | | | |
| Pensión sin comisiones | 198 | 478 | 2.173 |
| P AFP (con comisiones) | 161 | 392 | 1.791 |
| P en Alternativa (con comisiones) | 170 | 420 | 1.945 |
| Nº años en Libreta de Ahorro | 9 | 5 | 1 |
| Nº años en Depósito a Plazo | 14 | 9 | 3 |
| Nº años en Cuenta en Custodia | 22 | 31 | 41 |
| Índices de costo | | | |
| I ^{AFP} (Costo acumulativo AFP) | 18,6% | 18,1% | 17,6% |
| Equivale a % anual fondo de: | 0,85% | 0,84% | 0,73% |
| I ^A (Costo acumulativo Alternativa) | 14,4% | 12,1% | 10,2% |
| Equivale a % anual fondo de: | 0,64% | 0,54% | 0,41% |
| ΔCosto acumulativo: I ^{AFP} - I ^A | 4,2% | 6,0% | 7,1% |
| Exceso de costo de las AFP: I ^{AFP} / I ^A | 30% | 50% | 68% |
| b) Con premios de entrada | | | |
| I ^{AFP} (Costo acumulativo AFP) | 16,3% | 15,7% | 15,3% |
| Equivale a % anual fondo de: | 0,74% | 0,72% | 0,62% |
| ΔCosto acumulativo: I ^{AFP} - I ^A | 1,9% | 3,6% | 4,8% |
| Exceso de costo de las AFP: I ^{AFP} / I ^A | 13% | 30% | 46% |

Otros supuestos: Tasa de rentabilidad de las inversiones es 5% real anual. Todos jubilan a los 65 años. Esperanza de vida al jubilar es 20 años para todos, y la comisión en la etapa de desacumulación es nula, por lo que la tasa de rentabilidad en esa etapa es 5% real y el fondo acumulado al jubilar se divide por 152,9 para obtener la pensión mensual. La tasa de cotización obligatoria es 10%. Los cálculos suponen que los aportes llegan a mitad de año.

Las comisiones de AFP, netas del seguro son en promedio 1,95% del salario imponible (sumado al aporte), más 0,74 dólares por cotización (restado del aporte), más un 0,04% del fondo por concepto de comisiones pagadas a administradores extranjeros (restado del fondo). En las simulaciones con premios de entrada, éstos se suponen equivalentes a 0,33% del salario para quienes aportan.

En la Alternativa, cada año el afiliado elige la opción de menor precio de oferta entre a: Libreta de ahorro a plazo en banco privado, que cobra un *spread* de 3% anual del fondo; b: Depósito a plazo bancario cobra un *spread* de 0,8% anual del fondo, para monto mínimo de 1.000 dólares; y c: Cuenta en Custodia en Corredora de Bolsa, que exige monto mínimo de 5.000 dólares. Comisiones son 1,50% de las cotizaciones, más 0,25% anual del fondo promedio por concepto de custodia y reinversión de dividendos, cupones y crías. Suponiendo un traslado de corredora cada n años, se resta del fondo una comisión de salida de 33 dólares, más una comisión de entrada de 33 dólares. N es 3 años para el caso C, 4 años para el caso B y 5 años para el caso A. La primera corredora cobra 1,50% por adquirir los primeros títulos. A los 65 años la última corredora traslada los títulos a la institución que da la pensión, sea retiro programado o renta vitalicia, y cobra 33 dólares más.

incorrecto sostener que las AFP chilenas fueron ‘caras’ en comparación a cualquier medio de ahorro, pues fueron más baratas que los fondos mutuos.

Sabemos que cualquier evaluación puede hacerse favorable si la alternativa se elige suficientemente ineficiente. Como se indicó anteriormente, el alto nivel de las comisiones de los fondos mutuos voluntarios es el argumento favorito de quienes *se oponen* a introducir un sistema de AFP en los Estados Unidos. Ellos proponen usar como alternativa los costos administrativos del Social Security Administration, que bordean los 10 dólares al año por afiliado (para los detalles, véase Valdés, 1994).

Por eso, los defensores de los sistemas privados de AFP no caen en la trampa de intentar defender los actuales niveles de comisión de las AFPs. Por el contrario, aceptan que las AFPs son relativamente caras, pero hacen ver que el sector privado ya ofrece servicios mucho más baratos.

La secuencia tradicional de libretas de ahorro, depósitos a plazo y cuentas en custodia es decididamente más barata, pues su tasa de comisión equivalente alcanza a 0,54% anual en el caso central. Los ‘fondos índice’ de acciones, comunes en los Estados Unidos, exigen comisiones cercanas a 0,20% del fondo individual por año, lo que ajustado por la menor base promedio de los fondos individuales en Chile equivale a una suma cercana a 0,40% anual. Ciertos sistemas de ahorro por capitalización en los Estados Unidos, como el Federal Thrift Investment Fund, logran costos aún menores para sus afiliados. En la etapa pasiva, sistemas como TIAA-CREF de los Estados Unidos aplican una comisión equivalente a sólo 0,40% anual, lo que ajustado por las menores bases chilenas equivale a 0,80% anual. Combinando ambas fases de la vida, se encuentra que el sector privado está en condiciones de prestar servicios a cambio de comisiones que reducen la pensión en sólo 7% en el ciclo de vida completo.

De ahí el interés del Cuadro N° 3, que demuestra que los medios de ahorro tradicionales en Chile, ofrecidos por el sector privado y sin gozar de ninguno de los privilegios legales ni de las economías de escala que permiten reducir costos a las AFPs, cobran comisiones equivalentes a sólo 0,54% anual. Este resultado sugiere que el ‘problema de costo’ de los sistemas privados tipo AFP se reduce a la inversión comercial excesiva y a los márgenes excesivos de beneficios amparados en barreras a la entrada establecidas por la autoridad.

8. Recomendaciones

Se podría creer que la mejor forma de reducir los costos de los afiliados es permitir a los bancos y corredores de bolsa prestar directamente

el servicio de AFP, sea a través de departamentos o filiales especializadas sujetas a la supervisión de la Superintendencia de AFP (Shah, 1997). Esto no es correcto.

Aclaremos que esa autorización no significa que las AFPs cerrarían, obligando a bancos y corredoras de bolsa a servir a todos los afiliados de las AFPs. Las actuales AFPs podrían subsistir con el simple expediente de bajar su inversión comercial (honorarios de vendedores y publicidad) y bajar los precios (comisiones) a los niveles que exija la competencia.

Los bancos y corredores chilenos tienen capacidad para absorber una parte importante de los clientes de las AFPs, aunque no a todos. Por ejemplo, si todos los afiliados con fondo individual inferior a 1.000 dólares optaran por una libreta de ahorro bancaria, esa industria verificaría un aumento de demanda desde unos 10 millones de libretas voluntarias (la gran mayoría de las cuales es del Banco del Estado) a 12,7 millones. Del mismo modo, si todos los afiliados con un fondo individual entre mil y cinco mil dólares optaran por cambiarse a depósitos a plazo bancarios, el número de depósitos a plazo aumentaría en 1,6 millones, en circunstancias de que su número fue de 810.666 en mayo de 1997 (en pesos, UF y dólares). En el caso de las cuentas en custodia en las Corredoras de Bolsa su número actual es bastante más modesto que los 1,4 millones de nuevos clientes que aparecerían, pero es de suponer que podrían expandir la capacidad muy rápidamente. Aun si las actuales AFPs cierran, dejarían computadoras y personal ocioso para que contraten los bancos y las corredoras de bolsa en expansión. Luego, no hay problemas de capacidad instalada.

El problema es otro: es posible que los bancos y corredoras de bolsa *suban* sus comisiones al acceder a los clientes obligados de las AFPs. En efecto, la aparición de estos clientes podría llevar a los bancos y corredoras de bolsa a aumentar su inversión comercial en sus productos, para quitar afiliados a las AFPs. Esto replicaría los altos gastos comerciales que hoy fuerzan a las AFPs a tener precios altos, y las comisiones de los bancos y corredoras no caerían respecto al nivel actual.

Ésta no es sólo una posibilidad teórica. La mayoría de los bancos chilenos ofrece el servicio de fondos mutuos a través de filiales especializadas. Ellos cobran comisiones más altas que las AFPs en estos servicios, en parte debido a sus altos gastos comerciales. Por ello, los resultados de los Cuadros N° 2 y N° 3 no justifican por sí mismos permitir a los bancos y corredores de bolsa prestar directamente el servicio de AFP (como creyó Shah, 1997).

Ello sí tiene la ventaja de ahorrar recursos como redes de distribución y activos comerciales como la marca, pero ese ahorro de costos podría ser disipado en una competencia comercial más intensa.

En estas condiciones, la solución al problema de los altos costos de las AFPs consiste en cambiar las condiciones de demanda, que son las que han llevado a la industria de AFP a elegir una alta inversión comercial y a elegir altas comisiones recurrentes. Los intentos de reducir la inversión comercial a través de regulaciones impuestas por la Superintendencia de AFP, como trabas artificiales a los traspasos y barreras a la entrada a la actividad de vendedor de AFP, tendrá como resultado un gran aumento de las barreras a la entrada a la industria de AFP. Ello perjudica a los afiliados a través de la eliminación de los premios de entrada, que equivale a un aumento de comisiones. La cooperación entre las autoridades del sector y algunas AFPs para reducir la competencia en este mercado permitió que la autoridad negociara una pequeña baja en las comisiones a fines de 1997, pero esa cooperación también presenta serios riesgos para el futuro del sistema, pues la cooperación lleva a la colusión.

El enfoque de regular al máximo los traspasos entre AFPs, a cambio de negociar una rebaja de comisiones, lleva a la eliminación de la elección personal de AFP por parte del afiliado, para ser reemplazado por concesiones del servicio de AFP.

Una solución más lógica es aumentar la competencia entre AFPs, para lo cual propongo las siguientes medidas (Valdés, 1997):

1) Aumentar la información respecto a las comisiones descontadas del salario. Hoy en Chile nadie sabe cuánto paga en comisiones de AFPs, medidas en pesos al año descontados del salario¹³. Si los afiliados no conocen el precio, ¿cómo podrían ser sensibles al precio? Propongo introducir una nueva regulación que obligue a las AFPs a revelar a cada afiliado

¹³ El nuevo diseño de cartola introducido en 1998 avanza modestamente en esto, pero todavía esconde los costos al afiliado porque entrega las cifras desglosadas mes a mes, por sólo 4 meses en vez de un año completo, enfatizando la variación de unos pocos pesos de un mes a otro. ¿Cuántos afiliados pueden convertir la siguiente información (de mi cartola):

| | |
|-----------|------------|
| Mayo 1998 | -\$ 24.754 |
| Junio | -\$ 21.850 |
| Julio | -\$ 21.904 |
| Agosto | -\$ 21.963 |

Sub Total: -\$ 90.471 en una cifra en pesos al año? Haga el siguiente experimento en su oficina o en su casa: Muestre su cartola a algún empleado y pregúntele cuánto cobra la AFP en pesos al año. Mi asesora del hogar demoró 5 minutos en responder que necesitaba las cartolas de los dos cuatrimestres anteriores para completar los 8 meses faltantes. Le sugerí que multiplicara \$90.471 por tres, pero se equivocó al multiplicar.

en la cartola cuatrimestral cuánto proyecta cobrarle el próximo año (en pesos) si mantiene el salario actual, y cuánto le cobraría cada una de las tres AFPs de menor costo para él. Los cálculos se harían bajo supuestos simplificadores acordados por la Asociación de AFPs, o en su ausencia, impuestos por el SERNAC.

2) Aumentar la sensibilidad a las comisiones eliminando la exención tributaria aplicada actualmente, que consiste en restar las comisiones de AFP de la base del impuesto personal a la renta. Esta exención es perversa, pues permite a los cotizantes de alto ingreso reducir impuestos aceptando un *aumento* en la comisión descontada del salario, a cambio de un mayor premio de entrada exento de impuesto.

La medida consiste en hacer que la comisión adicional deje de estar exenta del impuesto personal a la renta (de Segunda Categoría y Global). Para que el seguro continúe exento de impuestos, basta con reducir la base del impuesto a la renta aplicado a las pensiones de invalidez y sobrevivencia en la proporción de la pensión financiada con aporte adicional.

3) Permitir a las AFPs pagar directamente premios de entrada, en una forma equivalente. Para ello propongo autorizar a las AFPs a ofrecer planes de precio que incluyan un *descuento introductorio de comisiones recurrentes*, a cambio de compromisos de permanencia por un máximo de tres años, sostenidos a su vez por comisiones eventuales de salida a pagar en caso de incumplimiento del compromiso. El descuento puede ser materializado por el empleador o pagado por la AFP. Esta medida maximiza la competencia en precios de una manera probadamente atractiva para el cliente.

4) El plan de precios de cada afiliado debe ser confidencial y cada AFP debe ser autorizada a ofrecer hasta 4 planes de precios diferentes. Esto ayuda a evitar que las AFPs se coludan en precios y en la magnitud de los descuentos introductorios. La presencia de planes de precio diferentes también contribuye a educar a los clientes respecto a las comisiones que pagan, labor que sería realizada por las propias AFPs y quizá por algunos empleadores. El concepto de plan de precios implica exigir a cada AFP que los descuentos introductorios que ofrezca en cada plan sean uniformes para todos los afiliados acogidos a ese plan de precios.

5) Autorizar a las AFP a cobrar una comisión sobre el fondo, sujeta a un tope de 0,20% anual o a la rentabilidad real del fondo, cualquiera sea menor¹⁴. Esta comisión, hoy día prohibida, permite financiar las comisio-

¹⁴ El tope es necesario para impedir la conducta perversa descrita en la propuesta (6). Proponemos un tope máximo igual a la rentabilidad real del fondo con el objeto de impedir que los saldos de las cuentas pequeñas caigan en términos reales.

nes que pagan en los fondos mutuos internacionales y evita subsidios cruzados que hoy favorecen a los afiliados de mayor saldo. En contrapartida, se propone obligar a las AFPs a reintegrar al fondo las comisiones que éste deba pagar por utilizar intermediarios como fondos mutuos y fondos de inversión, especialmente aquellas que reducen el valor de las cuotas. Esta obligación es necesaria para evitar que los administradores extranjeros extraigan recursos del fondo de pensiones y ellos no sean reportados al afiliado. Además, impide que los administradores extranjeros compartan las comisiones que cobren al fondo con los dueños de las AFPs. Finalmente, evita sesgar los incentivos de las AFPs en sus decisiones de subcontratación de servicios de administración de cartera.

6) Imponer un tope legal máximo a todas las comisiones que se restan del fondo obligatorio. Ellas son la comisión fija y la comisión de entrada. Esto es indispensable para evitar evasiones como la siguiente: un afiliado prefiere a la AFP que cobra la *mayor* comisión de entrada (y mayor comisión fija), pues esa AFP puede pagar también el mayor premio de entrada. Así el afiliado logra sacar parte de su fondo individual sin haber jubilado, evadiendo la obligación de cotizar y sin pagar impuestos.

7) Para evitar la formación de un cartel de AFPs, se propone derogar todas las normas que elevan las barreras a la entrada a la industria de AFP. Ello incluye derogar ciertas trabas administrativas a los traspasos entre AFP, en particular la exigencia de visitar personalmente una agencia de la AFP antigua; derogar las limitaciones al número de personas que pueden ejercer como vendedor de AFP; reducir las economías de escala artificiales reduciendo el 'encaje' desde 1% del fondo a 30% del ingreso de comisiones recibido en los últimos 12 meses; permitir el uso de marcas ya existentes en el nombre de una AFP; permitir que la actualización de cada cuenta individual se realice cada doce meses (como en Alemania, Suecia y los Estados Unidos) y que la conciliación de los aportes globales con los individuales sea realizada en forma masiva una vez al año; y permitir a bancos y corredoras de bolsa ofrecer el servicio de AFP a través de divisiones especializadas, como en Australia.

Esperamos que la primera propuesta aumente la sensibilidad de los clientes a los precios. Si ello ocurre en un ambiente de competencia, es decir, en ausencia de un cartel de AFPs, esto inducirá una reducción de comisiones, y ello a su vez induce una reducción de la inversión comercial. Los descuentos introductorios sustituyen a los regalos de los vendedores, pero al ser explícitos ellos se registran como beneficio y además las AFPs bajan sus costos comerciales.

Desde luego, un aumento de la sensibilidad a precios puede ser insuficiente si no se toman medidas concretas para bajar las barreras a la entrada a esta industria, pues la colusión es factible aunque los clientes sean muy sensibles al precio relativo entre AFPs. Las propuestas contenidas en el punto (7) arriba tienen el efecto de reducir las economías de escala globales y las barreras a la entrada, desconcentrando el mercado de las AFPs. La amenaza de entrada, la heterogeneidad de los actores y la posibilidad de ofrecer descuentos secretos incluida en la propuesta (4) son todos factores que dificultan la colusión entre AFPs.

BIBLIOGRAFÍA

- Diamond, P. (1994). "Privatization of Social Security: Lessons from Chile". *Revista de Análisis Económico* (junio), Santiago.
- Lakonishok, J., Shleifer, A.; y Vishny, R. (1992). "The Structure and Performance of the Money Management Industry". *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, Washington D.C., pp. 339-379.
- Maturana, G.; y Walker, E. (1998). "Rentabilidades, comisiones y desempeño de la industria chilena de Fondos Mutuos". *Documento de Trabajo* N° 287 (octubre), Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- Mitchell, O. (1996). "Administrative Costs in Public and Private Retirement Systems". NBER Working Paper 5734 (agosto).
- Shah, H. (1997). "Towards Better Regulation of Private Pension Funds". Trabajo presentado en la Segunda Conferencia Anual sobre la Reforma de los Fondos de Pensión en América Latina, organizada por el World Research Group, Miami Beach, Florida, junio 23-24.
- Tirole, J. (1988). *The Theory of Industrial Organization*. Cambridge: The MIT Press.
- Valdés, Salvador (1994). "Cargos por administración en los sistemas de pensiones de Chile, los Estados Unidos, Malasia y Zambia". *Cuadernos de Economía* 31, N° 93 (agosto), Santiago, pp. 185-228.
- (1997). "Libertad de precios para las AFPs: Aún insuficiente". *Estudios Públicos* N° 68 (primavera), pp. 127-147, Santiago. □