
EL FUTURO DEL SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN EN EL PERÚ: VISION DEL SUPERVISOR

LORENA MASÍAS

1 *Superintendente adjunta de AFP, Perú.*

INTRODUCCIÓN

En el Perú, como parte de la reforma del sistema previsional se adoptó un esquema de capitalización individual que coexiste con un sistema de reparto manejado por el sector público. En este contexto, el sistema privado debe competir con un sistema público que provee una pensión segura pero con un tope máximo, mientras que el primero provee una pensión que depende del monto ahorrado y de la rentabilidad obtenida, sin tope máximo. A efecto de tomar una decisión adecuada sobre a qué sistema previsional afiliarse, es importante el desarrollo de la cultura financiera y la educación previsional del afiliado, aspectos que serán parte relevante de este documento. Esta educación también es necesaria para que el afiliado del Sistema Privado de Pensiones (SPP) pueda tomar una decisión sobre el tipo de fondo en el que quiere ahorrar sus recursos, ya sea conservador, moderado o de crecimiento.

En tal dirección, se busca mostrar cómo vemos el sistema de aquí a cinco años. En primer término, se revisará la situación actual del sistema, para posteriormente concentrarnos en cómo se verá el sistema en el futuro.

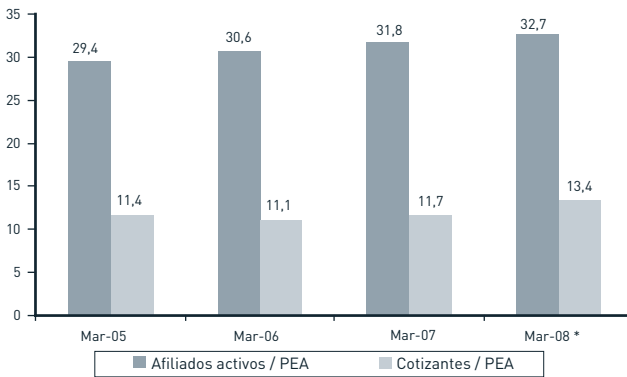
SITUACIÓN ACTUAL

Actualmente, el Sistema Privado de Pensiones está administrando poco más de US\$ 20.000 millones, que representan alrededor de 18% del producto interno bruto (PIB). A todas luces, esto es un logro importante para el sistema, ya que muestra su importancia dentro de la economía.

En el tema de cobertura previsional, los indicadores muestran un reducido nivel en comparación con otros países como Chile. Concretamente, la cobertura del SPP en términos de cotizantes alcanza a un 13% de la población económicamente activa (PEA) a marzo del 2008. Si bien este indicador ha crecido en los últimos doce meses, aún es bajo. El bajo nivel de cobertura se encuentra fuertemente vinculado a la naturaleza del mercado laboral peruano, que es esencialmente un mercado laboral

informal. No obstante, en los últimos meses se observa que, debido al incremento del empleo formal, una mayor cantidad de trabajadores están aportando, incluyendo trabajadores independientes que no habían aportado en los últimos años y que hoy tienen un empleo dependiente (Gráfico 1).

GRÁFICO 1
AFILIADOS Y COTIZANTES FRENTE A PEA (EN PORCENTAJES)

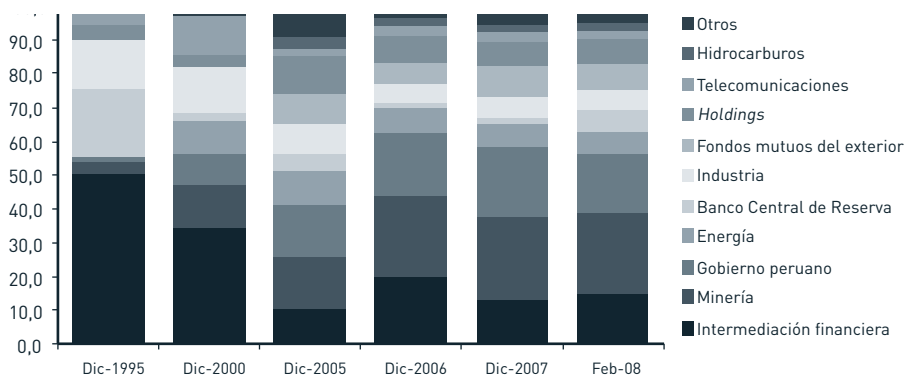


* COTIZANTES/PEA A DICIEMBRE DE 2007.
FUENTE: ELABORACIÓN DE LA AUTORA.

De otro lado, en los últimos años se observa un crecimiento significativo de los fondos de pensiones, lo cual se ha visto acompañado por el desarrollo del mercado de capitales local, por el dinamismo tanto de los instrumentos de renta variable como de los de renta fija. De esta manera, el mercado de los fondos de pensiones y el mercado de valores local han encontrado sinergias comunes que han contribuido a un desarrollo conjunto en los últimos años.

Las inversiones de los fondos de pensiones han logrado un considerable nivel de diversificación por sectores económicos. Si se observara la diversificación de la cartera en el año 1995, tendríamos que esencialmente alrededor de 50% estaba invertido en el sistema financiero. No obstante, a febrero del 2008 tenemos una amplia diversificación por sectores: telecomunicaciones, hidrocarburos, del exterior, gobierno, etcétera (Gráfico 2). Sin embargo, al mismo tiempo se observa una concentración de inversión en algunos emisores, particularmente en el mercado de renta variable local, por lo que se requiere seguir trabajando en la ampliación de alternativas de inversión.

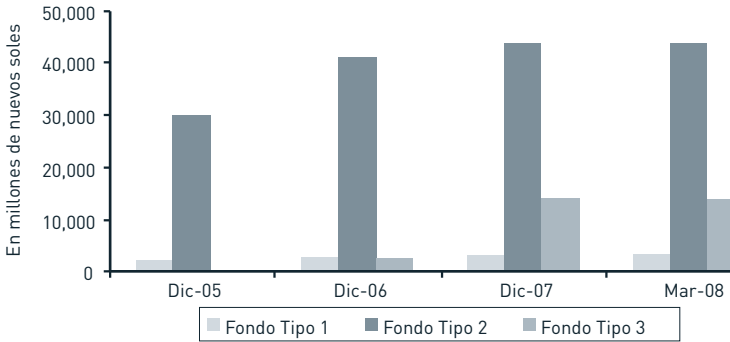
GRÁFICO 2
FONDO DE PENSIONES POR SECTOR ECONÓMICO (EN PORCENTAJE)



FUENTE: ELABORACIÓN DE LA AUTORA.

En relación con las opciones para el afiliado, se ha avanzado al pasar de una única opción –un fondo balanceado– a un esquema de multifondos. De esta manera, el afiliado puede escoger entre tres fondos: el conservador, el balanceado y el de crecimiento. La mayor parte de afiliados han escogido el fondo balanceado, lo cual no es sorprendente en tanto que desde que se hizo la partición inicial de los fondos, este constituye la opción por *default* en el sistema. No obstante, un porcentaje creciente de afiliados están optando por el fondo de crecimiento, que tiene un fuerte componente de inversión en renta variable, principalmente, como resultado de las rentabilidades mostradas por el mismo. Además del traslado de fondos desde el fondo balanceado al fondo de crecimiento, el incremento del ahorro voluntario sin fin previsual también ha alimentado el notable incremento del fondo de crecimiento. A marzo del 2008, 7% de afiliados tienen sus ahorros en el fondo de crecimiento; y en términos del valor de fondos bajo administración, 23% de los fondos administrados están invertidos en el fondo de crecimiento. A diciembre del 2006, estos mismos indicadores eran 1% y 5%, respectivamente. Lo anterior muestra la mayor demanda de los afiliados por el fondo de crecimiento ante los niveles extraordinarios de rentabilidad experimentados en algunos meses de los años 2006 y 2007, que incluso llegaron a 100% (Gráfico 3).

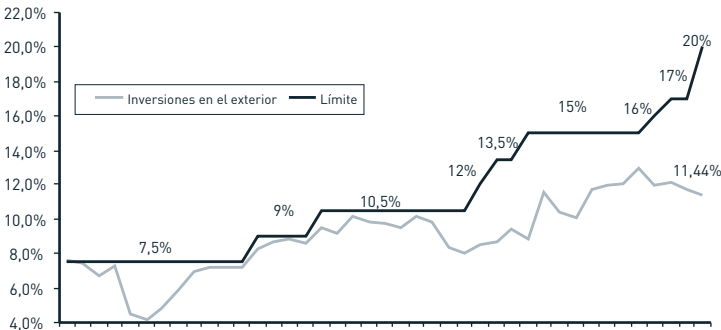
GRÁFICO 3
CARTERA ADMINISTRADA SEGÚN TIPO DE FONDO



FUENTE: ELABORACIÓN DE LA AUTORA.

En cuanto a la rentabilidad, la rentabilidad nominal promedio histórica del fondo balanceado que ha estado en operación durante 15 años es de 17% a marzo del 2008. Esta rentabilidad se encuentra por encima del promedio de América Latina. En términos acumulados, la rentabilidad representa más de 50% del fondo de pensiones.

GRÁFICO 4
INVERSIONES EN EL EXTERIOR (EN PORCENTAJE DE LA CARTERA ADMINISTRADA)



FUENTE: ELABORACIÓN DE LA AUTORA.

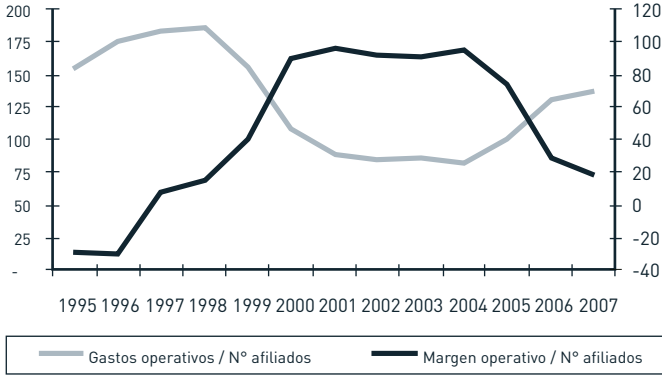
En lo que se refiere a las inversiones en el exterior también se registra una evolución positiva, favorecida por el incremento –sobre todo en el último año– del límite de inversión en el exterior; el límite operativo actual es de 20%. Así, en abril ya se registra una inversión en el exterior por encima de 11%, y se espera que este porcentaje siga creciendo y contribuya así a la diversificación del portafolio (Gráfico 4).

En relación con la industria propiamente dicha, es relevante analizar sus resultados operativos. Los gastos operativos que se observaron a inicios del sistema tuvieron una disminución importante en el período 2000-2004. En gran medida, ello fue posible por la disminución en los gastos de venta, generada a su vez como resultado de procesos engorrosos para hacer un traspaso de una AFP a otra. El nivel de traspasos durante todo este período fue muy limitado. Sin embargo, esta disminución de los gastos operativos con respecto a los afiliados no se trasladó al afiliado como una reducción en comisiones, sino que se reflejó en un incremento del margen operativo con respecto a los afiliados, es decir, en un incremento de utilidades.

No obstante, a partir de la simplificación y agilización de los procedimientos de traspaso del año 2004 se generó una mayor competencia en el sistema, lo que ocasionó un aumento de los gastos operativos por afiliado por el incremento de los gastos de venta, pero también permitió una disminución de las comisiones y generó así un ahorro para los afiliados. A pesar de este incremento de los gastos de venta en los años 2006 y 2007, podemos manifestar que el gasto marginal ha disminuido en el largo plazo. Al respecto, el período 1993-2007 muestra una disminución en los gastos operativos por afiliado (Gráfico 5).

En cuanto al costo previsional, se debe señalar que ha habido una reducción importante entre el 2001 y el 2007. La comisión que paga el afiliado a la AFP más la prima de seguro de invalidez y sobrevivencia que paga el afiliado a la compañía de seguros, se ha reducido de 3,73% a 2,69% en este período; casi más de 100 puntos básicos.

GRÁFICO 5
GASTOS OPERATIVOS / AFILIADOS Y MARGEN OPERATIVO / AFILIADOS (EN NUEVOS SOLES)



FUENTE: ELABORACIÓN DE LA AUTORA.

EL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CINCO AÑOS

Considerando los avances alcanzados hasta el momento, hacia adelante se requiere poner énfasis en aspectos vinculados con la ampliación de la cobertura previsional y con la ampliación de alternativas de inversión que permita reducir la concentración por emisores. En cuanto a los beneficios del SPP, se requiere brindar nuevos productos previsionales y mayor eficiencia en la contratación de beneficios. Complementariamente, se requiere mayor educación financiera y, por el lado de la industria, se requiere seguir buscando mayor eficiencia y reducción de costos.

Ampliación de la cobertura

Respecto a la ampliación de cobertura, se está evaluando formas de acrecentar la cobertura de los trabajadores independientes, y por el lado de los trabajadores dependientes se requiere intensificar los programas de visitas de inspección a empresas para incluir a trabajadores que no estén registrados en planilla. En cuanto a este último aspecto, el nuevo esquema de planillas electrónicas promovido por el Ministerio de Trabajo –mediante el cual se recibirá información sobre las contrataciones de trabajadores por empresa– contribuirá de manera significativa a incorporar a trabajadores que pueden estar trabajando en una empresa formal pero que no están en planilla.

Por el lado de los trabajadores independientes, si bien no están obligados a cotizar, puede haber trabajadores que poseen ingresos suficientes para realizar un ahorro previsional. Algunos de esos trabajadores independientes pueden tener otros mecanismos de ahorro, pero sería importante avanzar de manera gradual en su incorporación al esquema pensional, y obligarlos a cotizar. A lo largo de su vida laboral, los trabajadores pueden enfrentar períodos en los cuales son dependientes y períodos en los cuales son independientes. En un caso están obligados a cotizar y en otro no; como resultado, los trabajadores tendrán una menor densidad de cotización y, por ende, una pensión reducida. Esta situación se agrava en el caso de aquellos trabajadores que permanecen como independientes durante toda su etapa laboral. Entonces, la propuesta se orienta a gradualmente equiparar a los trabajadores independientes con los dependientes en términos de obligación de aportar.

Los trabajadores independientes que pagan impuestos están en una capa de ingresos mayor, por lo que deberían realizar sus aportes al sistema previsional. Por ejemplo, los trabajadores del sector público que tienen un contrato de servicios no personales, deberían estar obligados a incorporarse a un sistema previsional. De otro lado, en el caso de trabajadores que están en una capa de ingresos menor, como aquellos que laboran en las microempresas, se quiere implementar un esquema de subsidios a las contribuciones que incentive y complemente los aportes de estos trabajadores para que más adelante puedan tener suficiente ahorro para acceder a una pensión adecuada.

Nuevas alternativas de inversión

En el tema de inversiones, un aspecto de importancia es la ampliación del límite de inversión en el exterior para diversificar las alternativas de inversión. Al respecto, ya se ha dado un primer paso con el incremento del límite de inversión en el exterior establecido por la ley a 30%, por lo que gradualmente se podrá incrementar el límite operativo, es decir, aquel que establece el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

En cuanto al mercado local, hay pocos emisores por lo que se requiere generar incentivos para que nuevos emisores se incorporen al mercado. Entre estos incentivos se encuentra la reducción del costo de emisión así como la simplificación y eliminación de trámites administrativos, tanto en la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) como en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Adicionalmente, también se requiere realizar ajustes en la regulación de los fondos de pensiones para permitir nuevas inversiones en el mercado de acciones local y en el mercado de fondos de inversión.

Otro elemento importante también es incorporar los instrumentos derivados dentro de la política de gestión de riesgos de la cartera, para poder contar con una herramienta de mitigación de riesgos, ya sean estos cambiarios o de variación de precios de *commodities*. Dado que los portafolios de inversión tienen un alto componente de inversiones en empresas mineras, los derivados con subyacentes en *commodities* pueden ser una alternativa interesante para dar cobertura a las posiciones de los fondos en el mercado minero.

Gestión de inversiones y de riesgos

El desarrollo de nuevas alternativas de inversión o de alternativas de mayor riesgo, es consistente con el fortalecimiento de políticas de control de riesgo, de la gestión de inversiones y de manejo de conflictos de interés.

En cuanto a la gestión de inversiones, es importante tener esquemas para medir el desempeño de los fondos de pensiones utilizando medidas exógenas a los portafolios, con el propósito de incentivar una gestión eficiente de inversiones en la industria. Estas medidas deben guardar relación con la evolución del mercado y con los objetivos de la política de inversión, y deben ser elaboradas con metodologías adecuadas y transparentes para evitar distorsiones de mercado. De esta manera, sería incorrecto un *benchmark* tal como el nivel de inflación para medir el desempeño de un portafolio de crecimiento en el que se puede invertir hasta 80% en instrumentos de renta variable (acciones). Es claro que una variable como la inflación no está sujeta a la misma volatilidad que el precio de las acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), por ejemplo.

En la actualidad, para medir el desempeño de los portafolios, así como en la metodología que se usa para medir la rentabilidad mínima del portafolio, se utilizan medidas endógenas al sistema, debido a que el desempeño se mide en relación con la rentabilidad promedio del sistema. Estas medidas son inadecuadas porque no fomentan un manejo activo de la inversión pues buscan rentabilidades por encima del mercado. Más bien conducen a un manejo pasivo y se mantienen en el promedio del mercado, de tal forma que las diferencias en rentabilidad entre administradoras son muy pequeñas. Entonces, el gran reto es buscar una medida exógena a los portafolios para modificar este comportamiento y alcanzar un manejo activo de los portafolios. En suma, se requiere encontrar *benchmarks* adecuados vinculados al desentramamiento de los mercados y transparentes, tal como se señaló anteriormente.

Al respecto, se debe señalar que en el mercado internacional es posible encontrar *benchmarks* reconocidos tal como el Morgan Stanley World Class Index o el JP Morgan Emerging Market Bond Index. No obstante, en el mercado local se requiere desarrollar índices que sirvan como indicadores de referencia para el portafolio.

En tanto se desarrollan estos índices, para los instrumentos del mercado local se deberá utilizar como *benchmark* la rentabilidad promedio del portafolio local y para los instrumentos del exterior, alguno de los índices reconocidos, diferenciando entre instrumentos de renta variable y de renta fija, en cualquier caso.

De otro lado, también se requiere desarrollar esquemas para medir el riesgo de mercado en mercados con poca liquidez. Las medidas de valor en riesgo que se utilizan en los mercados más avanzados tienen algunas limitaciones en mercados como el peruano, por lo que se requiere un mayor desarrollo por este lado.

Adicionalmente es importante incorporar sistemas de supervisión de transacciones de mercado con el objeto de reducir las malas prácticas de mercado. En esta tarea se debe integrar los esfuerzos en el ámbito de la industria así como en el de los reguladores.

Asimismo, se hace indispensable desarrollar indicadores de cumplimiento de diligencia fiduciaria que incluyan aspectos tales como: manejo de conflictos de interés, transparencia en las políticas de inversiones personales de funcionarios vinculados al proceso de inversión, registro previo a transacciones, cumplimientos de códigos de ética y requisitos de capacidad profesional. Todos estos son aspectos que deberían ayudar a generar una mayor confianza en el sistema.

Nuevos productos previsionales y educación financiera

Es importante el aspecto de información y educación financiera para promover el ahorro voluntario, empezando desde los colegios, para que los afiliados tengan formas de complementar su ahorro obligatorio y puedan tener una participación más activa en la decisión del tipo de fondo en el que mantendrán su ahorro previsional.

La ampliación de las alternativas de inversión para el ahorro obligatorio del afiliado pasa por un proceso de educación financiera. Actualmente, los afiliados pueden elegir entre tres tipos de fondo. Mantener las opciones reducidas facilita el proceso de aprendizaje de optar por fondos con distintos niveles de rentabilidad y riesgo. Sin embargo, para el futuro se puede pensar en ampliar las opciones para los afiliados con el objetivo de tener un manejo más ajustado al ciclo laboral y a los grupos etarios. Para ello, es fundamental profundizar este aspecto de la educación financiera.

En el proceso de contratación de pensiones, se debe seguir buscando procesos amigables, rápidos y eficientes para el afiliado. Aquí cobra importancia el tema de información: el afiliado tiene que estar adecuadamente informado sobre las modalidades de pensión; sobre los productos previsionales que más le convengan de acuerdo con su grupo familiar; sobre los aspectos de cobertura de invalidez, sobrevivencia y la pensión mínima. Por ejemplo, es relevante que el afiliado conozca bajo qué

condiciones puede acceder a una pensión mínima. Si un afiliado se jubila de manera anticipada a los 60 años, debe saber que luego, cuando cumpla 65 años, ya no podrá reclamar una pensión mínima.

Por último, se requiere desarrollar nuevos productos previsionales acordes con las necesidades de los afiliados y que tomen en cuenta la realidad de nuestro mercado de capitales local. En ese sentido, se requiere buscar productos en soles, en dólares o en ambas monedas, que puedan brindar una cobertura contra la inflación y contra el riesgo cambiario. En el mercado de rentas vitalicias se ofrecen tanto rentas vitalicias en dólares como rentas vitalicias en soles, por lo que una alternativa contra el riesgo cambiario podría ser que los afiliados puedan escoger productos en ambas monedas, parte en soles y parte en dólares.

Mayor eficiencia en la industria

En lo que se refiere al desempeño de la industria, se espera generar mayor eficiencia y reducción de costos en la industria previsional mediante la promoción de algunos esquemas de tercerización de operaciones, por ejemplo, pasar de un esquema en el cual cada AFP hace la recaudación a un esquema electrónico y centralizado en el cual los empleadores hacen la declaración y el pago de aportes por medio de un único portal de Internet. Este nuevo portal facilitaría la declaración de aportes que hacen los empleadores y reduciría los costos del registro y acreditación de cuentas individuales al reducir los errores de procesamiento de información.

También se podría generar ahorro en costos tercerizando la administración de cuentas individuales, como se ha hecho en otros países. Sin embargo, el gran reto es encontrar un esquema eficiente, ya que existen algunos esquemas centralizados que son más caros que los esquemas descentralizados, por lo que se debe priorizar esquemas en los cuales se pueda realmente generar eficiencias y reducción de costos.

En cuanto a la conveniencia de modificar el esquema actual de cobros de comisiones –que es una comisión por remuneración– para pasar a un esquema de comisiones mixtas o comisiones sobre saldos administrados, es importante tener en cuenta el impacto que ello puede tener sobre los afiliados que han pagado una comisión por remuneración en los últimos años. Modificar el esquema de cobro de comisiones podría llevar a un incremento significativo del costo previsional para este grupo de afiliados. Por ejemplo, un afiliado que paga una comisión por remuneración durante los primeros quince años de vida laboral y luego paga una comisión por saldo administrado durante los siguientes quince años, puede terminar pagando 40% más que un afiliado que ha pagado una comisión por remuneración durante treinta años de vida laboral. Por tanto, se requiere hacer una evaluación cuidadosa del esquema de cobro de comisiones antes de optar por una decisión final.