



MAESTRÍA EN ECONOMÍA INTERNACIONAL

Tesis

Estudio de la industria de los fondos de pensiones en el Uruguay

Juan Carlos Jiménez

2000

**ESTUDIO DE LA INDUSTRIA
DE LOS FONDOS DE PENSIONES
EN EL URUGUAY**

Juan Carlos Jiménez Guerrero

Junio 1999

Tesis de Maestría

Maestría en Economía Internacional
Especialización Organización Industrial
Departamento de Posgrados
Facultad de Ciencias Sociales
Universidad de la República Oriental del Uruguay
Montevideo, Uruguay

INDICE

CAPITULO I

1,1 Introducción	1
------------------	---

CAPITULO II

2,1 Características del Sistema de Seguridad Social actual en el Uruguay	4
2,2 Funcionamiento del Sistema de "Ahorro Individual Obligatorio"	7
2,3 Estructura Legal de las Administradoras de Fondo de Ahorro Previsional (AFAPs)	10

CAPITULO III

Caracterización General del Sistema de AFAP y su evolución	14
3,1 Afiliados y Aportantes	14
3,1,1 Descripción de la Evolución	15
3,2 Fondo de Ahorro Previsional	23

CAPITULO IV

Análisis del Funcionamiento de la Industria de las AFAPs	28
4,1 Indicadores de la Cartera de Afiliados de las AFAPs	29
4,2 Indicadores de Rentabilidad y Resultados	38
4,2,1 Activos de la Industria de AFAP	41
4,2,2 Rentabilidades	42
4,2,3 Resultados	48
4,3 Indicadores de Costos y Eficiencia Operacional	53
4,3,1 Egresos de las AFAPs	53
4,3,2 Activos de las AFAPs	59
4,3,3 Costos en Remuneraciones	62
4,4 Análisis del Sistema Tarifario y de los Ingresos de las AFAPs	74
4,4,1 Tarifas e Ingresos de las AFAPs	74
4,5 Indicadores de los Fondos de Pensiones de las AFAPs	84
4,5,1 Fondos de Pensiones de las AFAPs	84

CAPITULO V

Diagnóstico y Perspectiva de la Industria de las AFAPs	88
5,1 Antecedentes Conceptuales	89
5,2 Las Condiciones de la Industria de las AFAPs	96
5,3 Estructura de Mercado de las AFAPs	101

5,3,1 Distribución del número y tamaño de Vendedores y Compradores	101
5,3,2 El Grado de Diferenciación Física o Subjetiva del Producto	106
5,3,3 Barreras de Entrada	110
5,4 Conducta del Mercado	113
5,4,1 Políticas de Precios	113
5,4,2 Cooperación entre las AFAPs	115
5,4,3 Estrategia de Producto y Publicidad de las AFAPs	117
5,4,4 Conducta de los Afiliados	133
CAPITULO VI	
Evaluación General de la Industria de las AFAPs	142
6,1 Evaluación de la Industria en las Condiciones Actuales	142
6,1,1 Evaluación para los Afiliados	142
6,1,2 Evaluación para las AFAPs	147
6,2 Evaluación de la Industria en Condiciones de Mayor Competencia	157
CAPITULO VII	
Conclusiones	171
Bibliografía	185
Anexos	188

CAPITULO I

1,1 Introducción

En la década del 60, la cobertura del sistema de previsión social del Uruguay, era una de las mayores de América Latina.

Sin embargo, "no todo lo que reluce es oro". Las políticas macroeconómicas existentes no eran las adecuadas para solventar un sistema de este tipo. La universalidad de la cobertura del sistema, el envejecimiento de la población, su alta esperanza de vida, la excesiva generosidad de las prestaciones, el alto nivel de burocracia y la ineficiencia administrativa, entre otros factores, contribuyeron a que el costo del sistema fuera muy elevado. Para paliar esta situación, el gobierno tuvo que imponer una pesada carga sobre la nómina salarial y una gran variedad de impuestos.

A finales de la década del 60, tuvo lugar un proceso de unificación y uniformización de la Seguridad Social amparado por el Estado, que no tuvo el alcance esperado debido a los problemas políticos y financieros por los que atravesaba el país. Más tarde, en la década del 70, se simplificó y modificó el régimen tributario, creándose así el impuesto al valor agregado (IVA) como fuente de financiamiento.

A mediados de los 80, con el advenimiento de la democracia y ante la crisis financiera en la que se encontraba el sistema, se comenzó a replantear la necesidad de una reforma.

La situación demográfica, el entorno político y la crisis financiera del país contribuyeron a que la necesidad por la cual se había creado el sistema de previsión social, -cubrir los riesgos sociales y de salud de las personas en edad de retiro- derivaran en lo opuesto, creando una sensación de insatisfacción e inseguridad en la población.

El nivel del gasto en jubilaciones y pensiones volvió insostenible al sistema y como resultado de su difícil financiamiento se crearon toques sobre la jubilación máxima, importe que no era satisfactorio para el bienestar de un individuo. Por otra parte, la fijación de estos toques estimulaba la evasión, en lugar del aporte.

Si bien el tema de la Seguridad Social siempre fue prioritario en el Uruguay, no fue hasta diciembre de 1994 que el gobierno electo convocó a los partidos políticos con representación parlamentaria para tratar este tema. Comenzó así una etapa de diálogo que concluyó el 24 de febrero de 1995 con la firma de un documento base que delineó los aspectos más relevantes de la futura reforma.

El análisis abarca en líneas generales desde abril de 1996 a junio de 1998, incluyendo antecedentes de cada institución, las cuales se han identificado con una abreviatura de tres letras de su razón social.

En el Capítulo II se presenta una caracterización del actual sistema de seguridad social en el Uruguay, poniendo énfasis en el régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio, el cual para fines de nuestro estudio es el relevante ya que éste es el administrado por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional.

En los Capítulos III y IV, se describe en líneas generales, la evolución de este sector, aportando información de tipo cuantitativo, de manera de disponer de una cantidad suficiente de datos comunes a todo el mercado que permitan centrar el análisis de la industria.

Se presenta el estudio de la industria separando lo que concierne a las características de la población de afiliados por un lado, y la de los Fondos de Ahorro Previsional (FAPs), por el otro.

Al mismo tiempo se hace una descripción del funcionamiento de la industria y de las empresas componentes, basada en información contable, con el fin de apreciar la evolución de sus resultados económicos-financieros, y de su gestión en general, desde el punto de vista de las AFAPs. También se consideran los resultados para sus afiliados, en cuanto al costo y calidad de los servicios recibidos.

El Capítulo V presenta una breve reseña de las principales teorías microeconómicas que describen el funcionamiento de los mercados, para contrastar la realidad de la previsión en el Sistema de AFAPs con los supuestos implícitos en dichas teorías.

En el Capítulo VI se hace una evaluación general de la industria en las condiciones actuales y en el caso de que las empresas operasen bajo mayores niveles de eficiencia. Para esto se hicieron estimaciones sobre los costos operativos de las AFAPs, al igual que los activos y patrimonios que se necesitarían para operar en esta industria.

Por último, en el Capítulo VI se exponen las conclusiones sobre el desempeño de la industria y algunas consideraciones que contribuirían a su explicación.

CAPITULO II

El objetivo de esta sección es presentar algunos elementos que permitan caracterizar el actual sistema de seguridad social en el Uruguay, poniendo énfasis en el régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio. De esta manera se podrá disponer de un marco de referencia que permita situar y entender desde una perspectiva más amplia la significación de la reforma previsional de 1995, la cual dio origen a la industria de las AFAPs.

2,1 Características del Sistema de Seguridad Social actual en el Uruguay.

Aunque el nuevo sistema pasó a ser un sistema de varios pilares, comúnmente, se habla solamente de dos. El primer pilar, es el de reparto o de solidaridad intergeneracional. Los trabajadores activos, con sus aportaciones, financian las prestaciones de los pasivos junto con los aportes patronales, los tributos afectados y la asistencia financiera estatal. El segundo pilar es el de capitalización o de ahorro, en el que la aportación definida de cada afiliado se va acumulando en una cuenta personal con las rentabilidades que ésta genere, a lo largo de la vida laboral del trabajador.

De hecho, existe un tercer pilar, que es el sistema formado por las prestaciones no contributivas, o sea, lo que se le paga a aquellos que no hicieron aportes al sistema. Basta con haber alcanzado una edad avanzada o estar incapacitado para trabajar.

El sistema uruguayo es único en la forma en que se generan los beneficios. En los dos componentes del sistema: la edad mínima para configurar causal jubilatoria, el elenco de beneficiarios de pensiones de sobrevivencia, el cálculo de la asignación de éstas a partir del sueldo básico de pensión, los requisitos para acceder a esas pensiones y el tiempo por el que se gozan las mismas, son similares en uno y en otro. Las causales jubilatorias una vez que se configuran en el régimen de reparto, automáticamente se configuran en el régimen de ahorro.

La jubilación del régimen de ahorro o prestación del seguro de retiro es de pago mensual y de carácter vitalicia, al igual que la prestación de jubilación del régimen de reparto. Las prestaciones de pasividad, jubilaciones o pensiones, correspondientes al régimen de ahorro, se ajustan o actualizan su valor en la misma oportunidad y por el mismo procedimiento por el que se ajustan las pasividades correspondientes al régimen de reparto.

Se introducen franjas de ingreso, dando la posibilidad de que cada trabajador que haga aportes efectivos a la seguridad social tenga la posibilidad de tener ambos componentes en su retiro; un componente de reparto y un componente de ahorro. Es decir, la ley estructura o escalona los dos regímenes sobre el eje del concepto de ingresos individuales. Se toman todos los ingresos del

individuo, que constituyen asignaciones computables, provenientes del desarrollo de actividades laborales amparadas por el Banco de Previsión Social y efectúa cortes en los mismos a los efectos de considerar los distintos tramos de los ingresos individuales que se identifican a su vez con los dos niveles regidos por los dos regímenes de cobertura.

Por el momento y a efectos de simplificar, lo que corresponde destacar es que a los efectos de la ley se suman todos los ingresos del individuo que provengan de una o más actividades regidas por el Banco de Previsión Social, correspondan éstas a una o más afiliaciones, tanto en actividades desarrolladas como trabajador dependiente como no dependiente.

Cuando hablamos de diferentes afiliaciones nos referimos al hecho de que en Uruguay, a medida que se fueron agregando actividades comprendidas en el régimen de lo que hoy es el Banco de Previsión Social, los diferentes grupos de actividades se fueron agrupando en distintas afiliaciones o Cajas que supusieron la posibilidad de generar una jubilación por cada Caja o grupo de actividad. De esta manera, hoy se tiene y se trae desde antes, una afiliación civil y escolar, otra de industria y comercio y otra rural y del servicio doméstico, todo lo que permite por ejemplo, que un trabajador en la medida que sea funcionario público y empleado de una empresa privada comercial tenga una afiliación civil y otra de industria y comercio. Esto le permite generar una jubilación por cada afiliación en el régimen de reparto.

Coexiste así la múltiple afiliación en el régimen de reparto con el concepto de ingresos individuales al que antes nos referíamos.

En cambio el régimen de ahorro individual funciona como si no existiera la múltiple afiliación en la medida que para jubilarse en él, el trabajador debe haber cesado en todas las actividades amparadas por el Banco de Previsión Social, salvo el caso excepcional en el cual el trabajador tenga 60 o más años de edad, con causal jubilatoria configurada, en cuyo caso se le permite comenzar a gozar de la pasividad del régimen de ahorro y dejar de aportar a él sin haber cesado en todas las actividades.

La ley delimita de acuerdo a los tramos de ingresos del individuo varios niveles, los cuales a su vez y como dijimos antes, se identifican con los dos regímenes de cobertura. El primer nivel se constituye en base a los ingresos individuales de percepción mensual o primer tramo de ellos hasta la suma de \$5.000, en valores a mayo de 1995; el segundo nivel abarca el tramo de ingresos individuales mensuales comprendido entre más de \$5.000 y hasta \$15.000; y el tercer nivel es el tramo de ingresos que excede de \$15.000.¹

El primer nivel se corresponde con el régimen de reparto administrado por el Banco de Previsión Social; el segundo nivel con el régimen de capitalización individual o ahorro individual obligatorio

administrado por las AFAPs y el tercer nivel, al no tener un régimen de cobertura específico, es simplemente el techo o límite superior del segundo nivel a partir del cual el trabajador tiene la libertad de tomar la decisión que le parezca más conveniente, esto es, ahorrar o no ahorrar.

Lo que el trabajador ahorra obligatoriamente en el régimen de capitalización individual es su aporte personal jubilatorio o montepío, que es de una tasa del 15% (quince por ciento) sobre el tramo de sus ingresos comprendidos en el segundo nivel o régimen de ahorro.

En la medida en que la ley toma todos los ingresos individuales, el trabajador no debe optar por uno u otro régimen, sino que todos los trabajadores afiliados al Banco de Previsión Social, el 100% (cien por ciento) de los mismos, se encuentran comprendidos en el régimen de reparto ya sea porque sus ingresos mensuales son inferiores a \$5.000 nominales o porque debido a este régimen son alcanzados por el primer tramo de sus ingresos mensuales hasta dicha suma. Los trabajadores que perciben ingresos mensuales superiores a \$5.000 son a su vez alcanzados simultáneamente por los dos regímenes, el de reparto y el de capitalización individual, de acuerdo a cada tramo de sus ingresos. De esta forma los dos regímenes a la vez que se complementan, se integran en un único sistema.

La idea es que el sistema de reparto cubra el margen básico, luego se crea una acumulación para quienes ganan ingresos superiores. Los que tienen ingresos más superiores aún, no hacen aportes obligatorios, por encima de los \$15.000. Pero pueden, al igual que los que no tienen ingresos superiores a este monto, por decisión personal, hacer depósitos voluntarios en sus cuentas de ahorro para tener derecho a una pasividad adicional.

Con esta misma finalidad se pueden realizar depósitos convenidos consistentes en importes de carácter único o periódico, que cualquier persona física o jurídica convenga con el afiliado depositar en la respectiva cuenta de ahorro personal.

Los afiliados activos del Banco de Previsión Social cuyas asignaciones computables se encuentren comprendidas en el primer nivel referido anteriormente, pueden optar por quedar incluidos en el régimen de ahorro individual obligatorio, por sus aportaciones correspondientes al 50% de sus asignaciones computables. Por el restante 50%, dichos afiliados aportan al régimen de jubilación por solidaridad intergeneracional.

Quienes, habiendo realizado esta opción, lleguen a percibir mensualmente asignaciones computables entre \$5.000 y \$7.500, aportarán al régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio, solamente por el 50% (cincuenta por ciento) de sus asignaciones computables comprendidas en el tramo de hasta \$5.000; por sus restantes asignaciones computables aportarán al régimen de jubilación por solidaridad intergeneracional. Igual pasa con los afiliados que al inicio

de su incorporación a los regímenes, percibían asignaciones computables que superaban los \$5.000 y no excedían los \$7.500.

El sistema previsional en su conjunto, es decir, ambos regímenes, cubren los riesgos de invalidez, vejez y sobrevivencia, con prestaciones del régimen de reparto o de ambos regímenes a la vez, si el trabajador estuvo integrado aunque sólo sea en parte de su vida laboral, al régimen de ahorro.

Entonces, el nuevo sistema de previsión social en el Uruguay mantiene el régimen de pensión a la vejez e invalidez. A quienes trabajan y aportan efectivamente, se les incorpora en un sistema de dos pilares o sistema mixto, que tiene un componente de reparto y un componente de capitalización.

2,2 Funcionamiento del Sistema de "Ahorro Individual Obligatorio"

Como se señaló anteriormente, el nacimiento de la industria de las AFAPs se basa en la reforma previsional de 1995, contenida en la Ley 16.713, siendo ésta una de las modificaciones más significativas a la seguridad social uruguaya.

Uno de los aspectos más trascendentales de esta reforma es el financiamiento de las pensiones mediante un sistema de "Ahorro Individual Obligatorio" que, en términos simples, consiste en la creación de un fondo de ahorro previsional del trabajador que se va incrementando con cotizaciones mensuales durante toda su vida activa. La pensión será el resultado del volumen de recursos acumulados. Los fondos son manejados por las AFAPs e invertidos en diferentes instrumentos del mercado de capitales según las posibilidades que permite la ley.

Para la gestión de administrar estos ahorros individuales se crearon empresas privadas específicas con fines de lucro: "Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional", las que operando en un mercado supuestamente competitivo entregarían un servicio eficiente y eficaz en términos del costo para los afiliados y de la calidad del manejo de las inversiones.

En el régimen actual, las pensiones de invalidez y fallecimiento se financian con un esquema de seguro colectivo, dada la aleatoriedad de su ocurrencia, al igual que en el sistema antiguo, pero con algunas adecuaciones a la capitalización individual. En este sentido, es importante recordar que son las AFAPs las encargadas de contratar los respectivos seguros para sus afiliados en alguna Compañía de Seguros de Vida de su elección.

Por la modalidad de operación se puede apreciar que las AFAPs tienen una influencia gravitante en las Compañías de Seguros puesto que tienen el "poder" de elegir a la aseguradora de sus afiliados. Dado el alcance de este trabajo, no abordaremos las implicancias de la industria de las

AFAPs sobre el sector de los seguros.

Por otra parte, se establece la obligatoriedad de afiliarse al sistema a todas las personas que, con posterioridad a la fecha de entrada en vigencia de la ley, ingresen al mercado de trabajo en el desempeño de actividades amparadas por el Banco de Previsión Social (BPS).

A continuación se explica a grandes rasgos, el funcionamiento normal de la nueva previsión, indicándose los flujos de dinero entre las distintas entidades involucradas. Como es de suponer, esta sección está muy relacionada con el acápite anterior y por lo tanto, no se repetirán las consideraciones allí señaladas. En el esquema se muestran las principales relaciones entre los participantes.

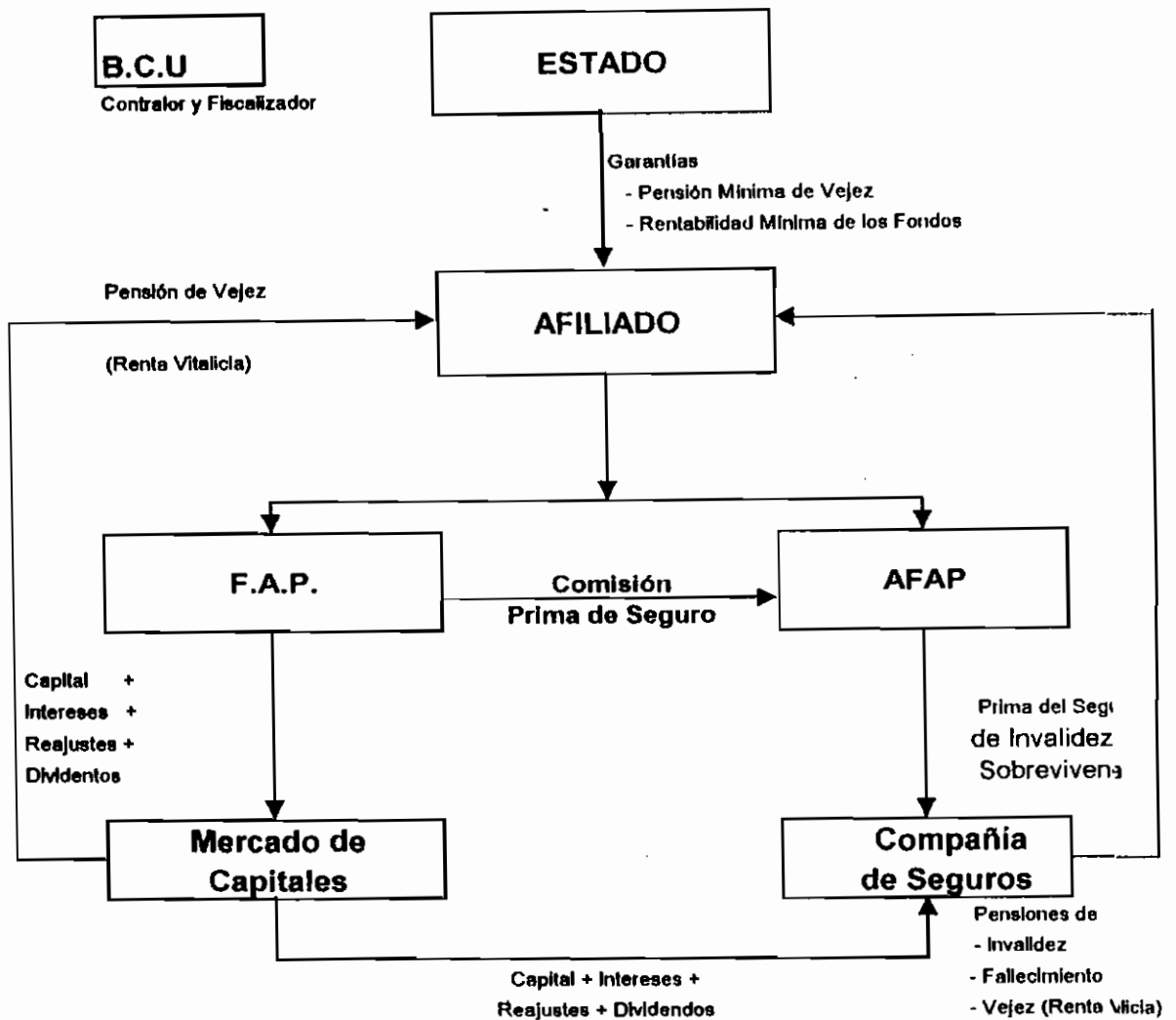
Durante su vida activa, el trabajador afiliado al sistema aporta un 15% de su remuneración imponible en un Fondo de Ahorro Previsional. De este aporte, una parte va al BPS y la otra a la Administradora de Fondo de Ahorro Previsional que haya elegido el afiliado, la cual descuenta las comisiones que cobra a los aportantes, y el resto lo destina a la cuenta de ahorro de cada individuo. En consecuencia, cada afiliado tiene una proporción del volumen total de los fondos previsionales acumulados, los que son invertidos y manejados por la AFAP.

Es importante destacar la completa separación que existe entre la AFAP y el FAP, tanto conceptual como en la práctica contable. En efecto, los dueños del Fondo son los afiliados, de manera que en el activo se contabiliza el valor de las inversiones realizadas con estos recursos que tienen como contrapartida, o pasivo, las cuentas individuales de sus propietarios, los afiliados.

Por su parte, en el activo de las AFAPs se registran los bienes físicos y monetarios que requieren estas instituciones para otorgar los servicios correspondientes y el Encaje que deben constituir estas sociedades para garantizar la rentabilidad mínima del FAP a su cargo. Como en cualquier sociedad anónima, en los pasivos de las AFAPs se anotan los pasivos exigibles y el patrimonio que tienen los dueños de la empresa a la fecha.

Una característica importante a destacar es que los ingresos operacionales de las Administradoras tienen un solo origen: la comisión fija por afiliado aportante, la cual se establece como un porcentaje de los recursos previsionales al sistema, que el individuo realiza.

Por otra parte, se aprecia claramente que tanto los Fondos de Ahorro Previsional como el mercado asegurador dependen fundamentalmente del funcionamiento del mercado de capitales y en particular de las inversiones que se afecten con estos recursos, aspecto en el cual una empresa Calificadora de Riesgos desempeñaría un importante papel para el caso de los FAPs.



También se puede mencionar que cuando una persona se jubila, normalmente a los 60 años de edad, existe sólo una modalidad de pensión de vejez, la de "Renta Vitalicia" que se contrata con una Compañía de Seguros de Vida previo traspaso de los ahorros acumulados.

Si se produce la invalidez o la muerte del afiliado durante su vida activa, los ahorros de su cuenta individual son traspasados de la AFAP a la Compañía de Seguros, la que se hace cargo del pago de las pensiones correspondientes.

El papel del Estado en este sistema consiste en velar por que éste funcione adecuadamente, dictando las leyes y normas que lo rigen, asegurando pensiones mínimas a los ciudadanos y garantizando una rentabilidad mínima al afiliado, ya que de no alcanzarla, la Administradora queda disuelta.

Debe mencionarse que el Banco Central es el organismo estatal encargado de controlar y fiscalizar a las AFAPs y al sistema en su conjunto.

2,3 Estructura Legal de las Administradoras de Fondo de Ahorro Previsional (AFAPs)

Al incluirse la figura del fondo privado de pensiones en el Uruguay, las gestoras de estos fondos han sido sometidas a estrictas reglas, tanto en lo que concierne a sus reservas de capital, como a la inversión de los fondos, y a su rendimiento en comparación con el promedio alcanzado por la industria AFAP en su conjunto.

El capital mínimo necesario para la constitución de una Administradora debe ser de 60.000 Unidades Reajustables, el cual debe encontrarse suscrito e integrado en efectivo en el momento de autorización de la empresa para comenzar a operar.

A su vez, las Administradoras deben integrar y mantener en todo momento una reserva, llamada Reserva Especial, la cual no debe ser inferior al 2% del Fondo de Ahorro Previsional que administra, excluidas las inversiones en títulos emitidos por el Estado, o al 20% del capital mínimo exigido, cualquiera sea mayor.

Una vez que se comienza a formar el FAP, el patrimonio mínimo de la AFAP excluida la Reserva Especial, debe ser igual al capital inicial exigido o al 2% del valor del FAP, si este resulta mayor. Cuando por cualquier circunstancia el patrimonio de la AFAP baja del mínimo exigido deberá ser reintegrado en un plazo máximo de tres meses en defecto de lo cual la administradora se disuelve y liquida por el Banco Central del Uruguay. En este caso, cada afiliado decidirá a que otra AFAP se transferirán sus fondos acumulados.

El régimen de capitalización individual administrado por las AFAPs, es un régimen de aportaciones definidas, y se funda en cuentas de capitalización individuales. Las pensiones dependen de las aportaciones efectuadas a lo largo de la carrera laboral y del ingreso obtenido con las inversiones de los saldos acumulados en el mercado financiero, es decir, las pensiones dependen del grado de rentabilidad neta (deducidos gastos y comisiones) devengados por la inversión financiera de los ahorros acumulados por parte de las AFAPs. La base de las futuras prestaciones son los aportes o ahorros acumulados y sólo por excepción importan los ingresos (por ejemplo en el caso de la prestación correspondiente a la incapacidad total o parcial cubiertas por un seguro colectivo de invalidez y fallecimiento, la ley determina de antemano una prestación definida relacionada con los ingresos).

Para asegurar la transparencia y simplicidad del sistema, la reglamentación impone el estricto

límite de una cuenta por cada trabajador y de un fondo de pensión por cada AFAP. Los afiliados reciben semestralmente los estados de cuenta con información sobre los aportes acreditados y los ingresos aportados por la inversión de sus fondos.

En cuanto a su financiamiento, las AFAPs se nutren de los aportes jubilatorios de sus afiliados y de los ahorros voluntarios y convenidos. Sólo excepcionalmente y en el caso de las actividades con servicios bonificados, constituye recurso del régimen una aportación patronal adicional creada por la ley correspondiente a tramos de ingresos del trabajador comprendido en el régimen de capitalización individual.

También constituyen recursos del régimen de ahorro administrado por las AFAPs, las rentabilidades de las inversiones que de los ahorros de sus afiliados realicen las AFAPs, al igual que el monto de las sanciones por infracciones tributarias que recaude el BPS de los empleadores incumplidores, correspondientes al no pago en fecha del montepío del trabajador por el tramo de sus ingresos comprendidos en el régimen de ahorro. En consecuencia, este régimen funciona acumulando capital y de ahí su importancia en el funcionamiento y la estructura misma del mercado financiero.

Las inversiones realizadas por las AFAPs con los aportes de los trabajadores deben ser efectuadas de acuerdo a porcentajes máximos y diversificación indicadas por la ley y los títulos representativos de dichas inversiones deben estar en custodia en una sola institución autorizada por el Banco Central o en esta misma institución oficial.

Los instrumentos en los que pueden ser invertidos el Fondo de Ahorro Previsional están constituidos por los siguientes:

- A) Valores emitidos por el Estado uruguayo, los cuales para el primer año de vigencia del régimen podían alcanzar hasta el 100% (cien por ciento) del fondo, reduciéndose entre cinco y diez puntos porcentuales por año, hasta llegar a un máximo del 60% (sesenta por ciento). A junio de 1998 este porcentaje se sitúa en un 85% (ochenta y cinco por ciento).
- B) Valores emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), hasta el 30% (treinta por ciento).
- C) Depósitos a Plazo en moneda nacional o extranjera que se realicen en las instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, autorizadas a captar depósitos, hasta el 30% (treinta por ciento).
- D) Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas que coticen en algún mercado formal, con autorización del Banco Central del Uruguay, hasta el 25% (veinte y cinco por ciento).
- E) Valores representativos de inversiones inmobiliarias, industriales, forestales u otros sectores productivos garantizadas por entidades financieras autorizadas a funcionar en el país, a través

de la emisión de certificados de depósito, hasta el 20% (veinte por ciento).

- F) Colocaciones en instituciones públicas o privadas, garantizadas por las mismas, a efectos de que éstas concedan préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social, hasta dos años de plazo y tasa de interés no inferior a la evolución del Índice Medio de Salarios en los últimos doce meses, más cinco puntos porcentuales. El importe a prestar no excederá del 15% (quince por ciento) del activo del FAP.

A pesar de estos porcentajes restrictivos, dichas inversiones se han visto más restringidas aún, ya que, por un lado, la suma de las inversiones mencionadas en los literales B), C), D), E) y F) no pueden exceder del 25% del valor del fondo, porcentaje que se incrementará entre cinco y diez puntos porcentuales anuales hasta un máximo del 70%.

Por otro lado, la suma de las inversiones mencionadas en los literales D), E) y F) no pueden exceder del 25% de la inversión del fondo, llegando a un máximo del 30%.

La Reserva Especial debe ser invertida en los mismos instrumentos autorizados para el Fondo de Ahorro Previsional y con iguales limitaciones siendo también inembargables los bienes y derechos que la componen.

Las Administradoras son responsables de que la tasa de rentabilidad real del respectivo Fondo de Ahorro Previsional no sea inferior a la tasa de rentabilidad mínima anual del régimen, la que se determina en forma mensual, cubriendo así el riesgo de inversión. La tasa de rentabilidad mínima anual promedio del régimen es la menor entre el 2% (dos por ciento) anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen menos dos puntos porcentuales. Los requisitos de rentabilidad mínima no son de aplicación a las Administradoras que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento.

En cada Administradora, como parte del Fondo de Ahorro Previsional, habrá un Fondo de Fluctuación de Rentabilidad con el objeto de garantizar la tasa de rentabilidad real mínima referida. Este fondo se integrará en forma mensual y siempre que la rentabilidad del FAP fuese positiva. El mismo se integrará con el producido de todo exceso de la tasa de rentabilidad del FAP sobre la tasa de rentabilidad promedio del régimen, incrementada en dos puntos porcentuales.

Si la tasa de rentabilidad del Fondo de Ahorro Previsional fuera en un mes dado, inferior a la tasa de rentabilidad real mínima del régimen y esta diferencia no pudiera ser cubierta con el respectivo Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, la administradora deberá aplicar los recursos de la Reserva Especial a tal efecto. Si aplicados totalmente los recursos de la Reserva Especial no se pudiera completar la deficiencia de rentabilidad, la administradora deberá recomponer la rentabilidad mínima y la Reserva Especial. De no hacerlo dentro del plazo de 15 (quince) días, la

administradora se disolverá de pleno derecho y será liquidada por el Banco Central del Uruguay, debiendo también en este caso los ahorristas determinar a qué otra administradora se transferirán sus fondos acumulados.

En este nuevo régimen de ahorro todas las prestaciones, son servidas no por las AFAPs, sino por empresas aseguradoras. El mecanismo de vinculación de éstas con las AFAPs es a través de la contratación de un seguro individual o colectivo de invalidez y fallecimiento para todos sus afiliados por parte de éstas últimas. Este seguro, sirve para cubrir las prestaciones de la jubilación por incapacidad total para todo trabajo, del subsidio transitorio por incapacidad parcial y de las pensiones de sobrevivencia por fallecimiento del afiliado en actividad o en goce de dichas prestaciones.

En el caso de que esta empresa aseguradora sea liquidada, la administradora contratante toma a su cargo las prestaciones correspondientes a aquella. Sólo en el caso de las entidades de propiedad estatal, tanto en el caso de la AFAP como de la empresa aseguradora, el Estado es la garantía final del pago de la rentabilidad mínima exigible a la administradora y de las prestaciones por parte de la empresa aseguradora.

La única fuente de ingreso de las Administradoras a cargo de los afiliados, la constituye el cobro de una comisión por el manejo de sus fondos, la cual es debitada de las respectivas cuentas de ahorro individual de los afiliados. La misma se puede establecer como una suma fija por operación, como un porcentaje del aporte que le dio origen o como una combinación de ambos.

A fin de asegurar la solvencia del sistema, la gestión y estructura de las AFAPs debe sin embargo, cumplir con normas que están orientadas ante todo, a preservar la separación de los patrimonios de los fondos y de las administradoras, a asegurar las responsabilidades de los últimos respecto a los primeros, a buscar una gestión autónoma de inversiones en beneficio de los usuarios y no de los intereses de las administradoras, y a evitar conflictos de intereses y el disfrute de información privilegiada.

La estructura de los fondos de pensiones y manejo por administradoras separadas, y de independencia entre las aseguradoras y las AFAPs, protege contra los riesgos de contagio y de opacidad que son inherentes a las configuraciones del grupo.

¹ / Todas las cifras mencionadas en pesos en la ley, están expresadas en valores constantes correspondientes al mes de mayo de 1995, y se ajustan, al igual que las pasividades por la variación del índice medio de salarios. Cinco mil pesos actualizados al mes de mayo de 1995 equivalían aproximadamente a US\$820.

CAPITULO III

CARACTERIZACION GENERAL DEL SISTEMA DE AFAP Y SU EVOLUCION

En este capítulo se describe, en líneas generales, la evolución de este sector, aportando información de tipo cuantitativo, de manera de disponer de una cantidad suficiente de datos comunes a todo el mercado que permitan centrar el análisis de la industria, que se hace en los capítulos siguientes de este trabajo.

Se presenta el estudio de la industria separando lo que concierne a las características de la población de afiliados por un lado, y la de los FAPs por el otro.

3,1 AFILIADOS Y APORTANTES

Definiciones

Se define como "afiliado al régimen" a todo aquel trabajador dependiente y/o independiente que haya suscrito correctamente la solicitud de incorporación a una Administradora. Esta condición, es única, permanente y subsiste durante toda la vida del trabajador, ya sea que se mantenga o no en actividad, que ejerza una o varias actividades simultáneas o sucesivas, o que cambie de Administradora.

Existen tres categorías de afiliados: los obligatorios, que son las personas que a la fecha de entrada en vigencia de la ley Número 16.713 tenían menos de cuarenta años de edad, desempeñaban cualquier actividad amparada por el Banco de Previsión Social (BPS) y percibían un sueldo superior a \$5.000 (cinco mil pesos uruguayos). Quedan incluidas en esta categoría también todas las personas que, con posterioridad a la fecha de entrada en vigencia de dicha ley, sin importar la edad, y siempre y cuando sus ingresos superen los cinco mil pesos uruguayos, ingresen al mercado de trabajo desempeñando actividades amparadas por el BPS.

La segunda categoría de afiliados son los voluntarios, que son aquellos que sin estar obligados a afiliarse a una de las Administradoras existentes, optan por hacerlo. En esta categoría no hay limitaciones de ingresos ni de edad, ya que como su nombre lo indica, son afiliados voluntarios.

Por último, la tercera categoría son los afiliados de oficio, los que estando obligados a afiliarse a una Administradora, no lo hacen y el BPS les asigna una Administradora. Esta categoría constituye una minoría del total de afiliados.

A su vez, se considera "aportante" de un mes determinado, a todo trabajador por el cual se hubiere

pagado un aporte en ese período. El aportante se define por el pago efectivo de la aportación realizada.

A los efectos estadísticos, los aportantes se definen como aquellos para los cuales la suma de aportaciones pagadas en un período determinado, es positiva, independientemente del mes en que se devengaron las remuneraciones que les dieron origen. Por lo que de acuerdo a la definición misma de aportante, se desprende que la estadística de aportantes es una sobrestimación del número de personas que realmente aporta, debido a que se consideran como diferentes los aportes de un trabajador, originados por distintas remuneraciones en un mismo mes.

Un hecho que vale la pena destacar es la existencia de atrasos en el pago de las aportaciones por parte de los empleadores o de los que aportan directamente, existiendo así aportaciones originadas por remuneraciones de meses anteriores que no fueron efectuadas en las fechas correspondientes. Este atraso lleva a que la sobrestimación de las aportaciones realizadas en un mes, sea aún mayor.

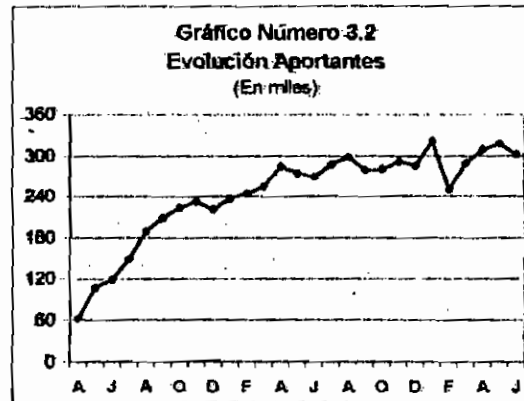
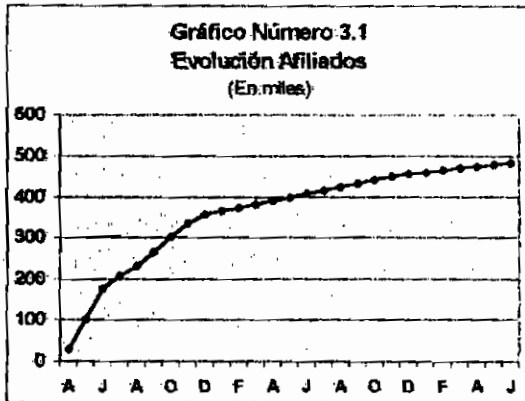
Para fines de un mejor entendimiento, en este capítulo cuando nos refiramos a los aportantes, estos aparecerán en los meses en los cuales realmente hicieron sus aportes. Esta aclaración resulta conveniente ya que normalmente cuando se habla de aportantes en un mes determinado, estos se refieren a los afiliados que hicieron aportes correspondientes a remuneraciones de dos meses anteriores, ya que el Banco de Previsión Social transfiere los aportes de los afiliados luego de dos meses de éstos ser realizados. Es así que los aportes del mes de junio corresponderían a trabajadores que realizaron aportes en el mes de abril y así sucesivamente. Pero dada la gran confusión que esto genera, siempre que sea necesario especificaremos, cuando estemos hablando de aportantes, si estos han sido considerados de acuerdo al aporte al BPS o de acuerdo a la transferencia de fondos a las distintas AFAPs, a los cuales llamaremos aportantes efectivos.

3,1,1 Descripción de la evolución

En los Gráficos Núms. 3,1 y 3,2 se muestran la evolución del número de afiliados y de aportantes del Régimen, a partir de abril de 1996, es decir, desde el inicio de su funcionamiento, ambas series hasta junio de 1998.

Se aprecia en los Gráficos que ha habido un aumento permanente en el número de afiliados al Régimen. Al mes de junio de 1998 habían 483.875 afiliados.

Para un mayor entendimiento de cómo se ha dado el proceso de incorporación de nuevos afiliados en esta industria, hay que hacer particular hincapié en las diferentes etapas que se han desarrollado a lo largo de los dos años de su funcionamiento.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU y del BPS.

Se distinguen tres etapas. La primera es la etapa inicial, donde se lleva a cabo una afiliación masiva y en la cual un segmento del mercado laboral uruguayo estaba obligado a afiliarse a una de las administradoras existentes. Esta etapa no sólo se vio favorecida por las afiliaciones obligatorias sino también por las voluntarias y de oficio, realizadas éstas últimas por el BPS.

En los dos primeros meses se adhirieron unas 101.660 personas. En el tercero, correspondiente a junio del 96, cuando se procedió a la afiliación de oficio, se incorporaron al sistema unas 73.893 personas, de las cuales 13.591 fueron afiliados de oficio de acuerdo a los criterios establecidos por la ley.

Estos trabajadores distribuidos de oficio, representaron casi el 8% del total de afiliados, evidentemente no tuvieron tiempo o no estuvieron suficientemente informados para realizar su inscripción dentro del plazo legal.

La segunda etapa es la que comienza a partir de julio del 96 y termina en abril del 97. En ésta, el número de nuevas afiliaciones continuó siendo alto, aunque no alcanzó los niveles alcanzados en la primera etapa. El promedio mensual fue del orden de los 30 mil afiliados hasta el mes de noviembre del mismo año. A partir de esta fecha se constata una tendencia claramente descendente en el ritmo de incorporación de nuevos afiliados, lo que respondería el alto porcentaje de trabajadores que ya se habían incorporado.

Las afiliaciones promedios correspondientes a los meses de diciembre del 96-abril del 97 fueron de 11.000 mensuales. A pesar de ello, esta segunda etapa ha sido la de mayor afiliación, ya que en ella, se incorporaron alrededor del 45% del total de afiliados existentes a junio de 1998.

La tercera etapa, si bien sigue caracterizada por un ritmo descendente en cuanto a la incorporación

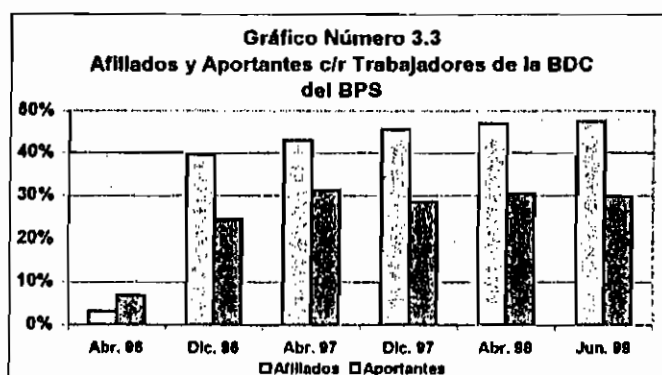
de nuevos afiliados, está caracterizada por la posibilidad de traspaso de los afiliados entre Administradoras. Esta última se inicia en mayo del 97 hasta nuestros días.

En esta etapa, las afiliaciones nuevas promedios al mes alcanzan los 6.700 afiliados, pero en los últimos meses apenas han alcanzado los 4.000 nuevos afiliados.

En cuanto a los aportantes, en el gráfico se observa claramente que en los meses de abril y mayo de 1996, estos exceden al número de afiliados debido a que en la información proporcionada respectiva a estos meses se incluyeron aportes correspondientes a personas que estando obligadas a afiliarse a una de las Administradoras, no lo hicieron sino a partir del mes de junio, por lo que sus aportes correspondientes a las remuneraciones devengadas en estos meses les fueron descontados más tarde. Si bien en estos meses no hemos considerado los aportantes efectivos, esto ha sido así ya que resultó imposible desagregarlos con base a la información con que contábamos, hecho éste que no sucede en los meses posteriores.

En los gráficos anteriores, también se puede apreciar el aumento permanente en el número de aportantes al Sistema, aunque con bajas puntuales en algunos meses. Excluida la etapa inicial del Sistema el mayor número de aportantes fue en el mes de enero del 98, en el que estos alcanzaron a 321.612. En el mes de junio del mismo año, los aportantes fueron 302.309.

Para dar una idea de la magnitud de estas cifras y de la evolución del proceso de incorporación de los trabajadores a las AFAPs se muestra en el Gráfico 3,3 la relación entre los afiliados y los aportantes versus el total de trabajadores registrados en la Base de Datos Corporativa (BDC) del BPS, refiriéndose estos a aquellas personas con algún vínculo laboral. Esta base de datos era el registro existente en el BPS, previamente a la reforma previsional.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU y del BPS.

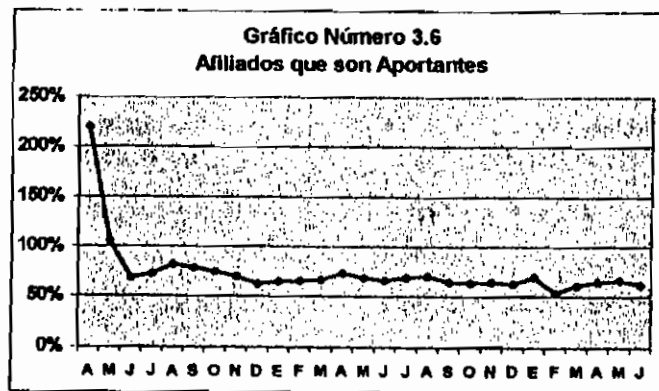
Se observa que ya en diciembre de 1996, cuando el Régimen contaba apenas con nueve meses de funcionamiento, los afiliados y aportantes eran casi un 40% y un 25%, respectivamente, del total

Si bien ha habido un aumento permanente en el número de afiliados, éste se da a un ritmo decreciente. Las tasas de crecimiento de los nuevos afiliados en los últimos meses no han superado el 1%.

No se puede decir lo mismo de los aportantes ya que el comportamiento de éstos ha sido poco estable si lo observamos mes a mes, llegando a alcanzar tasas de crecimiento de hasta -22,29%. En promedio, los afiliados han aumentado en un 11,46% mensual, entre abril de 1996 y junio de 1998, y los aportantes en un 6,29%.

Un parámetro de vital importancia para las AFAPs es el porcentaje de los afiliados que son aportantes porque sólo a estos últimos se les puede cobrar comisión, por lo que los aportantes constituyen, en la práctica, la cartera "activa" de la Administradora en cuanto a sus ingresos y también para la mayoría de sus costos de operación, puesto que son los que entregan su aporte y, por lo tanto, modifican su saldo en la cuenta individual. De lo anterior se desprende que un indicador -entre otros- de la "calidad" de la cartera de los afiliados de una AFAP es justamente el porcentaje de aportantes.

En el Gráfico Núm. 3,6 se muestra la razón entre aportantes y afiliados, por meses, desde abril de 1996 a junio de 1998, para el total del Régimen.



Fuente: Gráficos Números 3.1 y 3.2.

Es claro del gráfico, que en los dos primeros meses el número de aportantes fue superior al de afiliados a alguna de las Administradoras existentes.² A partir de junio del 96, la proporción ha sido estable y ha girado en torno al 67%. En el mes de febrero del 98 se produjo la disminución más importante, realizando aportes sólo el 54% del total de afiliados. En los meses posteriores la proporción de afiliados que son aportantes volvió a alcanzar los niveles obtenidos en los períodos anteriores, siendo esta proporción en junio de 1998 el 63%. Naturalmente, estas cifras deben analizarse en el contexto que este período corresponde a los inicios del Régimen, y que es posible que la situación de mediano y largo plazo sea distinta a la que se ha presentado hasta ahora.

La composición por sexos a abril de 1998, de afiliados del sistema era la siguiente:

Cuadro Número 3.1

Sexo	Afiliados	
	Número	%
Hombres	286.060	60,70%
Mujeres	185.205	39,30%
Total	471.265	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BPS:

Del cuadro anterior se infiere que el número de hombres excede al de mujeres en más de un 50%. Para las AFAPs esta es una variable importante porque, en general, el costo de la prima del seguro de invalidez y fallecimiento es menor para las mujeres que para los hombres, debido a que las primeras presentan menores riesgos de pensionarse y porque, normalmente, tienen menos beneficiarios que los hombres.

Por lo tanto, una AFAP con mayor cantidad relativa de mujeres puede obtener condiciones ventajosas en la negociación con la Compañía de Seguros.

Un atributo de los aportantes que es fundamental para las AFAPs, es la asignación computable imponible de éstos, puesto que, hasta ahora, casi todos los ingresos de las Administradoras son proporcionales a éstas. Por lo tanto, los "mejores" clientes de las AFAPs son los trabajadores con asignaciones computables altas, lo que crea fuertes incentivos en éstas para diseñar e implementar estrategias de captación de estos aportantes.

Si bien las comisiones que pueden cobrar las Administradoras pueden establecerse como una suma fija por operación, como un porcentaje del aporte que le dio origen o como una combinación de ambas, hasta la fecha las comisiones fijas han sido poco usadas por las distintas Administradoras. En efecto, sólo una firma ha cobrado comisión fija a sus aportantes, siendo ésta poco significativa con relación a la comisión porcentual cobrada sobre las asignaciones computables.

El Cuadro siguiente muestra un cálculo estimativo de las asignaciones computables mensuales promedio de los aportantes del Sistema para los años 1996, 1997 y 1998, expresados en U.R./Aportante mes:

Cuadro Número 3.2

	Ingreso Imponible Promedio U. R / Aportante al mes	Variación c/r Promedio del Período Anterior
1996	25,78	
1997	20,96	-18,70%
1998	20,43	-2,53%

Fuente: Elaboración Propia con datos del BCU.

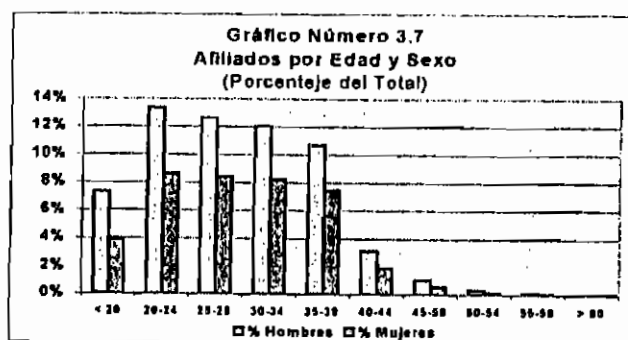
Se observa que las asignaciones computables de los aportantes disminuyeron en los meses del año 1997 con respecto a los del 1996 de manera significativa, produciéndose otro leve descenso en 1998. Estas variaciones podrían deberse a que el aumento del número de aportantes se haya logrado, probablemente, incorporando personas de menores ingresos, entre otras cosas.

La metodología usada para calcular lo anterior consistió en suponer que los ingresos por comisión porcentual que aparecen en el Estado de Resultado de las AFAPs, equivalen al porcentaje de la comisión promedio porcentual cobrada por el sistema de AFAP del total de asignaciones computables y, con el número de aportantes se determinó la remuneración promedio.

Por otra parte, los datos suministrados por el BCU indican que el porcentaje de afiliados que realiza aportes voluntarios y los montos aportados por estos son despreciables, de manera que el error por este concepto es mínimo. Además, más del 90% de los aportes que aparecen como voluntarios son aportes en exceso que son depositados al BPS y éste los transfiere a la AFAP correspondiente. A pesar de las eventuales distorsiones, los resultados obtenidos son comparables entre sí, que es lo que en definitiva interesa para este estudio sectorial.

Un parámetro importante en la descripción de la población afiliada al Régimen es la edad porque muestra la "juventud" del nuevo régimen de pensiones, ya que a un porcentaje significativo de sus afiliados les quedan muchos años para jubilarse. Debe tenerse presente que las pensiones de vejez del Régimen actual corresponden a una mezcla con el régimen de solidaridad intergeneracional debido a que parte del aporte jubilatorio va dirigido al Banco de Previsión Social, garantizando de esta manera el Estado una pensión mínima.

En el Gráfico Núm. 3.7 se muestra la distribución de edades para los afiliados del Régimen, separados por sexo, según las estadísticas al mes de abril de 1998.



Se ve en el gráfico que la mayoría – alrededor del 22% - de los trabajadores de este régimen tiene

entre 20 y 24 años de edad, la segunda mayoría está entre los 25 y 29 años y bordea el 21% del total, y que cerca de un 20% tiene más de 30 y menos de 34 años. Con esto, un 63,28% de los afiliados tiene entre 20 y 34 años.

Como era de suponerse, a partir de los 30 años hay porcentajes decrecientes de afiliados los cuales son significativos. Cerca de un 11% del total tiene menos de 20 años, y sólo un 0,07% (aproximadamente) tiene más de 60 años. Por lo último, hay pocas personas que están próximas a jubilarse, lo que se traduce en que el Régimen seguirá teniendo más eportes que salidas de fondos en los años próximos, o de otra forma, los FAPs seguirán creciendo por varios años más.

Por otra parte, las AFAPs tendrán pocos jubilados, por lo que aún está pendiente la etapa del pago de pensiones a muchas personas, lo que podría, eventualmente, traer cambios en la operación de este aspecto del nuevo régimen previsional, debido a que el Sistema es todavía muy nuevo y sin experiencia en este teme.

Otro elemento que se aprecia en el gráfico es el hecho que hay mayores porcentajes de hombres en todos los tramos de edades, siendo estas diferencias menos pronunciadas en los rangos de mayores edades, lo cual refleja que los hombres tienen una tasa de actividad más alta.

A continuación se muestra un cálculo aproximado de la edad promedio de los afiliados al mes de abril de 1998:

Cuadro Número 3,3

	Edad Promedio (Años)			Diferencia Mujeres con respecto a Hombres
	Hombres	Mujeres	Total	
Afiliados	28,7	28,96	28,87	0,28

Fuente: Elaboración propia con datos del BPS.

Se desprende del cuadro que las mujeres son alrededor de tres meses mayores que los hombres, y que la edad media de los incorporados al Régimen está entre los 28 y 29 años.

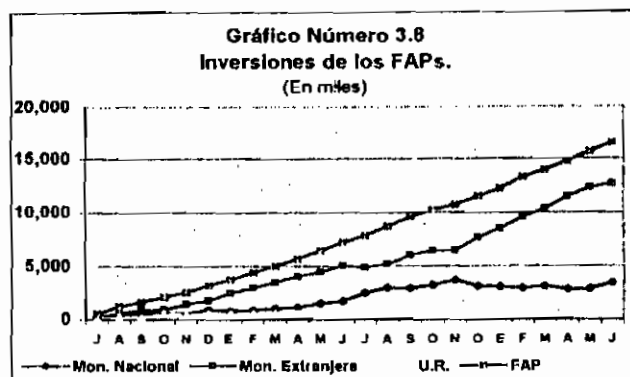
Resulta importante ver la relación entre la edad de la persona y el sueldo que recibe, ya que a las AFAPs les interesarían los afiliados con mayores sueldos porque obtendrían mayores ingresos. De haber alguna relación directa, esta sería un determinante de las estrategias llevadas a cabo por las Administradoras, ya que se interesarían en captar clientes de determinadas edades de acuerdo a sus sueldos. Por ejemplo, si los que reciben mayores sueldos son los de mayores edades, las AFAPs podrían centrar sus estrategias en los afiliados de mayores edades.

3,2 FONDO DE AHORRO PREVISIONAL

En esta sección se entregan algunos antecedentes respecto de las características y de la evolución de los Fondos de Ahorro Previsional del actual Régimen Previsional.

La discrecionalidad en el manejo del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) por parte de las Administradoras, está fuertemente restringida por el artículo 123 de la Ley 16.713, obedeciendo esto a criterios de seguridad, rentabilidad, y financiamiento del sector público entre otros.

En el Gráfico Núm. 3,8 se presenta la evolución mensual del FAP desde junio de 1996 a junio de 1998. Los valores se expresan en Unidades Reajustables. Se detallan el total del Fondo y los montos invertidos en Moneda Nacional, en Moneda Extranjera, y en Valores Reajustables.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

De las curvas del Gráfico se desprende que el Fondo de Ahorro Previsional ha aumentado consistentemente en todos los meses, en una suma – en promedio – algo inferior a las 700,000 U.R. mensuales; además, se puede inferir que los recursos invertidos en instrumentos distintos a los de moneda nacional y extranjera constituyen un porcentaje poco significativo del total.

En el Cuadro Núm. 3,4 se observa que a fines de junio de 1998 el FAP ascendía a algo más de 16 millones de UR. Un 20% de estas se encontraba posicionada en moneda nacional, un 77% en moneda extranjera y los valores reajustables representaban el 3%; el 0,21% restante lo componen la parte del fondo que las Administradoras han decidido mantener como disponibilidades.

Del mismo cuadro se desprende que la evolución de la cartera de colocaciones de las AFAPs ha mostrado preferencia por la moneda extranjera a pesar de que las colocaciones en moneda nacional han oscilado en el último año entre un 20% y un 34% del FAP según los meses. La contracara de esto lo han constituido las colocaciones en moneda extranjera ya que los valores reajustables han mostrado una tendencia permanente al descenso. La pretensión de que los

agentes manejen la Unidad Reajustable como numerario no incentivó a la inversión en este tipo de papeles. En efecto, los "bonos previsionales" que fueron especialmente creados para la inversión del FAP han disminuido su peso relativo en el total durante todo el año 97 y lo que va del 1998.

Cuadro Número 3,4

INVERSIONES DE LOS FONDOS DE AHORRO PREVISIONAL					
	Julio-96	Diciembre-96	Junio-97	Diciembre-97	Junio-98
DISPONIBILIDADES	0,34%	0,72%	0,19%	1,96%	0,21%
INVERSIONES	99,66%	99,18%	99,81%	98,04%	99,79%
MONEDA NACIONAL	13,62%	27,40%	23,10%	26,85%	20,43%
Letras de Tesorería	10,68%	9,70%	6,40%	5,17%	2,98%
Depósitos Banc. Plazo	2,94%	13,84%	14,64%	19,58%	12,96%
Cart. IPC y Dep. Reaj. B.H.		3,85%	1,00%	0,58%	0,37%
Préstamos a Afiliados			1,06%	1,53%	4,12%
MONEDA EXTRANJERA	62,83%	55,23%	69,63%	66,78%	76,56%
Bonos del Tesoro	53,90%	52,09%	61,87%	26,64%	17,37%
Letras de Tesorería	0,06%	1,03%	1,10%	4,74%	0,69%
Depósitos Ban. Plazo	8,87%	2,12%	0,49%	0,36%	1,15%
Eurobonos			6,17%	1,90%	2,61%
Bonos Globales				33,13%	46,00%
Bonos Previsionales					6,35%
Obligaciones Negociables					2,40%
VALORES REAJUSTABLES					
Bonos Previsionales					
Depósitos Reaj. B.H. (UAR)	5,01%	0,22%	0,10%		
Bonos Reaj. B.H. (UR)			0,14%	0,09%	0,06%
Total % s/Fondos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Total U.R	540.050,34	3.172.457,39	7.265.466,44	11.477.653,00	16.503.438,00

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

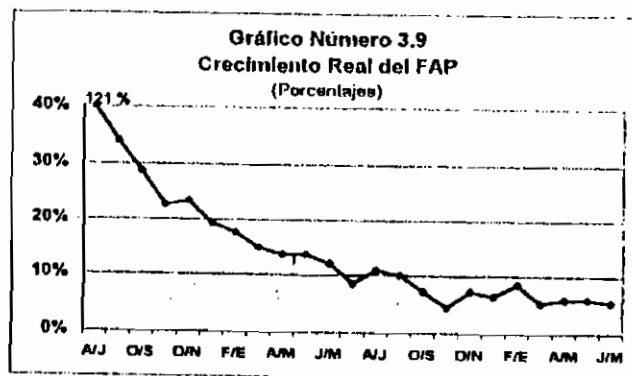
En cuanto a los tipos de opciones tomadas por las Administradoras para la inversión del FAP, se tiene que los Bonos Globales y los Bonos del Tesoro han tenido la mayor preferencia a pesar de que estos últimos han ido disminuyendo porcentualmente de manera muy significativa, alcanzando apenas el 17,37% del total de las colocaciones, mientras que un año atrás lograron alcanzar hasta casi el 70% del total.

Los títulos públicos en moneda nacional también han perdido terreno aunque no han mostrado una tendencia tan marcada como sus similares nominados en moneda extranjera.

Por su parte, los Depósitos a Plazo en las instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, representaban casi el 15% del FAP. Puede verse en esta opción una marcada preferencia por la colocación en moneda nacional, lo cual hace suponer que los operadores han confiado en la pauta establecida por el Gobierno de desaceleración de la inflación y de una devaluación por debajo de ésta.

Queda claro del cuadro que los activos invertidos en obligaciones negociables y las disponibilidades apenas superan el 2%, sin que por esto sean montos despreciables. Como es sabido, se espera que en el mediano y largo plazo los títulos de deuda y las acciones de empresas sean usos importantes de los ahorros previsionales.

Para apreciar de otra forma la evolución del tamaño del Fondo de Ahorro Previsional, se muestra en el Gráfico Núm. 3.9 el crecimiento mensual del FAP desde el mes de agosto con respecto a julio del año 1996 al mes de junio con respecto a mayo del año 1998. Estas tasas están expresadas en función del FAP en términos reales, vale decir, expresado en Unidades Reajustables. Para el primer período se muestra el valor ya que no está hecho a escala porque saldría muy desproporcionado con relación a los otros datos.

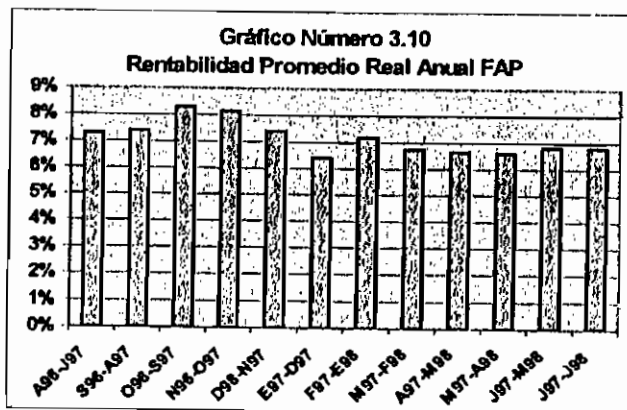


Fuente: Gráfico Número 3.8.

Es evidente que este valor al igual que los de los meses iniciales resultaron bastante altos producto de la etapa de inicio de la operación del Sistema, por lo que no se mantendrán en el mediano y largo plazo. De hecho, el ritmo de crecimiento ha sido descendente con excepción de algunos meses en los que ha habido un ligero aumento en el ritmo de crecimiento con respecto al período anterior.

La tasa de crecimiento promedio mensual del FAP desde junio de 1996 a junio de 1998 ha sido de 19,32% y en junio de 1998 el crecimiento presentado fue de 5,43%, por lo que este alto valor promedio en comparación a las tasas presentadas en los últimos meses se ha debido como se mencionó previamente a las altas tasas de crecimiento durante el período inicial.

Otro aspecto importante es la rentabilidad que obtienen los fondos. En el Gráfico Núm. 3,10 se calcularon las rentabilidades reales anuales de los Fondos de Ahorro Previsional, en términos de Unidades Reajustables, desde mediados de 1997, fecha en la cual se dieron a conocer las rentabilidades obtenidas por cada Administradora y por lo tanto la rentabilidad global del sistema de ahorro individual. Es lógico que lo que se puede decir de esta variable es muy poco debido a que el tiempo transcurrido es demasiado corto.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

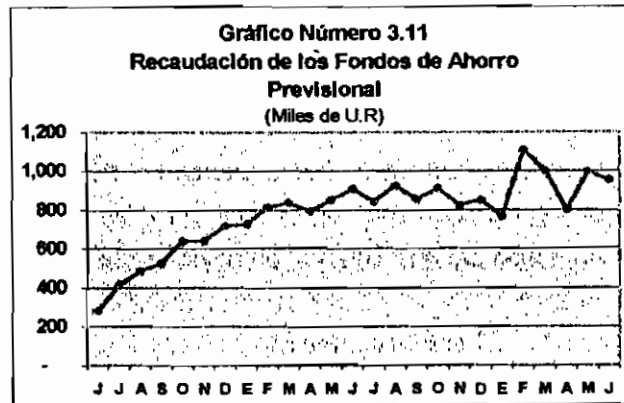
Esta rentabilidad surge de comparar el valor cuota promedio del régimen del último mes, ponderado según la participación de cada FAP en el total del FAP del mes, con el valor cuota promedio del régimen del mismo mes del año anterior, obtenido utilizando el mismo procedimiento.

No se debe perder de vista que la rentabilidad significativa para el dueño de una cuenta individual es la que obtendrá en el muy largo plazo, cuando llegue el momento del retiro de su vida activa. Por otro lado, como ya fue dicho, la ley limita grandemente el margen de maniobra de las Administradoras en la gestión de los fondos. De esta manera no resulta fácil para las AFAPs diferenciarse en cuanto a la rentabilidad obtenida en un período.

Como ha sucedido en otras experiencias de reformas estructurales, la rentabilidad obtenida en los primeros meses de aplicación del nuevo régimen fue algo superior a la esperada inicialmente. Globalmente, el sistema tuvo en el período agosto '96 – junio '98 una rentabilidad real promedio de 7,13%, con un registro máximo de 8,30% y un mínimo de 6,42%. Si bien no es posible todavía plantear una tendencia, en el período considerado, luego del máximo obtenido en el año móvil octubre '96 – septiembre '97, no se han alcanzado tasas superiores a ésta en los períodos siguientes.

Por último, para apreciar el monto de los recursos que ingresan regularmente al Régimen, en el Gráfico Núm. 3,11 se presenta la evolución de las Recaudaciones mensuales de los Fondos de Ahorro Previsional, desde junio de 1996 a junio de 1998. Las cifras se expresan en U.R. y están

según el mes en que se transfirieron a las distintas Administradoras, es decir desfasadas en dos meses respecto de las remuneraciones sobre las que se calcularon.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Del gráfico se observa que ha habido una tendencia creciente en las Recaudaciones mensuales de los Fondos de Pensiones aunque con la existencia de bajas puntuales. Destaca el importante incremento observado en el mes de febrero de 1998, el cual incluye las recaudaciones por remuneraciones devengadas en el mes de diciembre del 1997 y en el cual las recaudaciones alcanzaron a casi 1.200.000 Unidades Reajustables.

Como es de suponer, las recaudaciones dependen del número de aportantes, por lo que también cabría esperar que a medida que aumente el empleo y la actividad económica, las recaudaciones aumenten cada vez más, lo que implica que el FAP seguirá creciendo.

² / La explicación de este exceso se debe a que durante el periodo de afiliación obligatoria, no todos los que estaban obligados a afiliarse lo hicieron en los dos primeros meses, sino que se adhirieron al sistema más tarde y sus aportes correspondientes a los dos primeros meses de inicio del sistema les fueron descontados.

CAPITULO IV

Análisis del Funcionamiento de la Industria de las AFAP

Este capítulo, presenta una descripción del funcionamiento de la industria y de las empresas componentes basado en información contable, con el fin de apreciar la evolución de sus resultados económicos-financieros, y de su gestión en general, desde el punto de vista de las AFAPs. También se consideran los resultados para sus afiliados, en cuanto al costo y calidad de los servicios recibidos.

Para una mejor comprensión del tema se ha dividido la presentación en cinco secciones:

1. Indicadores de la Cartera de Afiliados.
2. Indicadores de Rentabilidad y Resultados.
3. Indicadores de Costos y Eficiencia Operacional.
4. Análisis del Sistema Tarifario y de los Ingresos.
5. Indicadores de los Fondos de Pensiones.

Fuentes de Información

La información contable y financiera se extrajo del Banco Central del Uruguay cuyo formato se adjunta en el Anexo Núm.1, y que entregan las Administradoras mensualmente a dicho organismo.

Esta información contiene los Estados Financieros:

- Estado de Situación Patrimonial (Activos y Pasivos).
- Estado de Resultados.
- Detalle de Ingresos Operacionales.

El Estado de Resultados contiene los siguientes rubros operacionales:

Ingresos Operacionales.

- Ingresos por Comisiones.
- Utilidad de la Reserva Especial o Encaje.
- Ingresos Financieros.

Egresos Operacionales.

- Remuneraciones al Personal.
- Gastos de Administración.
- Gastos Comerciales y de Ventas.
- Gastos de Computación.

- Servicios al Cliente.
- Amortizaciones de Bienes de Uso e Intangibles.
- Impuestos, Tasas y Contribuciones.
- Pérdida por Reserva Especial.
- Egresos Financieros.

Tamaño e Indicadores Unitarios de las AFAPs

Si bien los ingresos de las AFAPs dependen de cuántos aportantes éstas tengan, y no del número de afiliados, a la vez que los aportantes son los que están pagando los costos de administración del sistema, se considerará como medida del tamaño de estas empresas, tanto al número de afiliados como el de aportantes, para analizar situaciones comparativas en términos unitarios entre ellas.

Seguramente, los costos para los afiliados no aportantes son inferiores a los de los aportantes debido a que los primeros no registran movimientos en sus cuentas, pero no debemos olvidar que las AFAPs deben preocuparse por la manutención de toda su cartera de clientes y no sólo de los que están aportando.

Para apreciar con mayor detalle lo que sucede al interior de la industria, es decir a nivel de cada AFAP, se presentarán los datos desde abril de 1996 a junio de 1998. Como convención, se usarán para los gráficos, las siguientes abreviaturas de los nombres de las AFAPs:

UNI = AFAP Unión.
 CAP = AFAP Capital
 COM = AFAP Comercial.
 SAN = AFAP Santander.
 INT = AFAP Integración.
 REP = AFAP República.
 SIS = Sistema de AFAP.

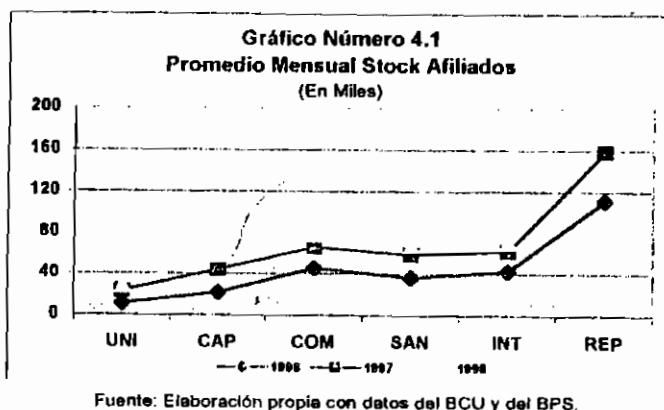
La presentación de los datos se hace en el orden indicado arriba, que es de menor a mayor, según el promedio mensual de aportantes efectivos en 1998. De esta manera, en los gráficos las AFAPs más pequeñas están a la izquierda, y las mayores a la derecha, para terminar con el total del Sistema en el extremo derecho.

4,1 Indicadores de la Cartera de Afiliados de las AFAPs

En esta sección se presentan algunas de las variables que describen la cartera de afiliados de las

AFAPs, que fueron analizadas para el conjunto de la industria en el Capítulo III, pero ahora examinando la situación de cada AFAP para determinar qué mercado es el que cada empresa tiene.

Para empezar, en el Gráfico Núm. 4.1 se muestra el número promedio del stock de afiliados mensual de cada AFAP para los años 1996, 1997 y 1998, considerando que para el primer año se tomaron en cuenta los afiliados a partir de junio, y en el último año sólo se incluyó el primer semestre.



Como en los casos parecidos, se omitieron los datos del total del mercado, con el fin de conseguir mayor claridad en el gráfico. Estos son:

1996: 267.181 Afiliados.

1997: 411.920 Afiliados (54% más que en 1996).

1998: 473.044 Afiliados (15% más que en 1997).

Todas las AFAPs han aumentado las cifras promedio, lo que no quiere decir que en ciertos meses haya habido algunas que hayan bajado tanto su número de afiliados como el de aportantes; tal es el caso de Santander AFAP, la cual a partir de abril de 1998 ha experimentado una reducción en el número de afiliados. Además, estas cifras muestran lo observado hasta junio del 1998, y no las tendencias de los últimos meses.

Del Gráfico se concluye que hay sólo una AFAP que tiene un promedio del stock de afiliados menor a los 30 mil, la más pequeña, y otra con más de 170 mil afiliados, la más grande. Las restantes cuatro tienen stock promedios que oscilan entre los 50 mil y 80 mil afiliados.

Si bien todas las AFAPs han crecido, este aumento no ha sido parejo. En 1997, las firmas que más incrementaron su stock promedio mensual de afiliados, en términos proporcionales, respecto al promedio de 1996 fueron: Unión, un 114%, seguida por Capital con un 105% y luego Santander con un 62%. Por su parte, la de menor aumento fue República con un 43%, seguida por Comercial

e Integración, ambas con un 46%.

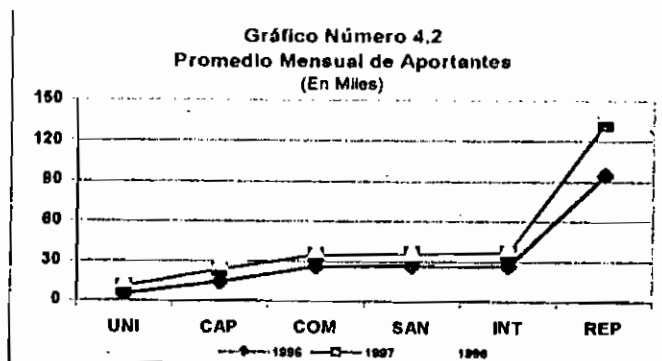
En 1998, las AFAPs que más han aumentado su stock promedio de afiliados han sido Capital y Unión con un 31 % y 19% respectivamente, seguidas por Comercial que lo ha hecho en un 17.50% con relación a su cartera de 1997.

A su vez, la AFAP de menor aumento en 1998 fue República la cual sólo logró un 9%, luego siguen Integración y Santander las cuales lograron un 14%.

Si bien para efectos comparativos hay que considerar crecimientos porcentuales, no deben olvidarse las cifras ebsolutas que salen en el gráfico. Por ejemplo, en 1998 Unión consiguió un poco más de 4 mil afiliados y creció en más de un 18%, mientras que Comercial para crecer en similar proporción debió inscribir casi 12 mil personas.

Resulta interesante ver que en ambos años las AFAPs de mayor incremento han sido siempre las sociedades más pequeñas. Como se ve en el gráfico, el orden de las AFAPs no es estrictamente creciente según el número de afiliados, y esto se debe a que se optó por ordenarlas según su tamaño en promedio de aportantes por los cuales se habían realizado transferencias a las distintas Administradoras durante el primer semestre de 1998, como se ha mencionado antes.

En el Gráfico Núm. 4,2 se presenta el número promedio mensual de los aportantes de cada AFAP desde 1996 a 1998. Al igual que en el caso de los afiliados, el promedio de 1996 incluye los siete últimos meses de ese año, y el 1998 considera de enero a junio. En este caso se consideró el promedio de aportantes según el mes en el que hicieron sus aportes al BPS y no en el que le transfirieron sus aportes a las AFAPs.



Como se puede ver en el gráfico, el orden de las AFAPs tampoco es estrictamente creciente, según los datos de 1998. Esto se debe a que si bien Santander tiene un promedio de aportantes por los que se hicieron transferencias en el período comprendido entre enero y junio de 1998,

superior al de Comercial, el promedio mensual de aportaciones de Comercial al BPS es, en 1998, superior al de Santander. Al igual que el caso previo, también se aprecia que hay sólo una AFAP con más de 100 mil aportantes y las otras restantes tienen menos de 40 mil, destacándose Unión, por su pequeño número con relación a las demás.

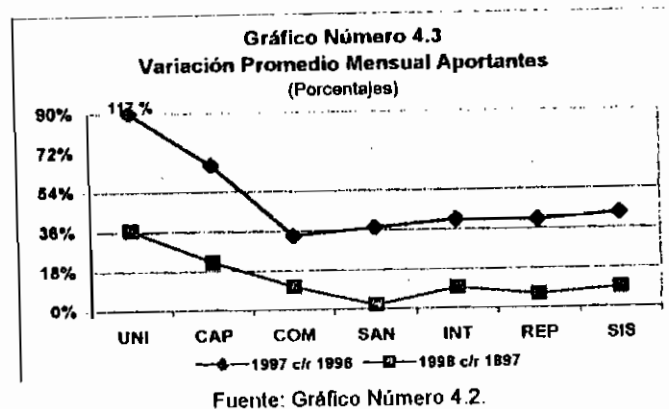
Los promedios mensuales del total del sistema, que no se incluyeron en el gráfico, son:

1996: 191,580 Aportantes.

1997: 273,657 Aportantes (43% más que en 1996).

1998: 298,406 Aportantes (9% más que en 1997).

A pesar de que el promedio mensual de aportantes ha aumentado en el período que llevan de funcionamiento las AFAPs, este aumento se ha dado en forma decreciente para todas las AFAPs, aunque en proporciones diferentes. Para distinguir con mayor claridad este fenómeno, se muestran en el Gráfico Núm. 4,3, las variaciones porcentuales en el número promedio mensual de aportantes, respecto del período anterior, para todas las AFAPs. Se incluyen los valores de 1997 y 1998.



Las AFAPs que más aumentaron en 1997 fueron Unión (117%) y Capital con un 66%. La de menor aumento fue Comercial (34%), la cual fue seguida por Santander, República e Integración, en orden creciente. Estas últimas aumentaron alrededor del 40% con respecto al período previo.

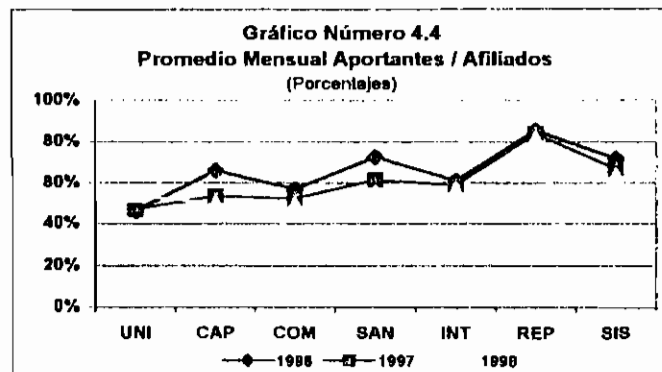
En 1998 los mayores aumentos también fueron de Unión (37%) y Capital (22%), seguidas por Comercial e Integración con tasas muy inferiores a éstas. Las menores alzas fueron las de Santander (2%) y República (6%).

Hay que notar que, a diferencia de la variación en el número de afiliados, el incremento de una AFAP se puede deber a cambios internos de los afiliados, sin que haya habido, necesariamente, ningún traspaso físico de personas a otra AFAP.

Esto se puede entender si se piensa por ejemplo que, por cualquier motivo, empezara a aportar una mayor proporción de los afiliados de la AFAP. Esto se traduciría en un alza del número de aportantes, sin cambiar a ninguna persona de la cartera de afiliados de dicha AFAP, los que no habrían experimentado ninguna variación en su número. El caso es análogo, si personas que estaban aportando, dejaran de hacerlo.

Como se explicó en el capítulo anterior, el número de aportantes es la cifra más relevante desde el punto de vista de las AFAPs, por lo que un indicador de la "calidad" de la cartera de los afiliados de cada Administradora es la proporción de los afiliados que efectivamente están aportando. Para apreciar esto, se muestra en el Gráfico Núm. 4,4 la razón entre aportantes y afiliados de todas las AFAPs, para los tres períodos estudiados.

Las cifras se expresan en porcentajes de los afiliados, y se calcularon con los respectivos promedios mensuales que se presentaron en los gráficos anteriores.



Fuente: Gráficos Números 4.1 y 4.2.

El porcentaje de aportantes sobre afiliados para el sistema en general, ha tenido la siguiente evolución:

1996: 72%.

1997: 66% (6% de diferencia con 1996).

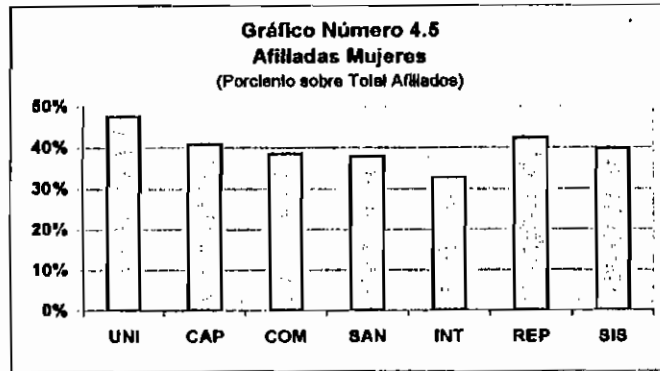
1998: 63% (3% de diferencia con 1997).

Como se aprecia en el gráfico, el valor más alto durante todo el período lo tiene República, con diferencias significativas de las demás. Luego siguen Integración y Santander, ambas con porcentajes muy similares durante el período 1997 y 1998.

Es destacable del gráfico el caso de Unión, porque ha aumentado su nivel en los tres períodos, a diferencia de las demás las cuales han tenido una sostenida disminución en esta variable.

Las caídas más bruscas que se han registrado, son las de Capital y Santander, de 1996 a 1997. También cayó en ese año, aunque en menor medida Comercial.

Para apreciar la composición por sexo de la cartera de afiliados de cada AFAP se muestra en el Gráfico Núm. 4,5 – el porcentaje de mujeres del total de afiliados en las distintas Administradoras. Se incluyen sólo los datos de los afiliados a abril de 1998 ya que no se disponía de las estadísticas correspondientes a los aportantes.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU y del CPS.

Del Gráfico se observa que el porcentaje de mujeres es muy parejo entre las distintas AFAPs, destacándose Unión que tiene casi un 48% de sus afiliados del sexo femenino. Le siguen República y Capital con porcentajes alrededor del 42%. Las restantes AFAPs tienen menos mujeres, en proporción, que el promedio del sistema.

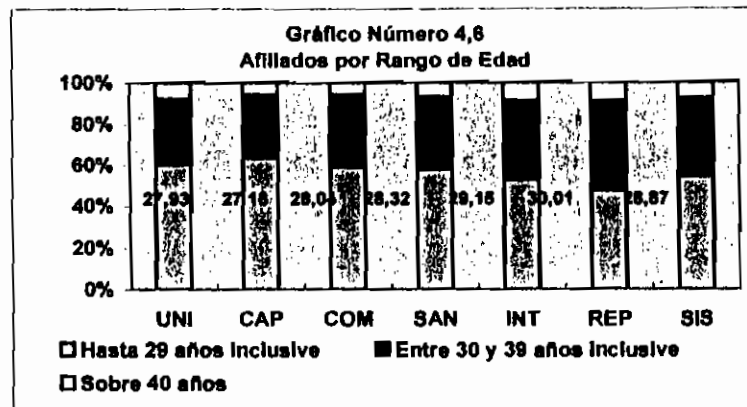
Por su parte, las firmas que menos porcentaje de mujeres tienen en abril de 1998 son Integración, Santander y Comercial, aunque todas con valores superiores al 32%. Para el sistema la proporción de mujeres del total de afiliados era casi de 40% a abril de 1998.

Otro de los atributos de los afiliados, vistos en el capítulo anterior fue, su edad. Para tener una visión más detallada de la situación, se muestra en el Gráfico Núm. 4,6, la distribución de los afiliados de las distintas AFAPs según rangos de edades. Se agruparon en tres tramos: hasta 29 años inclusive, entre los 30 y 39 años inclusive y los que tienen más de 40 años de edad.

Se debe mencionar, que esta clasificación se hizo con las edades que tenían los afiliados, en abril de 1996, por lo que en la actualidad existen algunas diferencias ya que han transcurrido dos años a partir de entonces. La edad promedio de los afiliados de cada AFAP, a esa fecha, se muestra sobre cada columna del gráfico.

En el sistema, los porcentajes de afiliados por rangos de edades a abril de 1998 eran los siguientes:

Hasta 29 años, inclusive:	54,24%
Entre 30 y 39 años, inclusive:	38,43%
Sobre 40 años:	7,33%



Fuente: Elaboración propia con datos del BPS.

Los casos más destacados son República e Integración, que tienen menos gente en el primer tramo que las demás, y en consecuencia, más personas en el rango intermedio, (entre 30 y 40 años) y en el rango superior.

Esto era de esperar si se supone que, en general, la persona tiene mayor estabilidad laboral en la edad adulta, lo que lo hace ser un aportante más regular que los jóvenes. En efecto, estas dos Administradoras son las que tienen mayores porcentajes de afiliados que aportan regularmente.

De los datos que dieron origen al gráfico, se deduce que la AFAP con los afiliados de mayor edad media, era en abril de 1998, República, con 30,03 años, seguida por Integración y Santander, con 29,02 años y 28,1 años, respectivamente.

Las de menores edades a la misma fecha, estaban encabezada por Capital, seguida por Unión y Comercial.

Las diferencias observadas en la edad promedio de los afiliados a las distintas Administradoras son insignificantes, oscilando entre los 27,2 y los 30,08 años.

En el Gráfico Núm. 4,7 se muestra uno de los atributos más importantes de los aportantes, desde el punto de vista de las AFAPs. Este se refiere al sueldo imponible promedio de las personas que aportan. Se presentan las estimaciones mensuales para 1996, 1997 y 1998. Los valores están expresados en términos del valor promedio de la U.R. de cada período.

Para calcular estos valores, se usó un método idéntico al empleado en el Capítulo III para estimar

las remuneraciones mensuales de todo el sistema, vale decir, se supuso que los ingresos por comisión porcentual que aparecen en el Estado de Resultado de las AFAPs equivalían al porcentaje de la comisión promedio cobrada por las AFAPs del total de asignaciones computables, y, con el número de aportantes se determinó la remuneración promedio.

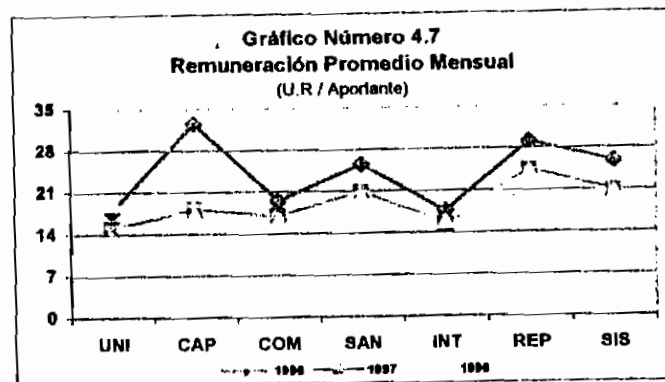
Si bien este método no es exacto para estimar las asignaciones computables reales de los aportantes, permite formarnos una idea sobre las AFAPs que tienen afiliados con niveles de ingresos promedios superiores con respecto a los de las otras empresas.

Como se dijo en el Capítulo III, las asignaciones computables medias del sistema han bajado en estos años siendo las siguientes:

1996: 25,78 U.R. / aportante al mes.

1997: 20,92 U.R. / aportante al mes (18,85% menos que en 1996).

1998: 20,43 U.R. / aportante al mes (2,10% menos que en 1997).



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Es claro del gráfico que los mayores sueldos promedios del sistema son los de República, y a su vez, ésta es la AFAP más grande del mercado. A continuación se ubica, en 1998, la AFAP Santander seguida por Unión, ambas con valores muy similares. Las remuneraciones más bajas eran, en el último año, las de Integración, Comercial y Capital, en orden creciente.

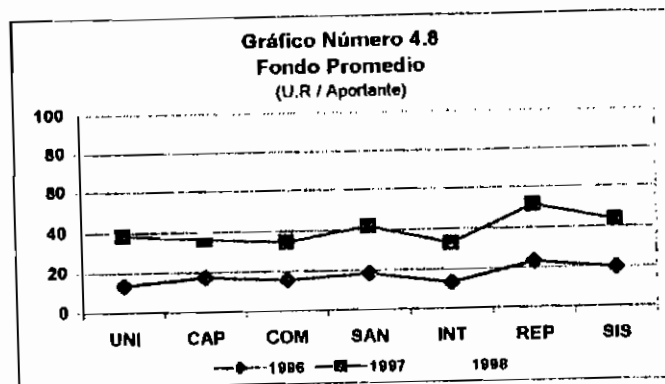
Para dar una idea de la variabilidad de este parámetro, puede decirse que el nivel de República, en 1998, era un 17% más alto que el promedio, y el de Integración era un 22% inferior al mismo promedio.

Un elemento importante es la evolución de esta variable en cada AFAP. Se observa que a pesar del ligero descenso en el nivel general en el último año, no todas las AFAPs experimentaron este descenso en el nivel de salario de sus aportantes.

Unión AFAP tuvo un gran aumento y siendo una de las Administradoras con aportantes de salarios más bajos en 1996 y 1997, pasó a estar dentro de las que tienen salarios más altos. También la AFAP Integración vio incrementado el nivel salarial de sus aportantes, aunque de forma muy leve.

Llama la atención el hecho que, en general, el nivel y la evolución de los sueldos de la AFAP más grande, sea superior a los de las más pequeñas. Como es de suponer, esto tiene importantes consecuencias para esta industria, que se comentan en el capítulo siguiente de este estudio junto a las perspectivas de esta situación en el futuro.

Finalmente, en el Gráfico Núm. 4,8 se muestra el fondo promedio acumulado por aportante, calculado como el fondo al final de cada período analizado, dividido por el número promedio mensual de aportantes de cada AFAP en dicho período.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Tal como se mencionó en el capítulo anterior, esta es una variable de resultado, que en el futuro dependerá de la evolución de todos los parámetros relevantes del sistema, en particular de las asignaciones computables imponibles de los aportantes, y por lo tanto de sus aportes, de los costos de administración del sistema, y de la tasa de interés que obtengan las inversiones.

Los fondos medios acumulados para el total de los aportantes de la industria son los siguientes:

1996: 19,69 U.R / Aportante.

1997: 43,60 U.R / Aportante (121% más que en 1996).

1998: 56,67 U.R / Aportante (30% más que an 1997).

Se observa en el gráfico que República AFAP ha sido la Administradora de mayor fondo promedio por aportante durante los tres períodos y la única que ha superado el promedio del sistema. En el 1998, le siguen Unión y Santander.

Para dar una idea de los rangos en que se mueven las cifras, se puede decir que el fondo

promedio de República de 1998 es un 19% más alto que la media del sistema, y que el de Capital es un 27% inferior al mismo promedio.

Como era de esperar, el fondo promedio por aportante ha aumentado en los dos años de funcionamiento del sistema, y en todas las AFAPs, sin embargo en algunas más que en otras. Entre las de mayor crecimiento absoluto se destaca Unión y República, mientras que las restantes AFAPs han tenido incrementos menores.

Debe tenerse presente que el saldo promedio no sólo depende de las características de los afiliados, de las comisiones y de la rentabilidad que hayan tenido los fondos de cada AFAP en un período dado, sino que además, de la rotación de la cartera de aportantes, porque podría darse el caso que el número de aportantes de una AFAP no variara en lo más mínimo, pero debido a las sucesivas incorporaciones y retiros de afiliados, el fondo promedio acumulado de los que queden en la AFAP podría ser muy distinto al promedio del período anterior.

4,2 Indicadores de Rentabilidad y Resultados

El resultado económico – financiero de las AFAPs refleja la naturaleza de los fondos de pensiones como sujeto de derecho privado con fines de lucro. Su resultado económico – financiero es una variable muy importante porque permite determinar el costo o el aporte neto de esta actividad.

La única diferencia relevante entre una empresa con y sin fines de lucro es que en el mediano y largo plazo las empresas con fines de lucro no operarán en sectores donde se registren pérdidas, o más aún, en donde las ganancias sean inferiores a otras alternativas que tengan los accionistas o dueños del capital, lo que no necesariamente sucede con instituciones con otros fines, como las de beneficencia, el Estado, organizaciones gremiales, religiosas, etc.

Por lo anterior, el futuro de las AFAPs, constituidas como empresas privadas, dependerá fundamentalmente de la existencia de utilidades en esta actividad, además de otras variables.

A continuación se hará una serie de consideraciones, que reflejen en mejor forma la verdadera performance de las AFAPs, a partir de la información de la que se dispone en los informes financieros obtenidos por el BCU.

Se pretende medir el resultado de las AFAPs, de manera que se considerarán tanto las partidas operacionales como las no operacionales. Estas últimas se han utilizado de manera muy esporádica, por lo que los resultados no se ven afectados de manera significativa.

El análisis se basará en término del concepto de "lo devengado", usado tradicionalmente en la concepción de Estados Contables, y se harán ciertas correcciones para poder aproximarnos al concepto de "caja", usado más comúnmente en Finanzas.

Una consideración que debe tomarse en cuenta, es la existencia de gastos iniciales de las AFAPs los cuales fueron diferidos, es decir, activados en una cuenta de Activos Intangibles, y castigados paulatinamente en la cuenta "Amortización del Ejercicio" del Estado de Resultados.

Los Activos Intangibles corresponden a Gastos de Puesta en Marcha, Gastos de Lanzamiento – Publicidad y Gastos Extraordinarios de Venta -, Remodelación de Oficinas, Software, etc., incurridos durante 1996, y que el Banco Central autorizó fueran amortizados en un plazo de tres años, el cual no ha sido obedecido por todas las Administradoras. Unas han decidido amortizarlos en un período menor y otras en un período mayor.

El efecto de esta amortización diferida de gastos se refleja en un aumento de los activos, al agregar los intangibles. Por otra parte, se produce una subestimación de los resultados de la empresa al descontar como gasto el castigo de dichos activos, con todo lo cual, al calcular la rentabilidad sobre los activos se llega a valores inferiores a los reales, debido al menor resultado obtenido y a los mayores activos de la firma.

En todo caso, la lógica de este asiento contable se encuentra en la idea de que estos gastos, que se producen una vez, deben recuperarse en un período superior a un año, porque son inversiones de mediano y largo plazo, y porque al ser absorbidos en tan poco tiempo, el patrimonio de la sociedad podría, aunque sea transitoriamente, llegar a ser negativo.

Si bien es razonable el castigo de los gastos de puesta en marcha en un período adecuado desde el punto de vista del valor económico de los activos, tal vez debería existir un activo intangible que midiera el valor de la "marca" que por supuesto tiene un valor económico. El problema sería cómo determinar su monto, lo que obviamente no es igual para todas las AFAPs. Por otra parte, el valor de la marca está muy asociado al grado de competencia o monopolio del mercado y a la "lealtad" de los afiliados, elementos ambos, variables en el tiempo.

Para calcular la rentabilidad sobre los activos de las AFAPs se supuso que estos están formados por dos clases principales: la Reserva Especial o Encaje, y el resto, denominados Otros Activos que Incluyen los activos fijos, los intangibles y los demás activos circulantes.

Balance Simplificado de una AFAP	
ACTIVOS	PASIVOS
Reserva Especial	Pasivos Exigibles
Otros Activos	Patrimonio Neto
Total Activos	= Total Pasivos

Por lo tanto, la rentabilidad del total de activos de las AFAPs será la suma ponderada de los retornos sobre los dos tipos de activos que se identificaron.

La razón de la separación anterior se basa, en que la Reserva Especial o Encajes son activos de naturaleza financiera, los cuales se invierten en los mismos instrumentos en que se invierte el FAP, y de acuerdo a la ley vigente, debe constituirse una Reserva Especial equivalente por lo menos a un 2% del valor del FAP, deducidas las inversiones en valores emitidos por el Estado Uruguayo, sin ser inferior al 20% del capital mínimo exigido.

Por otra parte, el resto de los activos depende de la gestión y organización de cada AFAP y son similares a los de cualquier otra empresa.

La rentabilidad de la Reserva Especial se calculó como las ganancias netas derivadas de ésta, tomadas del Estado de Resultados, sobre el saldo de dicha cuenta al final del período.

Obviamente, este procedimiento sobrestima la rentabilidad real de estos activos porque no le asigna ningún costo a la administración de estas inversiones, lo que no es cierto pero, como cualquier negocio financiero y marginal a otras actividades, el costo directo debe ser relativamente bajo. Además, sería difícil, a partir del Estado de Resultados del que se dispone, aislar cuáles gastos corresponden a estos activos y cuáles no.

La rentabilidad sobre los Otros Activos es el resultado operacional corregido, sobre el stock de estos activos al final del período, excluyendo la Reserva Especial o Encaje.

Como se mencionó previamente, el retorno total sobre los activos de las AFAPs, es la suma, ponderada por los respectivos saldos de las dos rentabilidades calculadas.

Para determinar la rentabilidad sobre el patrimonio, debe calcularse el costo de los pasivos, porque como es sabido, el retorno obtenido sobre los activos debe destinarse, en primer lugar, a pagar el costo de los pasivos adeudados a terceros y el excedente será el retorno neto para los accionistas.

El costo de los pasivos exigibles se definió como los gastos financieros sobre el total de pasivos adeudados a terceros. Como es de suponer, este costo podría determinarse con mucho

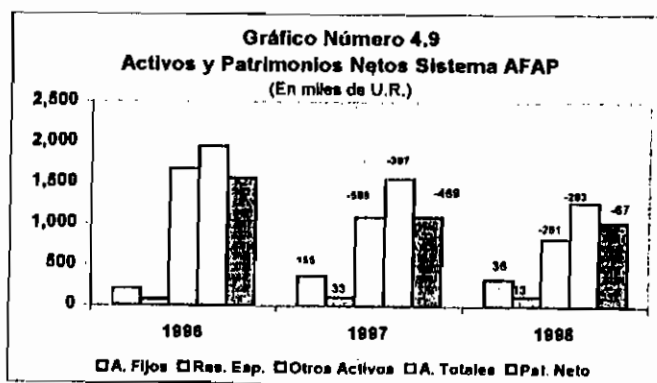
detalle analizando el costo real de cada cuenta de pasivo para cada AFAP y para los dos años en estudio, lo que sería un trabajo extremadamente laborioso, que no se justifica hacer aquí, además de que no se cuenta con la información necesaria.

Además, debe tenerse presente que no es la intención de este trabajo analizar con tanto detalle los costos de una AFAP, y que adoptar un criterio homogéneo, como el descrito, para estos dos años de funcionamiento, permite apreciar la evolución relativa de las empresas del sector y los cambios en el tiempo, lo cual es importante para un estudio a nivel sectorial.

4,2,1 Activos de la Industria de AFAP

Para apreciar el tamaño del sector en su conjunto se muestran en el Gráfico Núm. 4,9, el total de activos netos, los encajes o Reserva Especial, los activos fijos, el total de otros activos (incluyendo los intangibles) y el patrimonio neto agregado desde diciembre de 1996 a junio de 1998, expresado en miles de U.R.

Además de las cifras absolutas, se indica encima de cada columna, - en miles de U.R. - la acumulación de cada variable al final del período con respecto al inicio del mismo. Por ejemplo, a fines de 1997 había alrededor de 360 mil U.R. en activos fijos, de los cuales, alrededor de 155 mil U.R. se acumularon durante el año 1997. Se debe tener en cuenta que en 1998, la acumulación compara junio de ese año con diciembre de 1997, por lo que sólo son seis meses.



Se observa que el total de activos netos fue casi de 2 millones de U.R. a inicios del 1997, produciéndose una disminución de casi 400 mil U.R. al final del año, para luego seguir disminuyendo en el 1998 y acercarse al millón de U.R. Esta baja registrada se explica en gran medida por la reducción del total de otros activos, los cuales incluyen los intangibles y que han sido amortizados por casi todas las AFAPs en más del 50% de su valor original. Los activos fijos también disminuyeron en 1998, aunque este descenso no ha sido muy significativo.

A su vez, la Reserva Especial se ha visto incrementada en todo el período analizado. Esto se debe a que como se dijo anteriormente, la norma legal respectiva establece un encaje mínimo de un 2% del FAP, deducidas las inversiones en valores del Estado, sin ser éste inferior al 20% del capital mínimo exigido. Sólo República AFAP ha superado éste monto, lo que llevó a esta Administradora a reducir sus activos fijos en mayor proporción, con relación a las demás, para así hacer frente a la obligatoriedad de incrementar su Reserva Especial.

Las demás Administradoras al no verse obligadas a aumentar su Reserva Especial, podrían tener mayor disponibilidad de recursos para destinarlos a otros fines, como incrementar otros activos o reducir pasivos.

En junio de 1998, la Reserva Especial llegaba a un monto cerca de las 121 mil U.R., aproximadamente. Es de esperarse que a medida que los fondos manejados por las distintas Administradoras crezcan, y que las empresas se vean obligadas a aumentar su Reserva Especial, ésta crezca en la misma proporción que los fondos.

También se muestra la evolución del patrimonio neto total del Sistema, que luego de una brusca reducción de casi 400 mil U.R. en 1997, experimentó otra disminución de casi 67 mil U.R. en medio año de 1998 llegando a 1 millón 24 mil U.R. Esta última reducción representa un poco más del 14% de la disminución producida durante el año previo, por lo que de seguir esta tendencia, el patrimonio neto podría llegar a no cumplir el requisito de capital mínimo que impone la ley por lo que algunas AFAPs se podrían ver en la obligación de no poder seguir operando, a menos que sus accionistas decidan realizar aportes de capital.

4,2,2 Rentabilidades

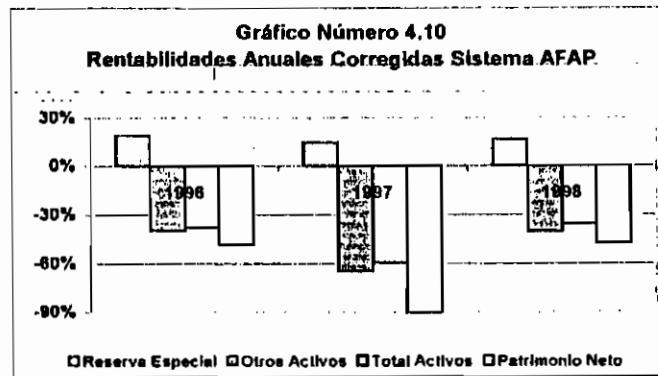
En el Gráfico Núm. 4.10 se muestran las rentabilidades anuales del Sistema de AFAP, desde el año 1996 – anualizado - al primer semestre de 1998, también anualizado.

Se observa que el retorno anual sobre la Reserva Especial o Encaje ha sido positivo durante los años 1996 y 1998, llegando a +16.24% en 1998, lo que se podría explicar en parte por las ganancias de capital de los Bonos del Tesoro, obtenidas por las diferencias de cambio.

Por otra parte, la rentabilidad sobre el total de activos, que mide el resultado operacional de las AFAPs, si bien ha sido negativa, ha mejorado sustancialmente en el último período, con relación al año previo. Luego de haber llegado en 1997 a una tasa de -65% anual, presentó una "mejora" en el primer semestre de 1998, llegando a -40%.

Con lo anterior, la rentabilidad del total de activos es de -36% en 1998, y de -59% en 1997. A la

luz de estas cifras, da la impresión que el negocio de las AFAPs no se ha tornado rentable para sus accionistas debido a estos retornos negativos. Lo mismo puede decirse si se consideran los retornos sobre el patrimonio neto, que en el primer semestre de 1998 llegó a -48% anual.



Mayores comentarios sobre las consecuencias e implicancias de estos indicadores, se hacen en el capítulo siguiente.

Para ver la evolución del endeudamiento global del Sistema de AFAP, medido como los Pasivos Exigibles sobre el Patrimonio Neto, se presentan en el Cuadro Número 4.1 el Apalancamiento y el costo total de los pasivos exigibles, calculados con la definición anterior, es decir, los gastos financieros sobre el total de pasivos adeudados a terceros.

Cuadro Número 4.1

Año	Apalancamiento	Costo
		Pasivos Exigibles
1996 (9 meses)	25,17%	6,04%
1997	42,51%	13,41%
1998 (1er. Sem.)	24,16%	12,36%

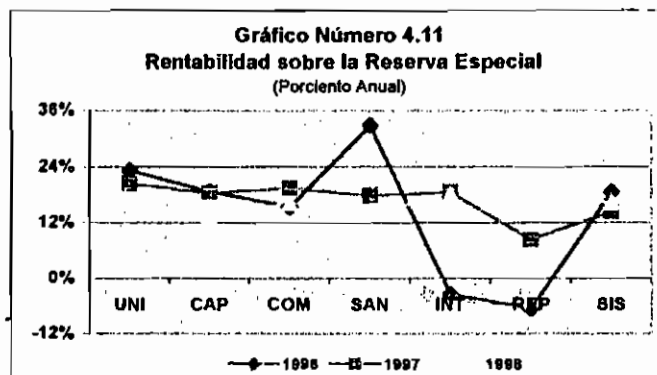
Fuente: Elaboración propia con los Informes Financieros del BCU.

Se observa un gran aumento de la deuda del sector durante el 1997, al igual que un aumento del costo de los pasivos exigibles, que depende de la evolución de la tasa de interés del mercado, y de la composición del tipo de pasivos que financie a la AFAP. A junio de 1998 la deuda disminuye y el costo de los pasivos exigibles se mantiene casi inalterado, presentando una ligera disminución. Se debe tener en cuenta que estos valores de por sí no son comparables porque no corresponden a períodos similares de tiempo, pero nos permiten formarnos una idea de la evolución de estas variables.

Para apreciar con mayor detalle lo que sucede al interior de la industria, es decir a nivel de cada AFAP, se estudian las mismas variables presentadas anteriormente, referentes a rentabilidades y

resultados. Al igual que el sistema en su conjunto, los datos se presentan desde abril de 1996 a junio de 1998.

En el Gráfico Núm.4,11 se muestra la rentabilidad anual real sobre la Reserva Especial, por AFAP, para los años 1996, 1997 y 1998, expresada en porcentaje sobre los saldos al final del período.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se observa que las cifras son bastante parecidas entre las diversas AFAPs, con la excepción de Integración y República en 1996, que tienen niveles inferiores a los de las otras firmas, e incluso negativos. En este año se destaca también Santander con su nivel muy superior al de las demás empresas.

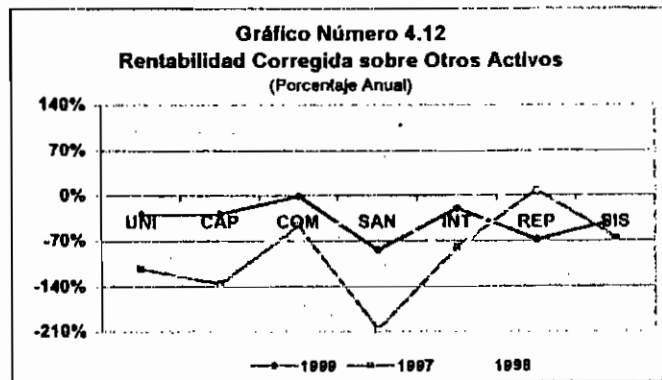
Hay que tener presente que, dada la naturaleza financiera de estos activos, la rentabilidad calculada con el método aquí empleado pudiera ser significativamente distinta a su valor real, debido a que al considerar como valor de las inversiones, el saldo final del período puede arrojar una gran diferencia respecto del promedio anual de estas cuentas. En otras palabras, podría suceder que los valores registrados de estas inversiones, a fines de cada año, estuvieran abultados o disminuidos en exceso, en relación a su valor promedio anual.

El Gráfico Número 4,12 muestra la rentabilidad sobre los otros activos, para cada AFAP desde 1996 a 1998. Las cifras están en porcentajes anuales sobre los saldos al final del período.

Como se explicó, este indicador muestra el resultado de las AFAPs en su negocio, de manera que es, con seguridad, una de las variables más importantes de medir y analizar.

Del gráfico se destaca a simple vista, la gran dispersión de los valores respecto de los promedios globales del Sistema. Por ejemplo, se observa que si bien todas las AFAPs en general han tenido retornos negativos, los de algunas de ellas han sido inferiores al -100%. Esto se da en el año 1997

en que todas las empresas disminuyeron sus retornos con respecto al 1996. La única excepción fue República que en este año obtuvo retornos anuales alrededor del 7%.



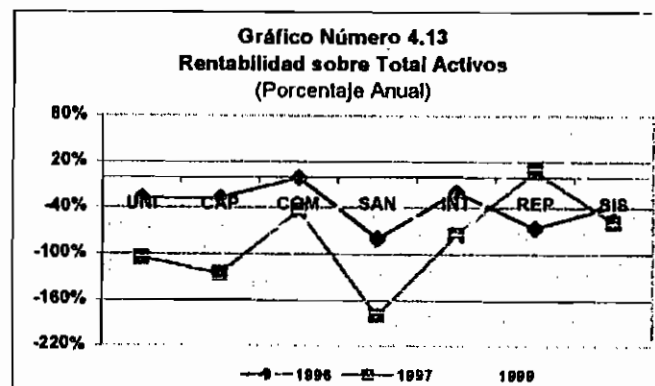
Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Si bien en el total se observa una mejoría sustancial en 1998 con respecto al año anterior, -40% versus -65%, la situación no ha sido pareja cuando se ve a nivel de cada institución en particular. Por ejemplo, República AFAP aumentó su retorno de +7% a +66%, mientras que Comercial AFAP pasó de -47% a -65%.

A pesar de la recuperación general, en términos relativos, todas las AFAPs tienen retornos negativos, lo cual plantea inquietudes respecto al futuro de estas empresas, a no ser que cambien radicalmente su situación. La única excepción ha sido República AFAP.

También se destaca en 1998, Santander AFAP, por su notable mejoría con respecto a las demás, a pesar de haber obtenido retornos negativos.

En el Gráfico Núm. 4.13 se muestra la rentabilidad sobre el total de activos, la cual resulta de la composición de los dos rentabilidades analizadas previamente.



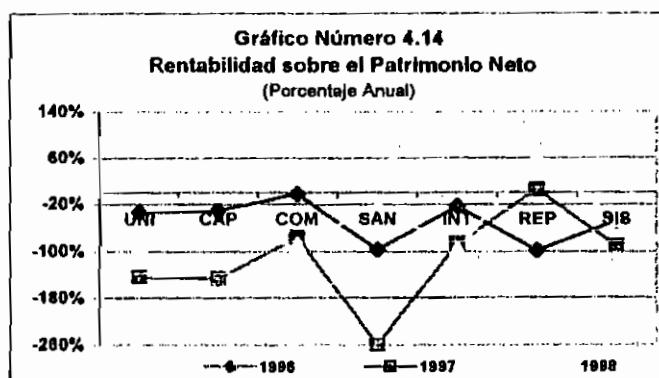
Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

El comentario relativo a la gran dispersión de las cifras sigue siendo válido. Por otra parte, se observa que todas las AFAPs tienen mayor retorno en el total de activos con relación al retorno obtenido por los otros activos. Esto se explica por el hecho de la mayor rentabilidad de los Encajes, siendo la única excepción República AFAP, ya que el peso relativo de la Reserva Especial en el total de sus activos, es mayor en comparación al de las restantes empresas.

Puede agregarse que, de acuerdo a los resultados exhibidos hasta ahora, no hay una relación clara entre el tamaño de la AFAP y la rentabilidad sobre el total de activos. Lo único que resulta curioso es el hecho que la administradora de mayor tamaño ha sido la primera en obtener retornos positivos, los cuales han aumentado significativamente durante el año 1998 con respecto al 1997.

En todo caso, se pretende explicar en el desarrollo de este trabajo, el por qué de los resultados de las AFAPs, que como es lógico, dependen de muchos factores, además del tamaño de éstas.

La rentabilidad sobre el patrimonio neto se analiza en el Gráfico Núm. 4.14, que muestra los valores por AFAP, para 1996, 1997 y 1998, al primer semestre anualizado.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Nuevamente, se ve una gran variabilidad en los resultados, entre -95% y +73% en 1998, entre -230% y 4% en 1997, y de -20% a -97% en 1996. Parece razonable pensar que esta situación no responde a un equilibrio que pueda mantenerse en el mediano y largo plazo, de manera que este tema es uno de los aspectos a analizar en las perspectivas generales del sector para los próximos años.

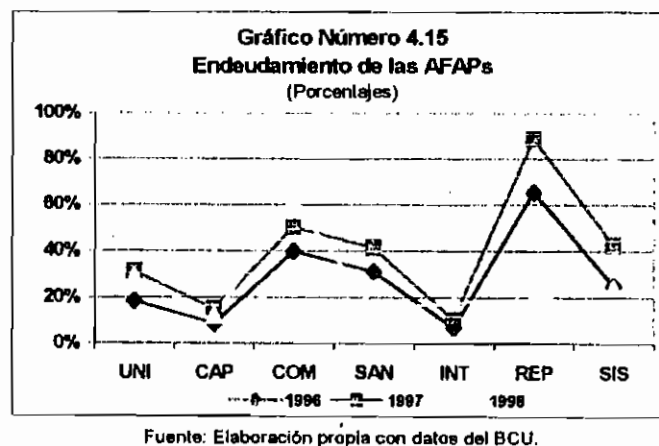
Lógicamente, todas las AFAPs han obtenido retornos sobre el patrimonio neto inferiores a cero, ya que éstas obtuvieron rentabilidades negativas sobre el total de activos, excepto República AFAP, en los dos últimos períodos. A su vez, el rendimiento sobre el patrimonio depende además de la rentabilidad de los activos, de la proporción de pasivos exigibles de la AFAP y del costo de éstos,

por lo que no necesariamente tiene que ocurrir que la AFAP líder en rentabilidad de los activos, sea primera en el retorno del patrimonio.

No obstante lo expresado en el párrafo previo, República AFAP ha sido siempre la AFAP de mayor rentabilidad sobre los activos y sobre el Patrimonio Neto, por lo menos durante los años 1997 y 1998, seguida por Santander, en ambos indicadores.

Es interesante destacar que la AFAP líder en rentabilidad tanto sobre los activos como sobre el patrimonio neto durante 1997 y 1998, fue una de las empresas que obtuvo rentabilidades más bajas durante el año 1996, por lo que sus resultados han mejorado significativamente.

La situación del endeudamiento de las AFAPs se aprecia en el Gráfico Núm. 4.15, que muestra el cociente entre los pasivos exigibles y el patrimonio neto de cada AFAP, a diciembre de 1996, a diciembre de 1997 y a junio de 1998.



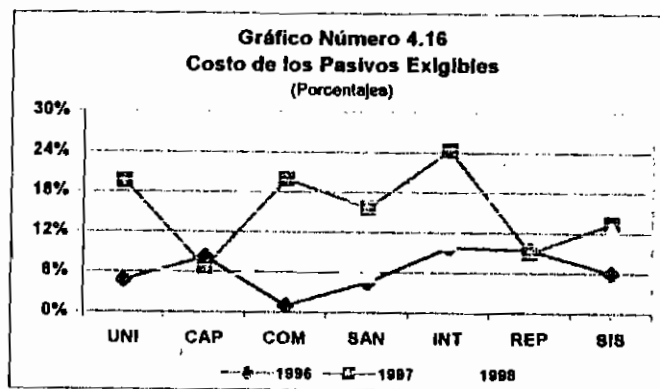
Se observa que todas las instituciones aumentaron su deuda relativa en el año 1997, presentando aumentos importantes las dos empresas más pequeñas, Unión y Capital.

En cambio, en junio de 1998, casi todas disminuyeron su apalancamiento, excepto Comercial e Integración, las cuales aumentaron su endeudamiento en un 12% y 7% respectivamente con respecto a diciembre de 1997.

Se ve además que la AFAP de mayor tamaño era la de mayor deuda en diciembre de 1996 y diciembre de 1997 y es la que ha experimentado en junio de 1998, una mayor reducción en este indicador con respecto a las demás empresas.

En este último período las AFAPs de mayor endeudamiento han sido Comercial y Unión, con un índice de 61% y 29% respectivamente. En el caso inverso, las de menores endeudamiento han sido Capital y Santander con un 12% y 16% respectivamente.

Un antecedente complementario al anterior, es el costo de los pasivos adeudados a terceros, que se muestra en el Gráfico Núm. 4,16, para todas las AFAPs desde 1996 al primer semestre de 1998.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Este indicador se calculó dividiendo los gastos financieros por el total de pasivos exigibles, según se explicó antes. Se aprecia que en 1998 la AFAP que tuvo el mayor costo de sus pasivos fue República con valores muy superiores a los demás, siendo la única que estuvo por encima del promedio del sistema.

En 1997 esta AFAP fue una de las firmas con menos costos, con casi un 9,10% anual, precedida solamente por Capital, la cual tuvo un costo de 6,65% anual.

Excluyendo a República AFAP en 1998, los costos de los pasivos exigibles fueron muy similares para todas las AFAPs.

Para explicarse a fondo los resultados obtenidos por las distintas AFAPs en este indicador, durante todo el período analizado, habría que hacer un análisis detallado de cada situación por separado, el cual no se pretende entregar en este trabajo. Debe tenerse presente que los costos calculados con el método descrito podrían resultar superiores a los reales, si los pasivos al final del período fueran menores al verdadero saldo mantenido durante el período, o, a la inversa, serían inferiores si el saldo al final de cada período fuera mayor que el stock promedio mantenido.

4,2,3 Resultados

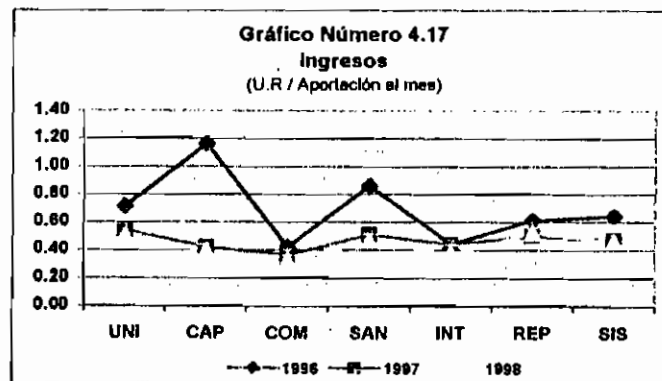
En los gráficos siguientes se analiza la evolución de los ingresos, egresos y resultados operacionales para todas las AFAPs y para el Sistema consolidado. Los valores están expresados en U.R./Aportante al mes. De esta manera se pueden efectuar comparaciones entre AFAPs de distintos tamaños.

En secciones posteriores, se analizan en mayor detalle, tanto la distribución de los ingresos como la de los egresos, entre las distintas AFAPs. Por lo anterior, ahora sólo nos limitaremos a hacer un análisis a modo general para ver la evolución de ambas variables.

Ya que los ingresos de las empresas se generan con los aportes de los aportantes, no sería lógico hallar márgenes directos de contribución en función de afiliados que no generaron ingresos en el período. Por esta razón se tomó el promedio mensual de aportantes efectivos en cada período.

Debido a que en el 1996 se cuenta con un período de ingresos menor al de egresos, el método utilizado fue dividir el monto de los ingresos y egresos al final del período entre el número total de aportantes, para así hallar los ingresos y egresos por aportante y luego deducir el margen⁴. Durante el 1997 se tomó el promedio de aportantes por doce meses y durante 1998, por seis meses.

El Gráfico Núm.4,17 muestra la evolución de los ingresos por aportante al mes para cada AFAP y para el total del Sistema, desde 1996 al primer semestre de 1998. Se incluyen todas las partidas de ingresos, con la excepción de los Ajustes Extraordinarios realizados en los distintos períodos.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Los ingresos unitarios al mes por aportante, han bajado de un período al siguiente. Para 1998, presentaron una baja de 2% llegando a 0.46 U.R por aportante al mes. Se ven diferencias entre los ingresos de algunas AFAPs versus los de otras, como por ejemplo, República y Unión las cuales en 1998 tienen valores superiores al ingreso medio del sistema en un 13% y 9% respectivamente, siendo la primera la AFAP más grande del mercado y la segunda, la más

pequeña.

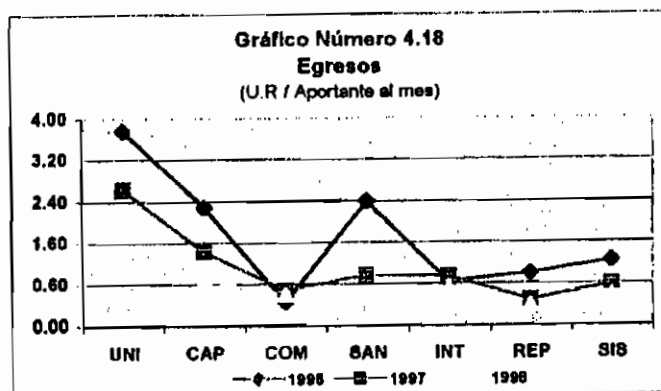
Para apreciar estas diferencias entre las diferentes empresas se puede mencionar que los ingresos de República en 1998 son 0.52 U.R. / Aportante al mes, mientras que los de Comercial, los menores del Sistema, llegan a 0.32 U.R. es decir, los de la primera son casi un 63% superiores a los de la segunda. Esta dispareja situación también se ha observado en los períodos anteriores y con diferencias más significativas.

República AFAP fue la única empresa que aumentó sus ingresos por aportante al mes en 1998, siendo este aumento de 0.02 U.R. Los mayores descensos se produjeron en los meses del año 1997, siendo el mayor de estos de 0.74 U.R. correspondientes a Capital AFAP. La de menores ingresos por aportante ha sido Comercial con niveles inferiores al 20% del nivel medio del sistema.

Esto último parece un tanto extraño, porque equivale a decir que una empresa es capaz de vender una mayor cantidad de su producto, a un precio muy superior que el de otro productor, operando en un mercado supuestamente competitivo y, en particular en este caso en que los servicios de cada firma son sustitutos prácticamente perfectos uno del otro porque no habría mayores diferencias objetivas entre lo que ofrecen estas firmas. Además estas diferencias de precios se han dado en los tres períodos analizados, según se observa en los gráficos.

Este tema se explica con mayor detalle en las secciones posteriores de este trabajo pero entre las causas de estas diferencias habría que mencionar que por ser las tarifas proporcionales a las asignaciones computables imponibles de los aportantes, las AFAPs con clientes de mayores asignaciones computables recibirán obviamente, mayores ingresos absolutos por aportante que las demás, aunque las proporciones cobradas fueran idénticas en todos los casos.

En el Gráfico Núm.4,18 se presentan los egresos por aportante al mes, incluyendo las partidas que representan flujo real de dinero como las que simplemente son asientos contables. Al igual que en el caso de los ingresos, se excluyen los Resultados Extraordinarios.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Todas las AFAPs han reducido los egresos por aportante al mes con respecto a los meses del período previo. En este indicador las diferencias entre las distintas AFAPs son más pronunciadas que en el caso anterior, destacándose en 1997 y 1998 las AFAPs República y Unión por sus menores y mayores valores con respecto al promedio del sistema.

Unión AFAP ha sido la firma de mayores egresos por aportante al mes, alejándose de las demás en una proporción significativa y superando al promedio del sistema en casi tres veces, en el período correspondiente al 1998.

Comparando estos valores con los anteriores (de los ingresos), es claro que si bien se ha producido un descenso a nivel general en ambos indicadores, el descenso en los egresos ha sido superior al de los ingresos para casi todas las AFAPs y para los tres períodos analizados. Esto se traduce en una mejora en el margen por aportante, lo cual se verá en los párrafos posteriores.

En 1998, los egresos promedios mensuales por aportante del sistema bajaron en un 24% llegando a las 0.60 U.R. mensual. Ya en 1997, habían experimentado una reducción de aproximadamente 36% con respecto el período previo, lo que significa 0.45 U.R. menos.

Un aspecto de importancia, que se estudia con mayor detención en el capítulo siguiente de este trabajo, se refiere a la eventual existencia de economías de escala en los costos de esta industria. Por lo anterior en esta sección, sólo puede comentarse que los menores costos medios los tiene República, la AFAP más grande del mercado, y a la vez existen otras AFAPs como Comercial e Integración con costos medios superiores a otras empresas con menor número de aportantes promedio al mes.

Por último, el Gráfico Núm.4,19 muestra el margen por aportante, que se define como la diferencia entre ingresos y egresos por aportante al mes, expresado en U.R. El sistema obtuvo en promedio, los siguientes resultados:

1996: -0.60 U.R. / Aportante al mes.

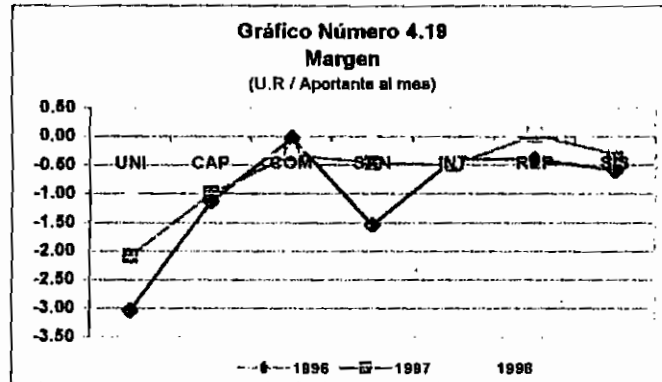
1997: -0.32 U.R. / Aportante al mes.

1998: -0.10 U.R. / Aportante al mes.

Al igual que en las rentabilidades, todas las AFAPs con excepción de República tienen márgenes negativos; más aún, en ninguno de los tres períodos analizados han conseguido valores superiores a cero, pero debe destacarse que algunas de ellas han mejorado bastante en el último año.

En 1997, estas AFAPs redujeron su margen por aportante al mes y como se mencionó en el párrafo anterior, República fue la excepción la cual lo aumentó en forma significativa con respecto al período previo e incluso ha sido la única empresa que ha visto sus gastos más que

compensados por sus ingresos, obteniendo así un margen positivo no sólo en este período, sino también en el 1998.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

En general, les AFAPs que han incurrido en mayores costos por aportante al mes son aquellas que han obtenido márgenes por aportante más reducido durante todo el período.

En 1998 se destaca Santander la cual si bien tiene un margen por aportante negativo, éste es muy cercano a cero, por lo que es de esperar que en el corto plazo este sea positivo.

Como en la mayoría de los gráficos anteriores, se aprecia también en éste, que existe una gran dispersión en los datos para las AFAPs con relación al promedio general del Sistema.

Un aspecto interesante que se analiza en secciones posteriores de este trabajo, es el relativo a la existencia de estas enormes variabilidades en los indicadores analizados, intentando explicar sus causas y su perspectiva para los próximos años.

Como se comentó antes, el margen por aportante ha aumentado (reducido) notoriamente en estos dos años. Para el promedio del sistema se registró un aumento de casi un 48% en 1997. En 1998, este índice creció en un 68% respecto de 1997, alcanzando a -0.10 U.R / Aportante al mes.

En general, podría decirse que las AFAPs han tenido resultados poco satisfactorios en estos años, a pesar de una gran reducción en los egresos o costos totales. Si bien los márgenes unitarios al mes han aumentado (menos negativos), el hecho de tener márgenes negativos ha redundado en rentabilidades también negativas de las empresas, lo que ha llevado a algunas firmas a aumentar su endeudamiento con terceros y/o a realizar mayores aportes de capital, por parte de los accionistas.

Indudablemente no es posible que esta situación se mantenga en el mediano plazo, al menos para todas estas AFAPs con márgenes negativos, las cuales debieran verse obligadas a aumentar sus

ingresos unitarios y/o bajar sus costos por aportante, para lograr un resultado al menos positivo.

Otra forma de ver la evolución de estas variables es tomando en consideración la relación ingresos/egresos. Se calculó este cociente para todas las AFAPs y para el promedio del sistema y se obtuvo que los ingresos durante los tres períodos han representado una mayor proporción de los egresos. Por ejemplo, para el sistema en su conjunto en 1996 este cociente fue de 51%, alcanzando casi el 60% en el 1997, para luego llegar a 75% en el primer semestre del 1998. Estos cocientes nos llevan a concluir que en definitiva, las pérdidas presentadas por el sistema han ido en descenso a lo largo del funcionamiento del mismo.

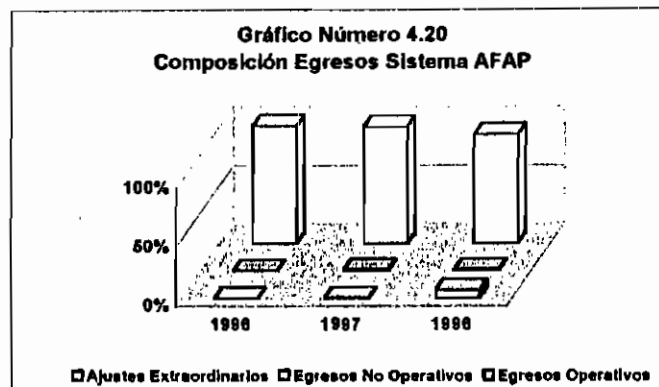
Respecto de las implicancias de estos resultados de las AFAPs para la industria y para los afiliados, se comenta en los capítulos siguientes de este trabajo, así como las perspectivas que se visualizan para el sector en su conjunto.

4,3 Indicadores de Costos y Eficiencia Operacional

En esta sección se presentan diversos indicadores de la estructura de costos de las AFAPs, aprovechando el detalle que se especifica en el Estado de Resultados. Además, se han construido algunas variables que puedan complementar a las anteriores de carácter financiero, pero aportando ideas de eficiencia operativa en torno a parámetros "físicos" de las AFAPs. Para estos efectos se ha recopilado información sobre el número de trabajadores y la cantidad de sucursales que tienen las AFAPs.

4,3,1 Egresos de las AFAPs.

Para apreciar la importancia relativa de los egresos de las AFAPs, se presentan en el Gráfico Núm. 4,20 la composición de los mismos en los tres períodos analizados.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Las cifras totales de egresos del sistema han sido las siguientes, (expresadas en U.R. y en porcentaje de los totales de cada período):

Cuadro Número 4,2

	1996		1997		1998	
	Monto U.R	%	Monto U.R	%	Monto U.R	%
Egresos Operativos	1.314.277	99,94%	2.458.991	99,10%	937.809	92,44%
Egresos No Operativos	808	0,06%	17.545	0,71%	9.625	0,95%
Ajustes Extraordinarios	0	0,00%	4.707	0,19%	67080	6,61%
Total	1.315.085	100,00%	2.481.243	100,00%	1.014.514	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se desprende tanto del gráfico como del cuadro, que los egresos operativos han sido los de mayor importancia para el sistema consolidado, alcanzando más del 92% en todos los períodos e incluso llegando casi al 100% en 1996 y 1997. La disminución porcentual experimentada por éstos se debe a un aumento creciente en los ajustes extraordinarios del sistema. En el primer semestre de 1998, llegaron a alcanzar casi el 7% del total, presentando algunas firmas, montos de ajustes que alcanzaron hasta el 18%.

Si bien estos últimos constituyen parte de los egresos de las AFAPs, los mismos no representan flujos de caja sino que son simplemente asientos contables.

Por otra parte, la proporción de los egresos no operativos ha sido poco significativa, no llegando a superar el 1% del total.

De acuerdo con los antecedentes obtenidos, la importancia de los egresos operativos no sólo ha sido a nivel de la industria en su conjunto, sino que al interior de todas las firmas, éstos han sido los de mayor peso relativo en las respectivas estructuras de costos de cada AFAP.

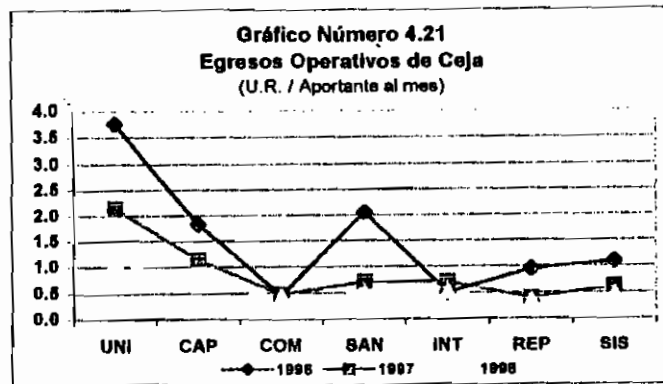
La proporción mínima la tuvo Integración AFAP en el primer semestre de 1998, alcanzando el 80% del total de sus egresos.

Hasta ahora, las cifras presentadas nos permiten observar la magnitud de los montos involucrados por la industria para costear su funcionamiento. Sin embargo, para poder establecer comparaciones entre las distintas firmas, resulta conveniente analizar estas partidas en relación al promedio de aportantes mensuales que cada una de ellas tiene.

Dado que las AFAPs tienen la obligación de atender a todos sus afiliados con los mismos servicios y, como en la práctica no hay servicios adicionales para los "mejores clientes", se puede decir que a nivel operativo los costos son esencialmente los mismos para todos los aportantes.

A continuación se presentan los costos operacionales por aportante al mes, los cuales

corresponden al total de costos de operación, excluyendo la amortización de los activos intangibles, la depreciación de los activos fijos y las pérdidas por reserva especial. Tampoco se incluyen los ajustes extraordinarios ni los gastos no operativos.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Estos costos corresponden a una buena aproximación de los egresos operativos de caja de las AFAPs, en la medida que al interior de estas cuentas no existan muchos devengamientos contables.

Si bien los gastos no operativos representan un egreso de caja, esta partida no se ha incluido ya que como se vio anteriormente, ha sido utilizada en forma muy esporádica en el período considerado, y con montos despreciables en comparación a los demás, lo que no justifica mayor estudio.

Respecto a la validez de los resultados que se obtengan, se debe tener en cuenta que las partidas de costos se suponen llenadas con el mismo criterio por todas las AFAPs.

Los egresos operativos de caja por aportante promedio al mes del sistema, han sido los siguientes:

1996: 1,09 U.R / Aportante al mes.

1997: 0,61 U.R / Aportante al mes (44% menos que en 1996).

1998: 0,46 U.R / Aportante al mes (25% menos que en 1997).

En 1998, todas las administradoras han logrado reducir sus egresos de caja con respecto al período anterior, aunque no todas han llegado a sus niveles más bajos en el período analizado. Por ejemplo, Integración AFAP aumentó sus egresos de caja por aportante al mes en 1998 con respecto a 1996.

El menor valor en 1998 lo tiene República AFAP, y a continuación siguen Comercial y Santander. En el otro extremo están, en orden decreciente, Unión, Capital e Integración. El costo unitario de

República es un 26% inferior al promedio del sistema, mientras que el de Unión es un 141% más alto que la misma base. Por otra parte, República y Comercial AFAP son las únicas firmas que están por debajo del promedio del sistema.

Si se compara este gráfico con el gráfico número 4,18, de la sección anterior, se observa que los costos unitarios aumentan en forma significativa para todas las AFAPs, aunque no en igual proporción.

Las diferencias observadas se deben básicamente a la amortización de los intangibles, la cual representa una proporción significativa del total de costos de las AFAPs. Si bien se desconocen los criterios de amortización y depreciación utilizados por las distintas firmas, éstos parecen diferir entre administradoras. Unas, han amortizado y depreciado desde el comienzo del funcionamiento de las firmas, mientras que otras comenzaron un año después.

Además, los activos sujetos a estas amortizaciones y depreciaciones no son similares entre las empresas. De ahí entonces, que el aumento que se produce en las firmas al incluir las partidas que representan asientos contables, varíe entre administradoras.

Por otra parte, algunas administradoras incorporaron parte de los gastos incurridos durante el 1996 en el rubro de activos intangibles, subestimando de esta manera, los egresos de caja realizados en este período e incrementando de esta manera, el valor de las amortizaciones, debido al mayor monto de activos.

Es posible desprender de los últimos gráficos, la existencia de economías de escala en los costos de esta industria, aunque es claro que éstas no son aprovechadas por todas las AFAPs.

Es obvio que República AFAP ha sabido sacar provecho de estas economías de escala y se ha dotado de una importante ventaja frente a las demás, siendo la firma de menores costos medios durante 1997 y 1998, elejándose en un 34% del promedio del sistema. A ella le sigue Santander AFAP, la cual tiene costos superiores a ésta en casi un 36%.

En la medida en que las empresas aprovechen las economías de escala, esto podría llegar a ser un obstáculo importante para la entrada de nuevas empresas al sector, con lo cual, éstas pasarían a actuar como barreras de entrada en la industria.

Por otra parte, la firma de mayores costos medios por aportante y la de menor promedio mensual de aportantes, han sido durante los tres períodos, Unión AFAP, cuyos costos superan el promedio del sistema en más de un 155%, durante el primer semestre de 1998. Esto indicaría que existe una gran diferencia de costos entre las distintas AFAPs.

A nivel del sistema, la evolución de los costos unitarios por aportante se muestra en el cuadro a continuación. Los montos están expresados en U.R. al mes y se incluyen tanto las partidas que representan egresos de caja como las que simplemente son asientos contables, con la excepción de los Ajustes Extraordinarios.

Cuadro Número 4,3

	1996		1997			1998		
	U.R	% del Total	U.R	% del Total	Variación c/r 1996	U.R	% del Total	Variación c/r 1997
Egresos Operativos	1,24226	99,94%	0,77849	99,29%	-37,33%	0,55831	98,98%	-28,28%
Egresos de Caja	1,08786	87,52%	0,61231	78,10%	-43,71%	0,46215	81,94%	-24,52%
Asientos Contables	0,15440	12,42%	0,16618	21,20%	7,63%	0,09616	17,05%	-42,14%
Egresos No Operativos	0,00076	0,06%	0,00555	0,71%	630,26%	0,00573	1,02%	3,24%
Total	1,24302	100,00%	0,78404	100,00%	-36,92%	0,56404	100,00%	-28,06%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Si bien es cierto que se ha observado una baja en los costos unitarios totales por aportante al mes, no debe olvidarse que ha habido un crecimiento en el promedio mensual de aportantes. Se aprecia del cuadro anterior, que el descenso en los costos unitarios se ha dado a un ritmo creciente. Cabría esperar, que en la medida en que las empresas terminen de amortizar los activos intangibles, los costos disminuyan aún más ya que como se mencionó anteriormente, estas amortizaciones representan parte significativa de la estructura de costo de las AFAPs.

Para apreciar con mayor detalle la composición de estos costos, en el cuadro siguiente (Núm. 4,4), se muestra la evolución y composición de la estructura de costos unitarios al mes para la industria, durante los tres períodos analizados. No se incluyen aquí los Resultados Extraordinarios. Los datos correspondientes a cada firma se encuentran en los Cuadros del 1 al 3 del Anexo Número 2 de este trabajo.

Se observa del cuadro, que a pesar de la baja registrada en los costos por remuneraciones, la importancia relativa de éstos para el total del sistema, ha aumentado, representando más del 50% de los costos totales de las AFAPs.

Si se consideran sólo las partidas que representan flujo real de dinero, la participación de las remuneraciones en los costos de las AFAPs, supera el 60% del total. Son justamente los gastos en sueldos los que se analizan en secciones posteriores de este capítulo, de manera que no se harán ahora mayores comentarios sobre esta aspecto.

Del cuadro se aprecia que la amortización de intangibles es la componente más importante después de las remuneraciones, llegando a constituir casi el 14% del total de los costos. Se

espera que a fines del 1998 haya llegado a valores superiores, por los mayores montos a amortizar por parte de las administradoras.

Cuadro Número 4,4

	1996		1997		1998	
	Monto (U.R/A)	%	Monto (U.R/A)	%	Monto (U.R/A)	%
Remuneraciones	0,54134	43,55%	0,37534	47,87%	0,29339	52,02%
Gastos de Administración	0,19487	15,68%	0,05113	6,52%	0,03210	5,69%
Gastos Comerciales y de Vtas.	0,19857	15,97%	0,08592	10,96%	0,04261	7,55%
Gastos de Computación	0,07440	5,99%	0,04133	5,27%	0,03253	5,77%
Servicio al Cliente	0,03751	3,02%	0,03344	4,27%	0,01576	2,79%
Amortizaciones	0,15320	12,32%	0,16387	20,86%	0,09457	16,77%
Bienes de Uso	0,00933	0,75%	0,01671	2,39%	0,01913	3,39%
Intangibles	0,14387	11,57%	0,14498	18,49%	0,07544	13,37%
Impuestos	0,01687	1,34%	0,00486	0,62%	0,02908	5,16%
Pérdida por Res. Especial	0,00120	0,10%	0,00251	0,32%	0,00159	0,28%
Egresos Financieros	0,02450	1,97%	0,02029	2,59%	0,01668	2,96%
		0,00%		0,00%		0,00%
Egresos Operativos	1,24226	99,94%	0,77849	99,29%	0,55831	98,98%
Egresos No Operativos	0,00076	0,06%	0,00555	0,71%	0,00573	1,02%
		0,00%		0,00%		0,00%
Egresos Totales	1,24302	100,00%	0,78404	100,00%	0,56404	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

En los próximos años, a medida que las firmas terminen de amortizar los elevados gastos de constitución que componen la mayoría de los activos intangibles, este fenómeno desaparecerá, por lo que los costos se verán reducidos significativamente y la importancia relativa de cada uno de los rubros será mayor en la estructura de costo de las AFAPs.

También puede inferirse que de las partidas que representan egresos de caja, los gastos por comercialización son los más importantes después de las remuneraciones, representando casi el 8% del total de los costos. Si bien estos gastos han disminuido su importancia relativa, su mayor peso en la estructura de costos se debe a la intensa competencia llevada a cabo por las AFAPs, para captar nuevos afiliados, así como los afiliados a otras administradoras.

Estos gastos, conjuntamente con las remuneraciones de los vendedores están asociados a las actividades de promoción del sistema. Como se verá más adelante, la actual estructura tarifaria de las AFAPs, se encuentra establecida como un porcentaje de las asignaciones computables imponibles, por lo que para la industria es mucho más conveniente incorporar a un aportante adicional de altos ingresos que a uno de sueldo relativamente bajo, porque el primero genera un margen por aportante superior al del segundo.

De esta manera, se dirigirán la mayor parte de los esfuerzos de ventas a estos segmentos, con lo

que los costos serían decrecientes según el nivel de ingreso.

Siguiendo con las partidas que constituyen la estructura de costos de las AFAPs, se observa en el cuadro, que los egresos financieros aún representando casi apenas el 3% del total de los costos, han sido los únicos que al igual que las remuneraciones han aumentado su importancia relativa durante todo el período analizado. Esto indicaría que las firmas están aumentando sus pasivos – o deudas – o que los intereses de la deuda han aumentado.

Finalmente, se observa que la pérdida por Reserva Especial y los egresos por servicio al cliente son los componentes más pequeños de la estructura de costos, representando apenas el 0,28% y 2,79% del total de los costos, durante el primer semestre de 1998.

4,3,2 Activos de las AFAPs

Una forma de medir la eficiencia de un conjunto de empresas, complementaria a analizar cuál es la que tiene los menores costos de operación, es ver cuál es la que tiene la menor cantidad de activos, puesto que a igualdad de resultados, aquella con menores activos tendrá una rentabilidad superior.

Como se explicó anteriormente, los activos de las AFAPs son básicamente de dos tipos: la Reserva Especial o Encajes y el resto, que incluyen los activos fijos, los intangibles y los otros activos circulantes.

Como es sabido, el Encaje o Reserva Especial que debe tener una AFAP tiene que ser por lo menos el 2% del FAP que maneje la Administradora, deducidas las inversiones en valores emitidos por el Estado uruguayo, y no puede ser inferior al 20% del capital mínimo requerido, según la legislación vigente. Por lo anterior no existe en la práctica, ninguna posibilidad para las AFAPs de controlar esta variable. Así entonces, lo lógico es que las Administradoras de mayor tamaño deberán constituir un encaje proporcionalmente mayor, y aquellas con aportantes con mayor fondo promedio deberán tener, obligadamente, un encaje por aportante más alto que las demás.

Dado que se espera que el FAP se incremente significativamente en los próximos años, de mantenerse la ley que existe actualmente, las AFAPS deberán integrar y mantener, ya sea con capital propio o con deuda, un encaje por un valor proporcional al monto del fondo.

Una forma de medir la eficiencia relativa de las AFAPs en el manejo de estas inversiones es, lógicamente, por la rentabilidad que obtengan. Este dato fue presentado en el Gráfico Núm. 4,13, y de él se desprende que en el período enero - junio 1998, la AFAP que logró el mayor retorno fue

que algunas se dotaron de una poderosa infraestructura y otras siguieron el camino contrario, lo que obviamente se debe haber reflejado en los niveles de activos de las firmas, y que ayuda a entender la gran dispersión observada en las cifras.

Dada la naturaleza de estos activos, es difícil que puedan producirse ajustes en el corto plazo, referentes al monto que tiene cada AFAP en este tipo de bienes, por lo que la situación de cada Administradora está todavía muy marcada por su situación inicial.

Un efecto importante del nivel de activos fijos en los costos operacionales de las AFAPs, se refiere a que las que tengan menos activos debieran reflejar como costo el arriendo por el uso de éstos y no tendrían que descontar depreciaciones, mientras que otras AFAPs que fueran dueñas de todos los activos fijos, no pagarían arriendos por ellos, pero sí cargarían las correspondientes depreciaciones en sus costos. Es decir, en teoría, sólo se produciría un cambio en la composición de la estructura de costos, suponiendo que el monto del arriendo de los activos fijos fuera equivalente a su depreciación, lo que, evidentemente, es difícil que se dé.

Por lo anterior, habría que considerar que las empresas que incluyan mayores costos que las demás deben ser porque tienen en parte menos activos fijos, como por ejemplo Unión, la cual tiene los costos más elevados y a la vez tiene menos activos fijos que Capital y Comercial, las cuales tienen menores costos que ella. Sin embargo, lo más relevante de analizar es, cómo hay AFAPs que operan con mayor éxito relativo, como por ejemplo República y Santander- con montos de activos fijos sensiblemente inferiores a los de otras. Esto podría indicar que la inversión en activos de este tipo, no es un requisito tan indispensable para operar en este negocio. Además, no se vislumbra si estos bienes pudieran ponerse relativamente escasos a futuro, aunque lo probable es que no sea así.

Esto tiene consecuencias importantes en la determinación de posibles barreras de entrada a esta actividad, que se analizan en el capítulo siguiente, porque según lo descrito en este párrafo no habría mayores impedimentos a ingresar en este rubro, al menos por los requisitos de activos fijos. Esto es lógico, si se piensa que un negocio de carácter financiero, como el de las AFAPs, no necesita activos especializados de ninguna especie.

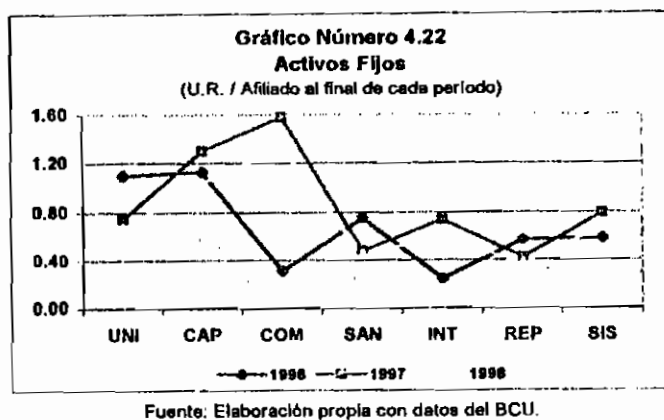
En el Gráfico Núm. 4,23, se presenta un indicador análogo al anterior, que corresponde a los activos circulantes, excluyendo la Reserva Especial y los activos intangibles que también se clasifican en el mismo género. Los valores están expresados en U.R. por afiliado para diciembre de 1996, diciembre de 1997 y junio de 1998.

Tanto para los activos circulantes, como para los activos fijos, estudiados previamente, existe un rango relativamente amplio de las cifras individuales de cada AFAP. La variación de los valores

Integración con una tasa anualizada del 18%, y el menor fue el de Capital con un 13.68%. El promedio del sistema fue 16%.

En el Gráfico Núm. 4,22 se muestra el total de activos fijos netos, expresados en U.R. por afiliado, considerando el valor a diciembre del año para los años 1996 y 1997, y el de junio, en el caso de 1998.

Tal como se ve en el gráfico, en diciembre de 1997 algunas AFAPs vieron aumentados sus activos fijos por afiliado de manera significativa. A pesar de este aumento los valores obtenidos en Junio del 98 han sido inferiores a los de las demás fechas analizadas, lo cual se debe a una reducción en casi todas las AFAPs de los montos absolutos en este rubro y a un aumento del número de afiliados. El valor más alto por afiliado que se registra en junio de 1998 es el de Comercial, seguida por Capital y luego por Unión. Los inferiores son los de República, Santander e Integración. Según las cifras, Comercial tenía un monto de activos fijos por afiliado un 99% superior a la media de junio de 1998, y por su parte, República un 45% inferior a la misma base.



Es importante destacar que en este ítem no se aprecia una relación de economías de escala que sea clara y definida. Sin embargo, las cifras aquí presentadas debieran estudiarse más a fondo considerando entre otros elementos, la eventual existencia de subsidios, es decir, que alguna AFAP usara sin costo, activos fijos que no fueran de su propiedad, sino de sociedades relacionadas con la Administradora, en el caso de las que tienen los menores índices. Y a su vez, podría darse lo contrario en el caso de aquellas que tienen niveles de activos más altos.

Además de lo anterior, no debe olvidarse la situación particular de cada AFAP, en especial de sus accionistas, que pudieron haber aportado el capital en forma de este tipo de activos, y no en recursos líquidos.

Otro aspecto se refiere a la consideración de las estrategias seguidas por cada AFAP, en cuanto a

aumentado en el período que llevan de funcionamiento las empresas, por lo que se estima de interés un análisis con mayor profundidad de este rubro, aprovechando la información disponible para estos fines.

En el cuadro siguiente se muestra la evolución del número de trabajadores del sistema de AFAP para el período que hemos estado considerando. Se tomaron los valores promedios mensuales correspondientes a los períodos abril – diciembre 1996, enero – diciembre 1997 y enero – junio 1998.

Cuadro Numero 4,6

	Abr - Dic 1996	En - Dic 1997	En - Jun 1998
1. Administrativos	214	214	213
% Var. c/r Período ant.		0,00%	-0,47%
2. Vendedores	1.798	1.136	863
% Var. c/r Período ant.		-36,82%	-24,03%
3. Total (1+2)	2.012	1.350	1.076
% Var. c/r Período ant.		-32,90%	-20,30%
% de Administrativos	10,64%	15,85%	19,80%
% de Vendedores	89,36%	84,15%	80,20%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Del cuadro se desprende que el número de trabajadores administrativos se ha mantenido muy estable durante todo el período. En 1998 se produjo una ligera caída de 0.47% con respecto al año anterior. El promedio mensual del sistema durante los 26 meses de funcionamiento ha sido de 214 trabajadores lo que da indicios de que existe alguna estacionalidad en la contratación de este personal.

Sin embargo, la situación es diferente para el personal de venta de las AFAPs. Si bien éstos también han disminuido, esta reducción ha sido muy significativa para todas las AFAPs. Luego de una fuerte disminución de un 37% en 1997, estos bajaron en 1998, alrededor de un 24%.

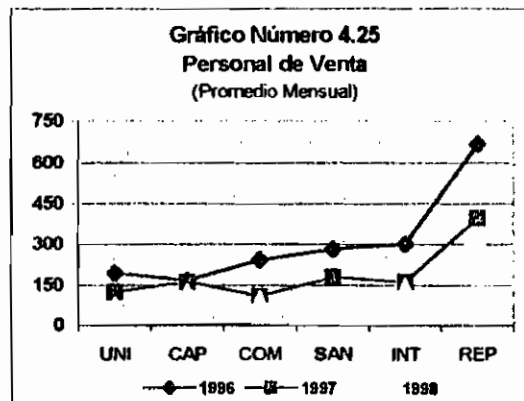
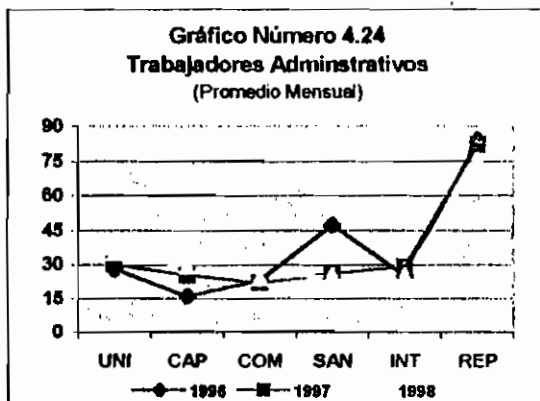
El promedio mensual del personal de venta durante los 26 meses de funcionamiento del sistema ha sido del orden de los 1,290 trabajadores. Esto indica que los valores mostrados en el cuadro anterior respecto a los vendedores, no son muy representativos de la fuerza de venta contratada por las AFAPs mensualmente durante todo el período. Aunque si es claro que ha habido una tendencia a la baja en la contratación de este personal.

Durante los meses de 1996, los vendedores eran alrededor de un 90% del total de trabajadores y

el personal administrativo el restante 10%. Producto de las bruscas variaciones en el número de vendedores, la composición del personal cambió en 1998, siendo una proporción aproximada del 80% vendedores y 20% administrativos.

Por otra parte, se puede suponer que es relativamente más fácil variar el número de vendedores que el de administrativos, puesto que éstos tienen responsabilidades del manejo interno de la AFAP, lo que no es rápido de cambiar. En cambio, los vendedores dependen, en esencia, de la estrategia comercial de la firma, que sí es revisable en períodos breves.

En los Gráficos Núms. 4,24 y 4,25, se encuentran el número promedio mensual de trabajadores administrativos y personal de ventas, de cada AFAP, para los períodos de 1996, 1997 y 1998. Se excluyen los datos del sistema porque distorsionarían la escala, y además se entregaron en el cuadro anterior.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se aprecia que en 1998 República y Unión son las administradoras que tienen una mayor dotación de personal administrativo al mes. A su vez, la de menos trabajadores administrativos es Comercial. Algunas AFAPs han aumentado su personal administrativo y otras lo han reducido. En términos absolutos se destacan los continuos aumentos de Capital y Unión y los descensos de la AFAP Santander. Sin embargo, en 1998 la AFAP que más redujo su personal administrativo, porcentualmente respecto al promedio mensual de 1997 fue República, en casi un 9%.

Se observa que en términos absolutos, ha habido una gran variabilidad en cuanto a la contratación del personal de venta por parte de las distintas administradoras. Al igual que en el caso del personal administrativo, República AFAP es la que ha contratado mayor fuerza de venta durante todo el período, mientras que Unión es la de menor número de vendedores por mes.

También se observa el gráfico, la tendencia decreciente en la contratación de este personal por parte de todas las Administradoras. El gran descenso se produjo en los meses del año 1997, en el

que algunas AFAPs redujeron su número de vendedores en más de un 40%. En 1998 el descenso se ha dado en forma más lenta para todas las AFAPs excepto Santander y Capital, las cuales redujeron su personal de venta en un 55% y 22% respectivamente.

Son destacables los valores de la AFAP República en comparación a las demás, los cuales han duplicado los valores de las mismas en forma individual durante todo el período.

Un antecedente que es fundamental para entender los costos por remuneraciones de las AFAPs, es la renta promedio de sus funcionarios. A continuación se entregan estos datos, calculados con los gastos de los respectivos Estados de Resultados de los períodos comprendidos entre enero – diciembre de 1997 y enero – junio de 1998. No se consideraron los meses comprendidos en el año 1996 debido a que no se dispone de información suficiente para este período.

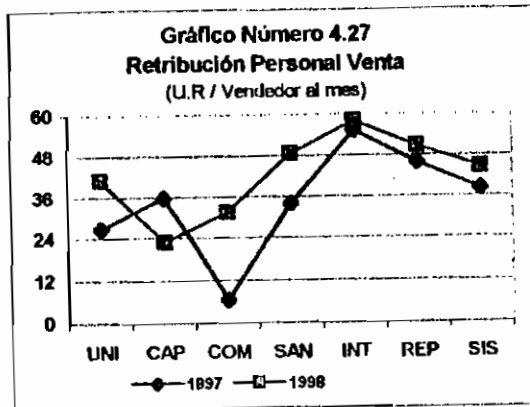
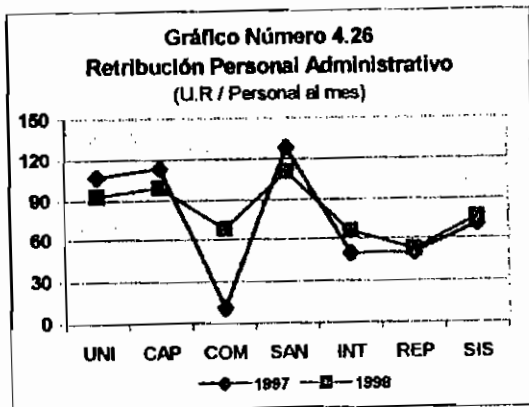
Además es conveniente recordar que la validez de estas comparaciones está determinada en gran parte por la homogeneidad que tengan las cifras que han entregado las distintas AFAPs. De hecho, durante el período del 1996 hubo gran heterogeneidad en los criterios utilizados por las distintas empresas y muchos de los gastos en remuneraciones fueron incorporados por parte de algunas AFAPs en el rubro de activos intangibles.

Si bien el rubro remuneraciones incluye cargas sociales, honorarios profesionales, salario vacacional, etc., aquí nos enfocaremos solamente en las Retribuciones Personales, ya que son éstas las que representan los mayores gastos del total de Remuneraciones.

Para una mejor comprensión se muestran los resultados en montos mensuales, aunque es muy poco probable que los sueldos sean parejos durante todo los meses de cada período. Estos están expresados en Unidades Reajustables, para lo cual se tomó un promedio del valor de la Unidad Reajutable mensual en cada período. Se dividieron por el número promedio mensual de trabajadores.

En los Gráficos 4,26 y 4,27, se muestran las retribuciones mensuales promedios de los trabajadores administrativos y del personal de ventas, de las AFAPs del sistema. Como se explicó, las cifras están en U.R. / Personal al mes, y abarcan desde 1997 a 1998, considerando de enero a junio en el último año.

A nivel general, los salarios administrativos han sido superiores a los del personal de ventas en más de un 50%. Se destacan de la observación del gráfico de las remuneraciones al personal administrativo, los valores de Santander, que son los más altos del sistema en los dos períodos, seguidos por los de Capital y Unión. República tiene el valor más bajo de todos en 1998, y luego vienen Integración y Comercial.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Estas tres últimas incrementaron sus retribuciones mensuales promedio en 1998, destacándose Comercial por un aumento de un 533% con respecto al promedio mensual obtenido en el año 1997.

Este aumento se explica por el hecho de que el incremento en el personal administrativo contratado fue menor al incremento en los gastos por retribuciones. Esto equivale a decir que hubo un aumento del salario real para sus empleados y las personas que se incorporaron, devengaron sueldos relativamente más altos que los devengados por los ya contratados.

En el caso de Integración y República, la reducción en los gastos fue mayor a la reducción en el personal contratado, lo que podría significar que este aumento se logró a base del despido de personal con sueldos bajos.

En 1998, la renta promedio del personal administrativo de Santander era un 45% superior a la del sistema, mientras que la de República era un 31% inferior al mismo promedio.

A nivel del sistema se podría decir que existe una relación inversa entre el incremento del personal administrativo contratado y la variación en la retribución media, aunque a nivel de todas las AFAPs en particular, esta relación no se dé.

Algunas AFAPs a medida que aumentaron su personal, disminuyeron la retribución media mensual de los mismos, con la excepción de Santander, la cual redujo su personal y al mismo tiempo redujo la retribución promedio mensual. En el caso contrario, cuando redujeron su personal, aumentaron la remuneración media. En este caso, la única excepción fue Comercial, la cual aumentó su personal y a la vez aumentó su remuneración mensual.

Probablemente, esta variable muestra alguna relación con eventuales economías de escala en los

costos de esta industria, pero por lo que se observa del gráfico, las empresas no han aprovechado las mismas, con excepción de República AFAP. Del gráfico se desprende que por ejemplo Unión que es la empresa que sigue a República en número de personal administrativo contratado, no es la de menores costos después de ésta, sino que supera a otras empresas con un menor número de personal.

Un aspecto que debe tomarse en cuenta, es que en el sueldo promedio de cada empresa, el número de personas es importante, porque las remuneraciones de los niveles superiores, como los directores, pesan más en las firmas pequeñas que en las grandes. Es decir, debiera ser más fácil para las AFAPs de mayor tamaño, tener una renta promedio de su personal inferior que las de las AFAPs más chicas.

Por último, habría que analizar el tipo de personal que labora en las distintas empresas, para buscar posibles explicaciones de las apreciables diferencias en sus niveles de renta, lo cual no es posible de realizar con la información disponible. Sin embargo, dadas las características generales de esta actividad, es poco probable que los funcionarios administrativos de las AFAPs tengan que desempeñar tareas muy diferentes entre una Administradora y otra, por lo que lo realmente relevante de investigar es por qué hay firmas que operan, al parecer sin mayores problemas en el área administrativa, con personas con sueldos equivalentes a la mitad del de otras empresas.

Con relación al personal de ventas, si se comparan los Gráficos Núms. 4,25 y 4,27, nótese que en 1998 bajó el número de vendedores del sistema y aumentó la remuneración media, es decir, menos vendedores con sueldos superiores. Esto fue así para todas las AFAPs, excepto Capital, la cual redujo el personal de venta y a la vez la remuneración promedio, por lo que sus vendedores han recibido sueldos inferiores a los previos. Se debe destacar que en 1997, esta administradora era de las que pagaban mejores sueldos a sus vendedores pasando a ser en 1998, la de salarios más bajos.

Los niveles más altos de 1998 los tienen las AFAPs Integración, República y Santander, en ese orden, las tres con sueldos superiores a las 48 U.R. mensuales por vendedor. En el caso contrario se encuentran Capital, Comercial y Unión con las remuneraciones más bajas de la industria, en orden creciente.

Se aprecia que en 1998 Comercial tuvo un alza importante en el nivel medio de la renta de sus vendedores, comparado con el alza de las demás empresas. También importantes pero en menor medida fueron las alzas registradas por Unión y Santander.

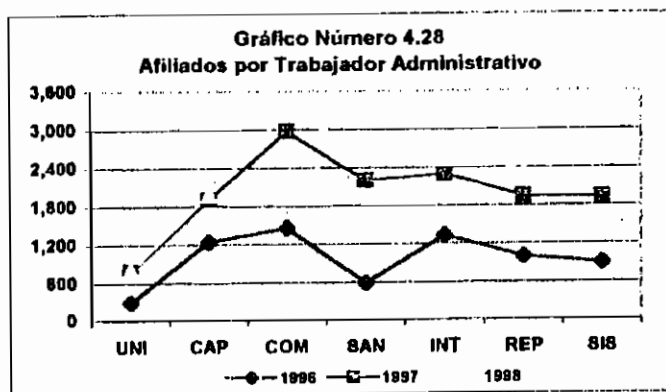
El sueldo medio de Integración era un 30% más alto que el promedio del sistema, y el de Capital un 49% más bajo, lo que da una idea de la dispersión de los valores observados.

Para efectos ilustrativos puede mencionarse que en 1997, el sueldo de un vendedor era el equivalente a un 54% del sueldo de un trabajador administrativo. En 1998 este indicador subió a un 59%, producto de los cambios que se han observado.

El costo en remuneraciones de cada AFAP depende del número de empleados que la Administradora tenga, del sueldo que les pague y, obviamente, del número de afiliados inscritos. Para completar este análisis se entregan a continuación indicadores que relacionan el número de trabajadores de las AFAPs con los afiliados de éstas.

En el Gráfico Núm. 4,28, se muestra el número de afiliados por trabajador administrativo de las AFAPs. Esto puede entenderse como a cuántos clientes – afiliados -, atiende un empleado administrativo de cada AFAP. Es evidente que mientras más alto sea este cociente, mayor será la eficiencia de la AFAP, lo que le permitiría tener menores costos de atención que otras empresas del mercado.

Desde el punto de vista del afiliado, podría darse que con menos funcionarios los afiliados tuvieran una relación de inferior calidad, pero la AFAP podría, en compensación, atenderlos por un menor costo, en la medida que estas economías sean traspasadas a las tarifas que les cobran a sus consumidores. De manera que, en ese caso, le correspondería al afiliado elegir qué alternativa prefiere, menores tarifas o un servicio de mejor calidad.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Las unidades de los gráficos se expresan en afiliados por trabajador administrativo, y se calcularon los promedios mensuales para 1996, 1997 y 1998, para todas las AFAPs, con los datos de la dotación de personal, ya mostrados, y con los promedios mensuales de afiliados de cada AFAP.

Resulta interesante notar que esta variable ha ido en aumento durante todo el período. En efecto, el número promedio mensual de afiliados por trabajador administrativo ha tenido la siguiente evolución:

1996: 896 Afiliados
1997: 1,927 Afiliados (115% más que en 1996)
1998: 2,228 Afiliados (15% más que en 1997)

Es muy probable que este indicador guarde alguna relación con eventuales economías de escala en los costos de esta industria, y al igual que en otros casos, éstas, no son aprovechadas por todas las AFAPs. Se observa a medida que aumenta el número de afiliados entre las AFAPs, menor es el personal administrativo contratado y mayor el número de afiliados por trabajador administrativo. República es la única excepción, lo cual indicaría que ésta tiene relativamente un exceso de personal administrativo, y por tanto tiene menos Afiliados por trabajador que otras empresas con menor número relativo de afiliados y de trabajadores administrativos.

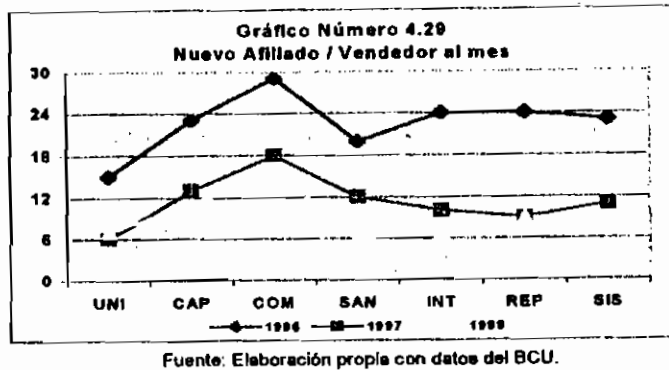
Todas las AFAPs han logrado este indicador durante todo el período, aunque en forma decreciente. Los cambios más notorios son los de Santander, la cual en 1997 elevó sus afiliados por trabajador administrativo en un 276%. En 1998 se destaca Integración, elevando este indicador en un 23%.

Debe notarse que la AFAP es responsable sólo en parte de la evolución de esta variable porque es probable que no pueda controlar completamente el número de empleados que deba tener, dadas las necesidades ineludibles de procesamiento administrativo que haya que llevar a cabo.

Además, este cociente depende del número de afiliados, que es función del relativo éxito o fracaso que haya tenido la AFAP en captar nuevos afiliados y/o aumentar los que tenía antes. Lo que sí es completamente manejable por parte de la AFAP es la renta promedio de sus empleados.

Para acercarnos más al término de eficiencia desde el punto de vista de los vendedores de las distintas empresas, se presenta en el gráfico siguiente el promedio mensual de las afiliaciones nuevas (incluidas los traspasos) que capta un vendedor en cada AFAP. Los datos se presentan en promedio mensual de afiliados por vendedor.

Desde la óptica de las AFAPs, los vendedores serán más eficientes mientras más clientes sean capaces de atender, sin embargo, como se dijo antes, el tamaño de la fuerza de venta depende de la estrategia de cada AFAP. Así, empresas que quieren ser más agresivas y captar un mayor número de afiliados, probablemente contratarán a más vendedores o mantendrán un número mayor de los mismos con relación a las demás empresas. De ser así, en términos de este gráfico su parámetro debiera disminuir.



Se observa del gráfico, que el personal de venta de todas las AFAPs ha disminuido o mantenido igual la captación de afiliados al mes, con la excepción de Unión la cual en los meses del año 1998 aumentó su indicador en un 17% con respecto a los meses del año previo. República AFAP mantuvo el mismo valor tanto para los meses de 1997 como para 1998.

El valor más alto de afiliados captados por vendedor en 1998, lo exhibe la AFAP Comercial, seguida por Capital y República. Por su parte los más bajos son los de Santander, seguidas por Unión e Integración, ambas con igual valor.

Si bien el número de afiliados mensuales captado por los vendedores de las AFAPs es un medidor de la eficiencia de sus trabajadores, hay que tener en cuenta lo reducido del mercado para las nuevas afiliaciones y las restricciones legales para los traspasos entre administradoras.

No obstante es importante destacar que vendedores de administradoras menores a la de mayor tamaño captan un mayor número de afiliados al mes, lo cual indicaría que las empresas no operan con la escala mínima eficiente.

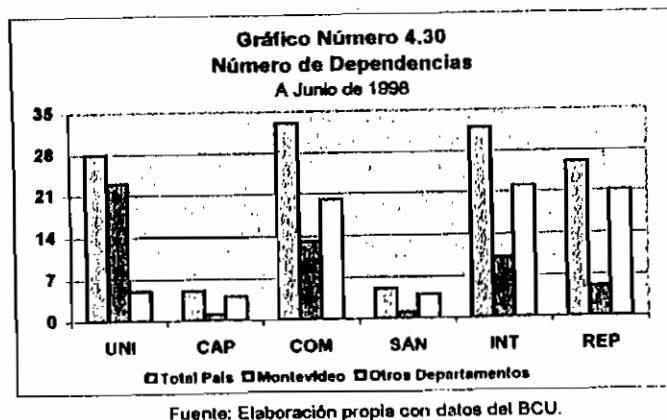
Es claro que no se puede desprender del gráfico la posible existencia de economías de escala en esta variable, y esto puede estar muy influido por las razones de estrategias ya citadas anteriormente.

Otra variable del tipo "físico" que ha podido ser analizada es el número de dependencias o locales de atención, de las AFAPs. Para esto se obtuvo la información publicada en el Boletín Trimestral que elabora la División AFAP del BCU.

En el Gráfico Núm. 4,30, se puede ver la cantidad de oficinas de las distintas AFAPs. Se incluye el total nacional, es decir, las dependencias de Montevideo y el número de locales que hay en otros departamentos del país.

Por razones de la escala del gráfico se excluyeron los datos totales del sistema, que son:

Dependencias en Montevideo:	53
Dependencias en Otros Departamentos:	76
Total Dependencias del Sistema:	129



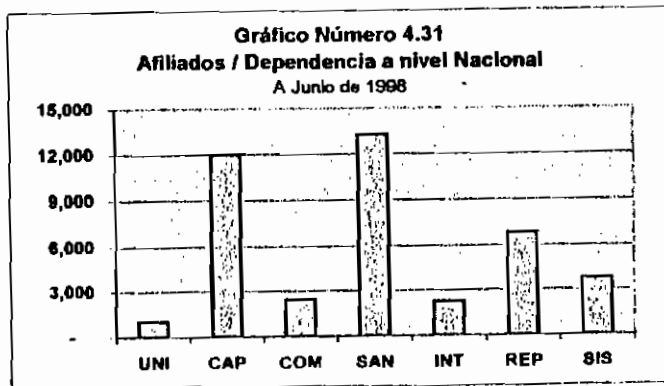
Se aprecia que las AFAPs que cuentan con un mayor número de dependencias son Comercial e Integración, con 33 y 32 dependencias respectivamente. Resulta destacada la red de Unión la cual, a pesar de ser la AFAP más pequeña tiene más dependencias que otras AFAPs más grandes.

Todas las AFAPS tienen más oficinas en los departamentos que las que tienen en la capital, excepto Unión, que a junio del 1998 contaba sólo con 5 oficinas en el interior. En la capital, esta es la administradora que tiene la red más grande de oficinas (23), seguida por Comercial (13) e Integración (10). Con sólo 1 oficina en la capital aparecen las AFAPs Capital y Santander.

A nivel nacional, las que menos oficinas tienen son las dos últimas empresas mencionadas, ambas con 5, y la AFAP República, con 26.

Desde el punto de vista de una AFAP, a igualdad de otros elementos, una oficina debiera ser más eficiente o económica, mientras más afiliados pueda atender. Justamente para apreciar ese efecto, se presenta en el Gráfico Núm. 4,31, el cociente entre el número de afiliados de cada AFAP y el número de locales, al mes de junio de 1998, mostrados en el gráfico anterior. A diferencia del caso anterior sólo se muestran valores a nivel nacional, ya que no se conoce el detalle de los aportantes del interior y de la capital.

A nivel del sistema, las oficinas atienden a alrededor de 3.751 afiliados y 2.343 aportantes. En otras palabras, un 62,46% de los afiliados que realmente generan ingresos a una oficina son atendidos en la misma.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

En las administradoras de mayor tamaño en cuanto al número de afiliados en junio de 1998, se observa que a medida que la AFAP es más grande, cada local atiende a más personas, lo que evidentemente podría traducirse en economías de escala. El mismo fenómeno es observado entre las firmas más pequeñas.

No obstante, para llegar a esta conclusión habría que depurar las cifras con relación al número de afiliados y de oficinas tanto en Montevideo como en el interior, ya que hay que considerar que el número de oficinas, al igual que el de los vendedores, depende de la estrategia comercial de cada AFAP, entre otros factores, y eso puede haber llevado a sobreinvertir, o arrendar un número mayor de locales que los necesarios a algunas administradoras, o a la inversa, a tener muy pocos a otras.

Hay que tener presente varias limitaciones del análisis anterior, entre las que se pueden mencionar, por ejemplo, el hecho que no se cuenta con información relativa al tamaño de las oficinas, ni menos de su costo de arriendo y/o de operación, como para formarse una idea del costo por afiliado por este concepto. Esto puede ser particularmente importante al comparar el costo de algunas oficinas de Montevideo con otras del interior.

Además, lo que realmente les debiera interesar a las AFAPs es el margen total asociado a una determinada sucursal, de manera que si hubiera muy buenos clientes en una oficina, esto podría compensar a otra con más gente, pero menos rentable, desde la óptica de la empresa. También es necesario distinguir entre los costos variables de cada local, versus los fijos, que pueden ser radicalmente diferentes dependiendo si se trata de una oficina nueva o de una oficina perteneciente a alguna sociedad que forme parte del grupo empresarial al que pertenece la empresa.

4,4 Análisis del Sistema Tarifario y de los Ingresos de las AFAPs

En esta sección se analizan las tarifas que han cobrado las AFAPs a los aportantes en el período que lleva de funcionamiento esta industria, la composición de los ingresos operacionales y el costo de administración del sistema desde el punto de vista de los aportantes, en términos absolutos y en relación a sus remuneraciones.

4,4,1 Tarifas e Ingresos de las AFAPs

Como se explicó anteriormente, la única fuente de ingreso de las Administradoras a cargo de los afiliados, la constituye el cobro de una comisión por el manejo de sus fondos, la cual es debitada del aporte jubilatorio que transfiere el BPS a las distintas AFAPs. Esta comisión se puede establecer como una suma fija por operación, como un porcentaje del aporte que le dio origen o como una combinación de ambos.

Hasta la fecha todas las Administradoras han establecido esta comisión como un porcentaje del aporte jubilatorio, con excepción de la AFAP Unión, la cual además de esta comisión ha cobrado también una comisión fija a sus aportantes. Debido a que sólo esta Administradora ha cobrado este tipo de comisión, en este análisis sólo se harán ciertos comentarios al respecto en caso de considerarse oportuno.

Otras fuentes de ingresos de las firmas que operan en este mercado las constituyen:

- Las comisiones por servicios bonificados.
- Las comisiones por depósitos voluntarios.
- Las comisiones por depósitos convenidos.
- Las comisiones por sanciones pecuniarias.
- Las ganancias de la Reserva Especial.
- Los ingresos financieros.
- Los ingresos no operativos.

A junio de 1998, ninguna de las empresas había cobrado comisiones por depósitos voluntarios, ni por depósitos convenidos, por lo que para este análisis, estos también quedarán obviados. Además, las comisiones por sanciones pecuniarias, las comisiones por servicios bonificados, las ganancias de la Reserva Especial, los ingresos financieros y los ingresos no operativos, no están a cargo de los aportantes, por lo que tampoco se considerarán.

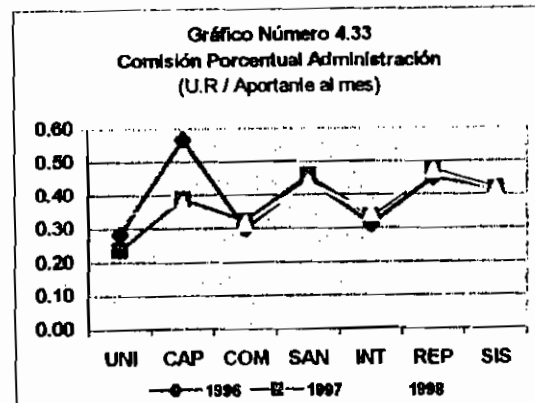
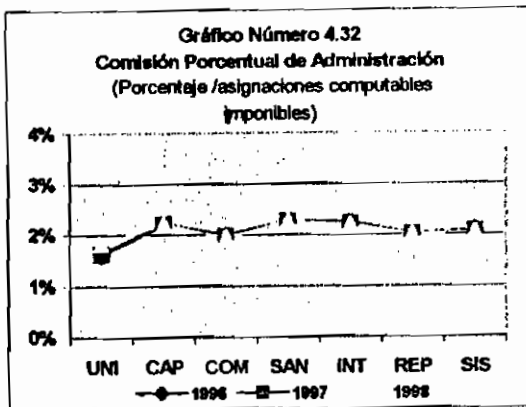
Desde el punto de vista de los aportantes, la comisión fija tiene un valor igual para todos los trabajadores, sin embargo, los que tienen mayores salarios tendrán un aporte jubilatorio mayor y por ende pagarán un monto mayor en términos absolutos ya que la comisión por administración,

como se dijo anteriormente, ha sido establecida en forma porcentual por parte de todas las Administradoras.

Otra comisión que tienen que pagar los afiliados es la prima de seguro, la cual, si bien es recibida por la AFAP, esta última la transfiere a la empresa aseguradora con la cual se haya establecido el contrato de seguro, por lo que ésta, no constituye una fuente de ingreso de la Administradora.

El Gráfico Núm. 4,32 muestra la evolución de la tarifa de administración del fondo, la cual se aplica como porcentaje de las asignaciones computables imponibles. Se presentan los datos para todas las AFAPs, de 1996 a 1998. En este caso, los promedios mensuales de cada período se calcularon como la media simple de los valores mensuales que cobró cada AFAP durante los meses de funcionamiento de cada período, los cuales aparecen en la Memoria Trimestral del BCU. Para estimar la comisión promedio del sistema se ponderó la comisión promedio de cada AFAP por la participación en el fondo consolidado del sistema.

Al mismo tiempo, se muestran en el Gráfico Núm. 4,33, los montos promedios cobrados por concepto de esta tarifa, expresados en U.R / aportante al mes.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se observa del gráfico, que todas las AFAPs han cobrado las mismas tarifas durante todo el período con la excepción de Unión la cual las aumentó en un 12% durante los meses de 1998 con respecto a los del año 1997, representando así un mayor costo para los aportantes de esta firma.

No obstante esta alza, esta empresa es la que ha cobrado menores tarifas a sus aportantes por concepto de comisión porcentual, aunque hay que considerar que también es la única que ha cobrado comisión fija, por lo que no necesariamente es la AFAP de menor costo para los aportantes.

La AFAP de mayor comisión porcentual sobre las asignaciones computables imponibles ha sido

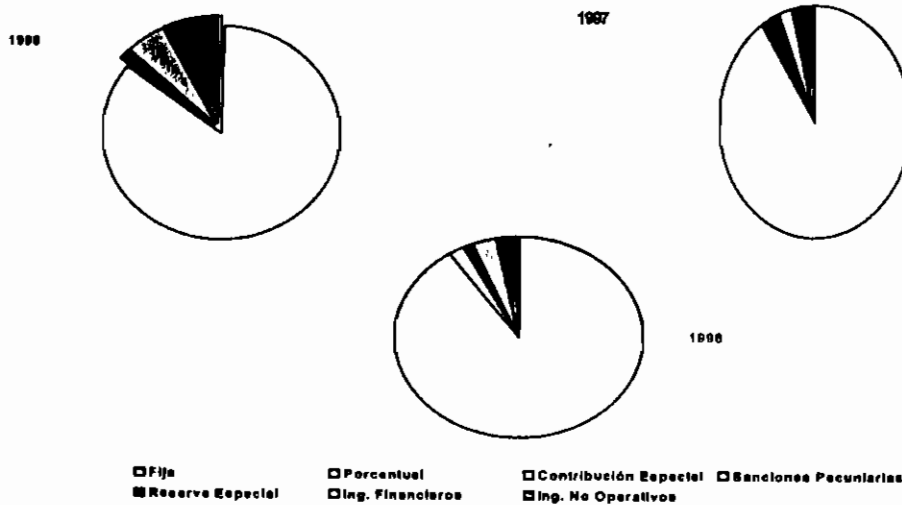
Santander con 2,25%, seguida por Capital e Integración, ambas con 2,20%. A Unión le siguen Comercial con 1,955% y República con 2%.

Al estar establecidas las tarifas como porcentaje de las asignaciones computables imponibles, no necesariamente, las firmas con menores tasas porcentuales son las que han recibido menores ingresos en términos absolutos. Tal es el caso de Unión y Comercial AFAP, cuyas tasas porcentuales han sido inferiores a las de República AFAP, sin embargo, el monto absoluto promedio recibido por esta firma en 1998, fue superior en un 38% y 51%, al de las firmas mencionadas.

En el caso contrario, la tarifa de Santander AFAP ha sido 0,25% superior a la de República AFAP y el monto promedio recibido por aportante al mes en 1998, fue un 8% inferior.

Para apreciar la importancia relativa de esta tarifa en el total de los ingresos de las AFAPs, se presentan en los gráficos circulares, la composición de los ingresos del sistema en los meses de funcionamiento de los tres periodos analizados.

Gráfico Número 4,34
Ingresos de las AFAPs



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Las cifras totales de Ingresos del sistema han sido las siguientes, expresadas en U.R. y en porcentajes de los totales de cada período:

Cuadro Número 4,7

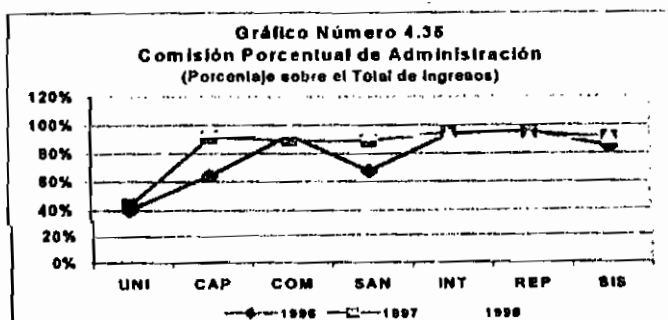
Tipo de Ingresos (Miles de U.R)	1996		1997		1998	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Ingresos Operativos	622,702	92,59%	1.390,202	93,51%	772,162	98,47%
Comisiones:	574,735	85,46%	1.332,539	89,63%	736,484	93,92%
Aportes Obligatorios	574,691	85,46%	1.322,007	88,92%	721,682	92,03%
Fija	3,590	0,53%	2,886	0,19%	0,454	0,06%
Porcentual	571,101	84,92%	1.319,121	88,73%	721,228	91,98%
Contribución Especial	0,000	0,00%	9,148	0,62%	14,288	1,82%
Sanciones Pecuniarias	0,044	0,01%	1,384	0,09%	0,514	0,07%
Ingresos Reserva Especial	11,098	1,65%	24,607	1,66%	12,465	1,59%
Ingresos Financieros	36,869	5,48%	33,056	2,22%	23,213	2,96%
Ingresos No Operativos	49,799	7,41%	55,062	3,70%	24,446	3,12%
Resultados Extraordinarios	0,000	0,00%	41,436	2,79%	0,000	0,00%
Total	672,501	100,00%	1.486,700	100,00%	784,143	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Tanto de los Gráficos como del Cuadro se desprende que la tarifa más importante del sistema AFAP la constituye la comisión porcentual cobrada a los aportantes por concepto de administración del fondo que maneja cada firma.

Esta tarifa ha representado para esta industria más del 85% del total de las entradas recibidas y su importancia relativa ha ido en aumento. Debido a que las demás partidas representan una proporción poco significativa del total de los ingresos del sistema y que su importancia relativa, en general, ha ido en descenso, nos limitaremos a estudiar sólo los ingresos de las AFAPs por concepto de la comisión porcentual antes mencionada.

Para poder apreciar cómo se han distribuido estos ingresos entre las distintas firmas, se presentan en el gráfico siguiente los ingresos por comisión porcentual que han recaudado las AFAPs, como porcentaje de los ingresos totales de cada una de ellas.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Del gráfico es inmediato concluir que estos ingresos son los de mayor importancia relativa para

todas las AFAPs. A pesar de haberse mantenido inalterada la tasa porcentual aplicada por casi todas las AFAPs, estos ingresos han aumentado durante los dos años analizados, pasando de 85% en 1996 a 91% en el primer semestre del 1998.

Como se dijo anteriormente, esta comisión está establecida como una proporción de las asignaciones computables imponibles de los aportantes, de manera que a igualdad de porcentajes de este indicador, las AFAPs con mayores rentas promedio tendrá mayores ingresos.

Al mismo tiempo, estos ingresos son diferenciados según el ingreso de los aportantes, en el sentido de que al no ser una suma fija, sino un porcentaje de las asignaciones computables imponibles, pagarán más los que ganen más.

Por lo anterior, y de acuerdo a las cifras observadas en el gráfico, se desprende que en general más del 90% de los ingresos de las AFAPs es discriminatorio según la remuneración de los aportantes. Esto significa que las AFAPs con mayores rentas promedio pueden cobrar tarifas menores que las demás administradoras y tener ingresos equivalentes o alternativamente, con iguales tarifas tener mayores ingresos.

Esto tiene importantes consecuencias para las propias AFAPs, para los aportantes y para el desempeño general de esta industria que se analizan en los capítulos siguientes de este trabajo.

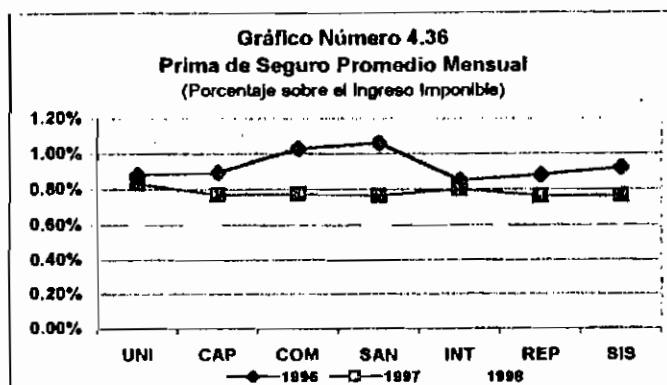
En el período de 1996 y 1997, República tuvo el porcentaje máximo - alrededor de un 95% - de sus ingresos asociados con el ingreso de sus aportantes, que son los más altos del sistema, mientras que en el primer semestre de 1998, tuvo uno de los porcentajes más bajo y siguió siendo la AFAP con mayor renta promedio. Al mismo tiempo, es una de las firmas que ha aplicado menores tasas porcentuales a sus aportantes.

El aporte más significativo en 1998 es el de Comercial con casi 97%, seguido por los de Capital y Santander, con 96% y 94%, respectivamente. Por su parte, Unión durante todo el período ha sido la de menor porcentaje en este indicador, así como también la de menor tarifa por comisión porcentual.

Si bien la prima de seguro no es un ingreso para la AFAP, ésta se la descuenta a los aportantes de su aporte jubilatorio y se la transfiere a la Empresa Aseguradora correspondiente. Es esta última la que determina el monto a cobrar, pero es labor de la AFAP lograr una menor tasa para sus aportantes.

A continuación se presentan las tasas pagadas por los aportantes, a las distintas empresas aseguradoras como prima por los respectivos seguros de invalidez y fallecimiento de sus afiliados.

Los datos se expresan en porcentajes de las asignaciones computables imponibles de los aportantes. Al igual que en el caso anterior, estos datos se extrajeron de la Memoria Trimestral publicada por el BCU y los promedios del sistema se calcularon de igual forma.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se obtuvo, para el sistema en su totalidad, que las tasas pagadas por el seguro de invalidez y sobrevivencia de los aportantes de las AFAPs han sido las siguientes, en porcentaje sobre las asignaciones computables imponibles:

1996: 0,9220% al mes.

1997: 0,7654% al mes (0,156% de diferencia con 1996).

1998: 0,5373% al mes (0,1924 % de diferencia con 1997).

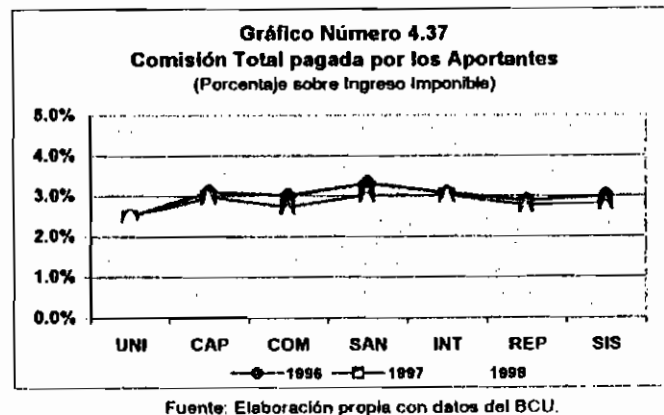
Se observa que ha habido una gran baja en el promedio del sistema, la cual ha sido experimentada por todas las AFAPs de un período al siguiente, lo cual no significa, necesariamente, un menor monto absoluto, por ejemplo en U.R / aportante al mes, debido a las variaciones que han experimentado las remuneraciones de los aportantes.

La prima más alta de 1998 es la de Integración, seguida por las de Unión y Santander, en orden decreciente, mientras que las menores son las de República, Comercial y Capital, en orden creciente.

No se pretende en este estudio determinar cuáles serían las primas que debieran pagar las AFAPs por sus respectivas carteras de aportantes a las compañías de seguros, pero es probable que las diferencias que se han observado no respondan a criterios objetivos, o al menos no distinguibles en las variables analizadas en este trabajo. La argumentación anterior se refuerza si se considera que varias de las AFAPs contratan los seguros en empresas relacionadas.

Como una manera de resumir lo anterior, se presenta en el Gráfico Núm. 4,37 el costo total para los aportantes al sistema en términos porcentuales de sus asignaciones computables imponibles.

Esto no es más que la suma de las comisiones porcentuales por administración del fondo y las primas de seguros que tienen que pagar los aportantes.



Se observa que no han existido grandes diferencias de costos para los aportantes entre las distintas AFAPs. Si bien las empresas han tratado de diferenciarse unas de otras en base a las comisiones cobradas, ya sea por administración o por la prima de seguro, estas diferencias no han sido significativas durante el período analizado, por lo que este parámetro no sería muy relevante para los afiliados a la hora de decidir a cuál AFAP inscribirse.

La AFAP de menores costos para los aportantes, en términos porcentuales de las asignaciones computables imponibles ha sido Unión, mientras que la de mayores costos ha sido Santander, aunque como se mencionó anteriormente, estas diferencias han sido pocas significativas. Además se debe recordar, que Unión ha cobrado comisión fija a sus aportantes, por lo que si incorporamos esta comisión a la comisión variable, el total cobrado resulta ser superior.

Recuérdese, que un menor valor de las comisiones como proporción de las asignaciones computables imponibles no significa, necesariamente, un menor monto absoluto debido a las diferencias que pudieran existir en los sueldos promedios.

Del gráfico anterior se observa que las comisiones totales promedios del sistema han disminuido en forma creciente, aunque no haya sido así para todas las AFAPs. La mayor reducción en el período del año 1998 fue la de Comercial, seguida por la de República y Capital, en orden decreciente. Estas disminuciones se han debido, a una reducción en la prima de seguro contratada por las AFAPs para sus afiliados, ya que como se vio anteriormente, la comisión porcentual por administración se ha mantenido incambiable en todas las firmas, con excepción de Unión.

Esta última ha mantenido inalterada la comisión porcentual total cobrada a sus aportantes ya que

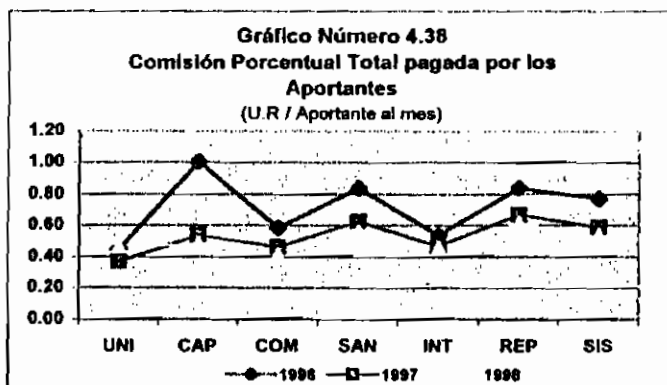
el aumento en la comisión porcentual de administración se vio compensado con una reducción en la prima de seguro contratada de igual magnitud.

Por lo expuesto hasta ahora, las tarifas que pagan los aportantes por los costos de administración del sistema son las que se pagan por administración del fondo y las que se pagan a las compañías de seguro.

Un aspecto esencial de estos costos es que las tarifas se descuentan del aporte jubilatorio de cada trabajador, de manera que las diferencias que se producen por estos cobros se traducen en mayores o menores depósitos a las respectivas cuentas individuales, y por lo tanto, en mayores o menores pensiones de vejez debido a las diferencias que se producen en los fondos acumulados en cada caso.

En el Gráfico siguiente se muestran cuáles han sido los montos totales promedios pagados por aportante de cada AFAP. Los valores se encuentran expresados en U.R / aportante al mes, desde 1996 al primer semestre de 1998.

Los montos de la prima de seguro se calcularon en base a las estimaciones de los promedios mensuales de las asignaciones computables imponibles de los aportantes (ver Gráfico Núm.4,7) y al promedio mensual de la tasa cobrada por la compañía de seguros.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Por tanto, debe entenderse que al ser estas cifras una combinación de las tarifas aplicadas por las diferentes AFAPs con la evolución de las asignaciones computables imponibles de los aportantes, los montos pagados serán diferentes para los aportantes de una misma AFAP en la medida que tengan diferentes asignaciones computables imponibles. Obviamente, a mayor ingreso imponible, mayor será el valor pagado por comisiones.

Para apreciar el peso relativo de cada tarifa desde el punto de vista de los aportantes, se muestran

en el cuadro siguiente los montos absolutos y los porcentajes del total pagado que han representado cada tarifa, para el total del sistema:

Cuadro Número 4,8
Composición de los Montos pagados por los Aportantes
U.R / aportante al mes

Tipo de Tarifa	1996		1997		1998	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Comisión de Administración	0,5330	69,16%	0,4295	72,85%	0,4205	78,19%
Prima de Seguro	0,2377	30,84%	0,1601	27,15%	0,1173	21,81%
Total	0,7707	100,00%	0,5896	100,00%	0,5378	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

El pago mensual de los aportantes, por concepto de comisiones porcentuales, tanto a las AFAPs como a las Compañías de Seguros, ha disminuido en un 30% desde 1996 al primer semestre de 1998. Si bien la disminución ha sido a nivel general, en 1998 se destaca Unión AFAP por su aumento con respecto al período previo (+27%).

En términos generales, la prima de seguro ha ido perdiendo importancia a favor del cobro a través de la comisión de administración. Esta última representaba en 1998 casi el 80% del total de las comisiones porcentuales pagadas por los aportantes.

En los dos últimos períodos, República y Santander tienen valores superiores a los de las demás instituciones, lo cual se explica por el alto nivel de ingreso imponible de sus aportantes, para la primera; y por la mayor tasa porcentual cobrada por la segunda.

En el caso contrario, es decir las AFAPs que menos han cobrado a sus aportantes por esta comisión durante los tres períodos han sido Unión, Comercial e Integración. Estos menores montos han sido producto de la baja tasa aplicada en el caso de la primera, y del bajo sueldo promedio de sus aportantes, en el caso de las dos últimas.

Para dar una idea de la dispersión que se observa en el último año, el valor de República es un 14% superior al promedio del sistema y el de Comercial es un 24% menor al mismo promedio.

Las bajas tasas de Unión se pueden explicar por el hecho de que como se mencionó anteriormente esta AFAP además de cobrar comisión porcentual, también cobra comisión fija a sus aportantes. Si se le suman las comisiones fijas pagadas por los aportantes resulta que esta firma supera a Comercial e Integración durante los períodos 1996 y 1998.

Debe recalcar que este análisis para los aportantes de cada AFAP, en relación al orden en cuáles Administradoras se paga más y en cuáles menos, no es válido a nivel individual, porque en

ese caso habría que considerar las asignaciones computables imponibles de cada persona. En otras palabras, el ranking aquí obtenido depende en parte importante de la "calidad" de la cartera de cada AFAP, y no sólo de la tarifa cobrada.

Como criterio, a igualdad de otros factores, un trabajador debería elegir la AFAP que menos comisión le cobre por esta vía, es decir analizando las cifras del Gráfico Núm. 4,37. Pero como los demás factores no son iguales, debería hacer un cálculo que pondere la comisión porcentual y la prima de seguro que cada AFAP le cobre, además de considerar eventuales diferencias en la rentabilidad que otorgue cada AFAP.

Como se ha explicado, las comisiones se deducen del aporte jubilatorio por lo que se puede calcular por diferencia la aportación neta a la cuenta individual de los aportantes, que es distinta para cada aportante en particular, puesto que depende de su ingreso imponible y de las comisiones de las diferentes AFAPs.

El cuadro que sigue presenta las aportaciones netas al FAP como porcentajes de las rentas de los aportantes del sistema. También se calcularon estos valores en función de las aportaciones, es decir, qué parte del aporte jubilatorio representan los depósitos a las cuentas individuales y, a su vez, qué parte las comisiones deducidas por las AFAPs.

Estos datos se obtuvieron con los montos transferidos por el BPS a las distintas AFAPs, excluyendo los ingresos por concepto de Comisión por Sanciones Pecuniarias y por Servicios Bonificados, los cuales aparecen en los Estados de Resultados, y que representan ingresos de las empresas que no son realizados por los aportantes pero que el BPS los transfiere conjuntamente con el aporte jubilatorio.

Cuadro Número 4,9

Aportación Neta al Fondo y Comisiones de las AFAPs % Sobre Asignaciones Computables Imponibles			
Aportación Neta al FAP (% sobre Asignaciones Computables Imponibles)	11,26%	12,99%	13,33%
Aportación Neta al FAP (% sobre Aporte Jubilatorio)	78,94%	82,15%	83,54%
Comisión de Administración (% Sobre Aporte Jubilatorio)	14,59%	13,01%	12,87%
Prima del Seguro (% Sobre Aporte Jubilatorio)	6,47%	4,84%	3,59%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Es claro de las cifras mostradas que las aportaciones netas como porcentaje del aporte jubilatorio han aumentado en el período que llevan de funcionamiento las AFAPs, lo que se debe a una

disminución de la proporción que representan tanto la comisión por administración como la prima de seguro. Lógicamente, esta tendencia es positiva para los aportantes pero, una pregunta quizás muy relevante es si el nivel alcanzado es el mínimo posible o si seguirá bajando en los próximos años, y si es posible acelerar esta baja en beneficio de los aportantes del sistema, porque pudiera ser que un 20% de las aportaciones pagadas en comisiones sea aún una cifra muy elevada.

Debe recordarse que estas cifras son promedios para el total de los aportantes del sistema, por lo que estos valores pueden ser muy distintos para aportantes con distinto nivel de sueldo y/o aporte jubilatorio.

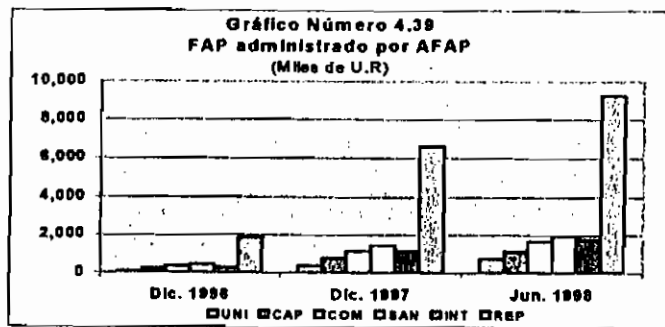
Evidentemente, ya que las correspondientes bajas en las comisiones vistas en el Gráfico Núm. 4,38, se traducen en aumentos de las aportaciones netas al FAP, las AFAPs con menores tasas porcentuales de comisiones como Unión, República y Comercial, tienen los mayores niveles en este indicador, y a su vez, las AFAPs con mayores tasas como Santander, Integración y Capital tienen los valores inferiores en 1998.

4,5 Indicadores de los Fondos de Pensiones de las AFAPs

A continuación se presentan algunas variables respecto del manejo de los fondos de cada AFAP, a nivel agregado y de las rentabilidades que han obtenido las diferentes Administradoras.

4,5,1 Fondos de Pensiones de las AFAPs

En el Gráfico Núm. 4,39 se muestra el monto de los fondos que manejaba cada AFAP en los meses de diciembre de 1996 y 1997 y junio de 1998. Los valores se expresan en miles de U.R y se encuentran los datos para todas las AFAPs pero sin incluir el total del sistema puesto que éste distorsionaría la escala del gráfico.



Como es obvio, la AFAP más grande del mercado según el número de aportantes, ha manejado el mayor Fondo. Luego sigue Santander e Integración en orden creciente. El menor FAP durante

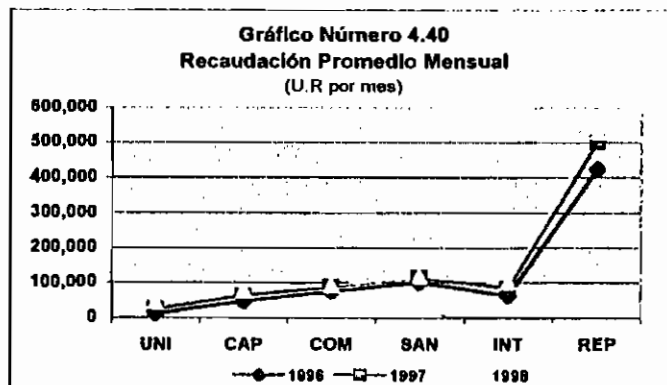
todo el período ha sido el de Unión, seguida por Capital y Comercial en orden creciente.

Por lo anterior se puede concluir que el Fondo manejado por cada AFAP es creciente con el número de aportantes promedios mensuales. La única excepción es Santander cuyo Fondo es superior el de Integración e pesar de tener menos aportantes promedios al mes, lo cual indicaría que los seleros de sus aportantes son inferiores a los de Santander.

En junio de 1998 sólo había una AFAP que administraba fondos menores a 1 millón de U.R. y cuatro con fondos entre 1 y 2 millones de U.R. Sólo la AFAP República tenía fondos superiores a los 9 millones de U.R.

Todas las AFAPs han aumentado sus Fondos de Pensiones durante el período que llevan de funcionamiento, y los crecimientos experimentados por dichos fondos han sido muy parejos entre las distintas firmas. La única excepción ha sido Unión AFAP, que a pesar de ser la firma de menor Fondo, es la que ha tenido una mayor tasa de crecimiento promedio mensual.

El Gráfico Núm. 4.40 presente la recaudación promedio mensual de cada AFAP durante los períodos de 1996 y 1998, considerando de enero a junio para el último año. Las cifras están expresadas en U.R. por mes y se omitieron los datos del total de la industria, para lograr una mejor escala del gráfico.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Los mayores volúmenes recaudados corresponden a los de las AFAPs más grandes del mercado, en el orden del número de aportantes, con la misma excepción observada para el FAP, referente a que durante los tres períodos el nivel de Santander supera al de Integración. Además, en 1996 y 1997, los niveles de Integración son inferiores a los de Comercial, la cual tiene menos aportantes promedio al mes.

Durante todo el período las menores recaudaciones han correspondido a las dos AFAPs más

pequeñas en cuanto al número de aportantes. Estas han sido Unión y Capital. Por lo tanto, el orden de las AFAPs de acuerdo a sus recaudaciones es idéntico al establecido según los fondos que manejan.

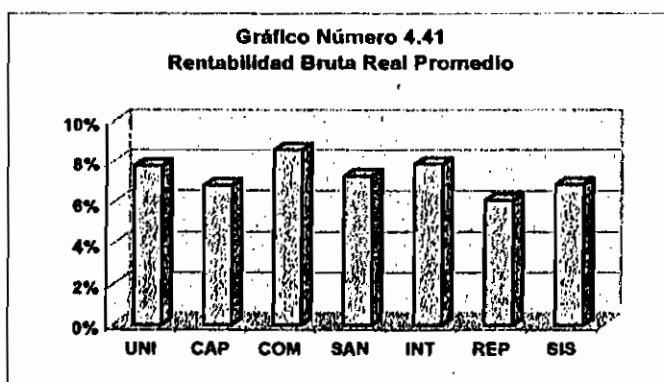
En 1998 había cuatro AFAPs que recaudaban menos de 100 mil U.R. al mes, una más de 100 mil U.R. y la más grande con más de 500 mil U.R. al mes. Si bien todas las AFAPs han aumentado las recaudaciones mensuales promedio, este aumento se ha dado en forma decreciente.

En términos absolutos las variaciones más importantes en 1998 fueron las de República y Unión, las cuales aumentaron sus promedios mensuales en 27 mil y 20 mil U.R. respectivamente.

Los menores incrementos en orden creciente, los tuvieron Santander y Comercial, las cuales se alejaron de las demás en cifras significativas, alcanzando apenas 1,400 y 3,300 U.R.

Estas diferencias entre las distintas AFAPs se explican por diversos factores relacionados directamente con la cartera de aportantes de cada Administradora.

Finalmente, en el Gráfico Núm.4,41, se muestra la rentabilidad bruta anual promedio obtenida por los FAPs de cada Administradora, en el período agosto 96 - junio 98. Se incluyen además el promedio para el sistema en su conjunto



Elaboración propia con datos del BCU.

Como se explicó en el capítulo anterior, la rentabilidad bruta real surge de comparar el valor cuota promedio del régimen del último mes ponderado según la participación de cada FAP en el total del FAP del mes, con el valor cuota promedio del régimen del mismo mes del año anterior, obtenido utilizando el mismo procedimiento de ponderación. El promedio se calculó como la media simple de las rentabilidades obtenidas.

Para el sistema consolidado la rentabilidad media muestral ha sido 6,86%. El mayor valor lo ha

obtenido Comercial AFAP, 8,67%, es decir 1,71% más que el promedio del sistema. Luego siguen Integración y Unión AFAP, con 7,86% y 7,77% respectivamente. La menor rentabilidad es la de República AFAP con un 6,11%, es decir, 0,75% menos que el promedio general. Luego vienen Capital y Santander.

Por lo anterior se podría decir que la dispersión de las rentabilidades ha sido lo suficientemente pequeña como para no haber tenido que usar nunca hasta ahora el Encaje o Reserva Especial.

Como es de suponer las diferencias observadas en las rentabilidades obtenidas por las distintas AFAPs, se deben a diferencias en las inversiones que hace cada Administradora, lo que sería largo de analizar y escaparía al ámbito de este trabajo, y según se mencionó en el párrafo anterior, los retornos logrados por los fondos de cada AFAP han sido muy parecidos.

⁴ /Con este método se supone que los afiliados aportan todos los meses e partir del momento en que realizaron su primer aporte.

Capítulo V

5 Diagnóstico y Perspectiva de la Industria de las AFAPs

Este capítulo contiene un análisis de la industria de las AFAPs según el enfoque de Organización Industrial, el cual intenta medir y explicar el desempeño de los mercados. Permitirá formarse una visión general del funcionamiento de esta actividad, de las causas principales de los fenómenos observados y de las perspectivas del sector de mantenerse la situación actual, o en el evento de existir una o varias modificaciones en algunos parámetros relevantes del sistema.

El desempeño de un mercado depende de sus condiciones básicas, de su estructura, y de la conducta de los agentes económicos. Estos tres factores son a su vez mutuamente dependientes, y se puedan visualizar en el siguiente cuadro.

Cuadro Número 5,1

Modelos de Organización Industrial

Condiciones Básicas

Estructura del Mercado

Conducta

Desempeño

Fuente: Industrial Market Structure and
Economic Performance
Scherer 1980

Las Condiciones Básicas se refieren a características propias de:

- La Oferta
- La Demanda
- El Marco Legal
- Las Políticas del Estado
- Los Valores Socioeconómicos de la Comunidad

La Estructura del Mercado, entre otros, abarca los siguientes elementos:

- Distribución del número y tamaño de vendedores y compradores.
- El grado de diferenciación física o subjetiva de los productos.
- La presencia o ausencia de barreras de entrada a nuevas firmas.

- Las estructuras de costos fijos, variables y totales.
- El grado de integración vertical desde las materias primas hasta la distribución al consumidor final.
- La diversidad o conglomeración de los productos de las firmas.

La Conducta de los agentes económicos trata del siguiente tipo de variables:

- Políticas y prácticas de tarificación.
- Cooperación tácita o explícita entre las firmas.
- Estrategias de productos y publicidad.
- Investigación y Desarrollo e innovación de productos.
- Inversiones en Infraestructura.
- Prácticas legales respecto de patentes y otros.

Por último, para que un mercado tenga un buen desempeño debe satisfacer lo mejor posible las siguientes metas:

- Ser eficiente, es decir, que no se malgasten recursos y que se satisfaga la demanda cualitativa y cuantitativamente.
- Ser progresista en su producción, incorporando los avances tecnológicos para aumentar la productividad de los recursos y entregando a los consumidores, nuevos y mejores productos para contribuir al crecimiento de largo plazo del ingreso per cápita.
- El funcionamiento de los productores debe facilitar el uso pleno y estable de los recursos, especialmente de la mano de obra, o por lo menos, hacer que el pleno empleo mantenido por políticas macroeconómicas no sea muy difícil de sostener.
- La distribución del ingreso debe ser equitativa, es decir, que los productores no perciban beneficios excesivos con relación al servicio prestado. También interesa una estabilidad razonable de los precios porque la inflación distorsiona la distribución del ingreso en forma indeseable.

Estos objetivos no siempre son completamente consistentes entre sí, pero en general se debe maximizar el cumplimiento de los cuatro criterios indicados. Tampoco es fácil medir el grado de cumplimiento de cada uno de ellos, pero se puede llegar a buenas aproximaciones dependiendo de las estadísticas y de otros antecedentes disponibles.

5,1 Antecedentes Conceptuales

A continuación se presenta una breve reseña de las principales teorías microeconómicas que describen el funcionamiento de los mercados. Estas son:

1. Competencia
2. Monopolio

3. Oligopolio
4. Competencia Monopolística

Dada la finalidad de este trabajo, no se profundizará en el desarrollo analítico de estas teorías. Se hará énfasis en los requerimientos principales y en los resultados esperados.

1. Competencia

La teoría postula que la competencia es el funcionamiento "ideal" de un mercado, por las siguientes razones principales de eficiencia económica:

- En el equilibrio de largo plazo, las firmas producen en el mínimo costo medio, por lo que los recursos se emplean con la máxima eficiencia productiva.
- El precio pagado por los consumidores es igual a su costo marginal. Esto significa destinar una cantidad tal de recursos que maximicen la eficiencia (medida como la suma de los excedentes del consumidor y del productor), evitando las pérdidas sociales por la no-utilización plena de los recursos.
- Las firmas no tienen utilidades sobrenormales porque el precio es igual al costo medio total. De esta manera, los inversionistas sólo reciben retornos para mantener su producción de equilibrio eficientemente.
- Si todos los sectores de la economía son competitivos, significa que no se pueden trasladar recursos de un mercado a otro con ganancias en el valor de la producción, lo que en general asegura un uso eficiente de los insumos.

Para que exista competencia, se requiere de varios supuestos y condiciones, algunos muy estrictos, por lo que no existe en la realidad ningún mercado que cumpla con todos los requerimientos teóricos en forma plena, sino que sólo se dan mayores o menores aproximaciones a ese caso. Se ha considerado conveniente agrupar los supuestos en dos categorías: generales y específicos.

Los supuestos generales más importantes son los siguientes:

- Debe existir un mercado libre, en el que no haya entes extraños que interfieran en la relación entre productores y consumidores. Esto debe ser así, para que se manifiesten libremente las preferencias individuales de estos agentes, con lo que se posibilita la acción de las "fuerzas del mercado" que permiten lograr los objetivos deseados respecto de la eficiencia económica de la industria.
- Un supuesto implícito en la conducta de los agentes económicos es que éstos actúan de manera "racional", por lo que los consumidores eligen las mejores opciones de acuerdo a sus preferencias, y las empresas buscan maximizar sus utilidades.

A continuación se mencionan los supuestos específicos "clásicos" de un mercado perfectamente competitivo, aunque no necesariamente ordenados según su importancia, ni por requisito previo uno de otro. Hay autores que distinguen entre competencia perfecta y competencia pura, siendo la primera más exigente que la segunda pero dada la naturaleza de este trabajo, no interesa hacer esta distinción. Los supuestos son:

- Debe existir una estructura "atomizada" de productores y de consumidores. Esto significa que debe haber un número lo suficientemente grande de vendedores y compradores de manera que nadie pueda alterar conscientemente el precio del mercado variando su producción o su demanda, es decir, el precio debe ser un parámetro determinado por las fuerzas del mercado.
- Obviamente se requiere además que estos agentes que participan en el mercado actúen independientemente uno del otro, vale decir, que no se pongan de acuerdo, lo que no significa necesariamente, que no puedan actuar de igual forma un subconjunto de los agentes, o que todos tengan que actuar de manera diferente.
- Un supuesto importante es que el producto debe ser homogéneo, o en términos técnicos, que la elasticidad precio-cruzada de la demanda para los productos de dos firmas competidoras sea muy alta – en rigor infinita – de manera que para los consumidores estos bienes sean completamente sustitutos de sus necesidades. La homogeneidad también puede considerarse como parte de la definición del mercado en estudio.
- No deben haber barreras de entrada para nuevas firmas que quieran ingresar al mercado. Esto supone que existe movilidad de los recursos, es decir, que pueden trasladarse de la producción de un bien a otro, aunque hacerlo no sea gratis. Por otra parte, se necesita una adecuada información de la rentabilidad del uso de los factores en las diferentes alternativas. De otra forma, puede decirse que la ignorancia es una barrera a la movilidad rentable de recursos, pero en la medida que existan intermediarios de esta información, la ignorancia tenderá a reducirse.
- Se menciona también que el producto debe ser divisible, porque de no serlo podrían haber discontinuidades que favorecieran a un particular, dotándolo de algún "poder" sobre el mercado. Sin embargo, al haber muchos intermediarios, éstos tratarán de lucrarse con las indivisibilidades, haciéndolas desaparecer eventualmente.
- Finalmente, se requiere que exista "conocimiento perfecto" de los agentes económicos, es decir, que los consumidores conozcan todos los precios y productos del mercado, y que los productores sepan de los precios de los bienes y de sus costos, con el fin de que tomen correctamente sus decisiones. Incluso, se supone que hay certeza en el conocimiento de las condiciones futuras.

Además de los argumentos económicos mencionados, los cuales hacen deseables a los mercados competitivos, existen razones de tipo social o político que apoyan esta causa. Entre éstas se encuentran:

- La estructura atomizada de productores y consumidores descentraliza y dispersa el poder, con lo que la asignación de recursos y la distribución del ingreso dependen del mercado y no del poder monopólico de un particular, o del Estado. Por lo tanto, la competencia limita el poder del gobierno y de los individuos para influir en las decisiones personales de los individuos, lo cual es uno de los pilares básicos de la competencia.
- Un aspecto muy relacionado con lo anterior es que en competencia, los problemas económicos se resuelven impersonalmente, y no por un empresario o un funcionario estatal, lo que evita los conflictos entre los agentes del mercado.
- Otro mérito se refiere a la libertad de oportunidades que, se estima, existe en un mercado competitivo cuando se cumple la condición de que no existan barreras de entrada. Los individuos pueden elegir la profesión un oficio que prefieran, limitados sólo por sus habilidades y talentos personales y por la capacidad que tengan para reunir el capital necesario para llevarla a cabo, el que se supone, no debiera ser muy elevado.
- El evitar que se obtengan rentabilidades excesivas para el capital, es generalmente considerado deseable desde el punto de vista de la igualdad en la distribución del ingreso.
- Dado que la competencia obliga a una permanente búsqueda de menores costos, se incentivaría el desarrollo de tecnologías más eficientes, por lo que el progreso tecnológico debería ser superior en industrias competitivas. Sin embargo, han surgido algunas dudas acerca de la generalidad de esta hipótesis.

2. Monopolio

Este tipo de mercado es, según el número de productores, el más alejado del competitivo debido a que en un monopolio existe sólo una empresa que produce el bien en el mercado. En este caso también se requiere de condiciones muy rigurosas, por lo que es casi imposible encontrar en el mundo real un monopolio "puro". Sin embargo, hay varios sectores que se aproximan mucho a esta situación y esta teoría, a menudo, explica relativamente bien la conducta real de los empresarios.

Las principales consecuencias de la operación de un mercado monopólico son las siguientes:

- El mercado monopólico tarifica su producto a un precio superior a su costo marginal, a pesar de actuar con la misma lógica que una firma de un mercado competitivo, esto es, maximizando sus utilidades.
- Lo anterior implica que los monopolios tienden a tener resultados diferentes a los de la competencia -mínimo costo medio y ausencia de utilidades en exceso – aunque no en todos los casos.
- El efecto de este comportamiento es que se produce una asignación no socialmente óptima de recursos porque no se satisfacen las necesidades de los consumidores con la máxima

eficiencia. Es decir, no se maximiza el valor total de la producción de la economía o análogamente, no se maximiza la suma de los excedentes de los productores y de los consumidores, incurriéndose por lo tanto en pérdidas sociales.

En teoría, el monopolio no consigue los resultados de eficiencia económica que se obtienen en los mercados competitivos, y por esto es fuertemente criticado como esquema de organización de la economía. Las críticas adicionales que se hacen a la existencia de monopolios, son las siguientes:

- La sociedad generalmente objeta las utilidades monopólicas y cree que es conveniente su eliminación.
- Si la economía tiene muchos monopolios, la propiedad de las firmas es de unos pocos, y por lo tanto, las utilidades de éstos sólo benefician a un grupo reducido, por lo que se prefiere diluir las rentas de los monopolios entre muchos y no concentrarlas en unos pocos propietarios.
- Por la falta de presión de sus competidores, un monopolio puede tener menos control en sus costos y como consecuencia malgastar recursos, asumir una actitud desinteresada frente a la innovación tecnológica o incurrir en otros tipos de gastos superfluos como publicidad, excesos de capacidad instaladas, etc.

Es importante notar que estas críticas no son generalizables a cualquier monopolio y que dependiendo de la industria y del ítem que se esté analizando, un monopolio pueda funcionar mejor, igual o peor que un mercado competitivo.

Muchas veces, las distorsiones que producen los gastos superfluos son más importantes que los problemas de mala asignación de recursos, aunque desgraciadamente no hay un criterio general para cuantificar el impacto de cada elemento en los diferentes mercados.

Las condiciones esenciales para la existencia de un monopolio son las siguientes:

- Que sólo haya una empresa que fabrique u ofrezca el producto en el mercado de manera que la firma enfrente toda la demanda directamente, y no el precio como en el caso de la competencia. Por lo tanto, el monopolio tiene el poder de imponer un precio al mercado.
- Simultáneamente con el requisito anterior, el producto no debe tener sustitutos cercanos, es decir, la demanda debe ser independiente del precio de otros bienes. Este aspecto se mide con la elasticidad precio cruzada de la demanda.

Los siguientes factores, propios de cada mercado, disminuyen el "poder monopólico" de una única empresa fabricante u oferente de un producto:

- La existencia de productos sustitutos que satisfagan las mismas necesidades de los consumidores. Obviamente, no pueden ser sustitutos perfectos porque ya no habría un

productor único en el mercado, pero mientras mejor sea la sustitución con otro producto, menor será el poder del monopolista.

- La eventual entrada de un nuevo productor al mercado atraído por las utilidades del negocio. En este caso, el monopolio enfrenta una competencia potencial que lo obligará a limitar su posición. Si las barreras de entrada son muy altas la competencia potencial será relativamente débil.
- Las preferencias y el ingreso de los consumidores. Esto se refiere a que la posición monopólica tiene valor en la medida que exista un mercado para el producto.

3. Oligopolio

Entre los dos casos teóricos extremos, descritos anteriormente, se encuentra el del mercado oligopólico, donde participan "pocos" productores.

A diferencia de los casos previos, no hay una definición precisa de lo que se entiende por oligopolio sino sólo algunos conceptos generales que permiten detectar la existencia de este tipo de mercado. Estos son:

- El resultado de una empresa de un mercado oligopólico es perceptiblemente influido por la acción de otras firmas.
- Las empresas de una industria oligopólica también se ven afectadas por las acciones que ellas mismas lleven a cabo.

En otras palabras, las firmas de un mercado oligopólico son interdependientes, es decir, la mejor elección de una empresa depende de la elección de sus rivales.

Dada la generalidad de esta idea y el hecho de que esta dependencia mutua de las empresas es uno de los fenómenos más comúnmente observados en la realidad, es en el mercado oligopólico en el que mejor se pueden clasificar la inmensa mayoría de los casos reales de las firmas productoras de bienes y servicios de la economía.

Desde el punto de vista microeconómico, en el funcionamiento de un oligopolio puede pasar casi cualquier cosa, desde un monopolio casi perfecto hasta guerras de precios sumamente intensas. Lo anterior se debe a que en un oligopolio no hay un mecanismo único que ligue la demanda y los costos con el precio de equilibrio.

Se necesitaría por tanto de una teoría más amplia que las usadas en el caso de la competencia o del monopolio para llegar a una buena predicción de los resultados observables en estos mercados.

4. Competencia Monopolística

La validez del modelo de Competencia Monopolística ha sido largamente debatida, sin que se haya llegado a un acuerdo al respecto. Para efectos de este trabajo sólo se mencionarán brevemente los supuestos y resultados principales.

Los requisitos más importantes para que exista competencia monopolística son los siguientes:

- Un número grande de empresas que fabriquen u ofrezcan un producto diferenciado.
- Estos productos pertenecen a un "grupo" de bienes parecidos, tal que entre ellos son sustitutos muy cercanos.
- No existen grandes barreras de entrada al mercado, por lo que existe la posibilidad de la entrada de nuevas empresas o de la creación de otros productos diferenciados de las firmas existentes.

En general, esta teoría se refiere a una firma pequeña que enfrenta una curva de demanda por el producto que fabrica u ofrece, por lo que tiene "cierto" poder sobre el precio. La empresa puede, en este caso, seguir tres alternativas para modificar sus ventas: cambiar el precio de su producto, variar el producto, es decir, diferenciarse, o modificar sus gastos de venta y los métodos de promoción que utiliza.

Los resultados principales que se obtienen son:

- En el largo plazo las firmas no tienen utilidades en exceso, al igual que en competencia.
- Las firmas producen menores cantidades de productos a costos medios más altos que en competencia y por lo tanto, los precios son también mayores. Esto significa que no se opera en escala óptima y por lo tanto hay algún exceso de capacidad instaladas en la industria.

A modo de resumen y para tener una visión general de las teorías microeconómicas, en el cuadro siguiente se muestran los principales tipos de estructuras de mercado para los productores.

Cuadro Número 5,2

Tipo de Producto	Uno	Pocos	Muchos
Homogéneo	Monopolio Puro	Oligopolio Homogéneo	Competencia Pura
Diferenciado	Monopolio Puro	Oligopolio Diferenciado	Competencia Monopolística

Fuente: Industrial Market Structure and Economic Performance

Scherer, 1980

Vale la pena recalcar que los casos de oligopolio del cuadro anterior se refieren a una infinidad de

situaciones distintas, en cambio los casos teóricos son situaciones particulares muy definidas y precisas.

Es justamente en los casos de oligopolio en los que la contribución del enfoque de organización industrial es más significativa puesto que ayuda a explicar muchos de los fenómenos observados en estas situaciones.

Es necesario mencionar que de acuerdo con el objetivo de las firmas respecto a maximizar sus utilidades en beneficio de sus accionistas, que se supone guía a las firmas "racionales", independiente del mercado del que participen, debiera esperarse que los administradores de éstas intenten obtener rentas superiores a las de un caso competitivo, al menos en el corto plazo, para lo cual es probable que procuren que la empresa logre algún grado de poder sobre el mercado, alejándose con esto de una situación competitiva en dirección de una posición más oligopólica, llegando, eventualmente, a tener resultados de tipo monopolístico.

Será la sociedad, ya sea a través de los mecanismos del mercado u otro tipo de correcciones, la encargada de velar por el interés común y encauzar las diferentes industrias según los deseos y conveniencias del conjunto de individuos, cuidando no sólo la calidad y el costo de los productos, sino también aspectos más generales como los efectos en el empleo y en la distribución del ingreso.

5,2 Las Condiciones de la Industria de las AFAPs

El objetivo de esta sección es examinar las condiciones básicas de la industria de las AFAPs, (a la luz de los supuestos enunciados en la teoría microeconómica clásica), el funcionamiento de este mercado para productores y consumidores, es decir, para las AFAPs y los aportantes, y algunas consecuencias que afectan a la sociedad en su conjunto como ser, la eficiencia de la asignación de recursos.

Se revisarán algunos de los supuestos de las teorías microeconómicas, antes mencionados, aplicados al caso real del mercado de las AFAPs. Otros supuestos serán revisados más adelante cuando se estudie la Estructura del Mercado y la Conducta de los agentes económicos.

Debe tenerse presente que para este estudio sólo interesa contrastar la realidad de la previsión en el Sistema de AFAPs, con los supuestos implícitos en las teorías.

Muchas de las características del sistema de las AFAPs ya han sido explicadas, por lo que aquí nos enfocaremos solamente en aquellas que no han sido analizadas anteriormente. Comenzaremos con las condiciones básicas que refieren a la oferta y a la demanda, es decir, al

mercado, y terminaremos con los aspectos destacables referentes al Marco Legal, expuesto en capítulos anteriores.

- La Oferta y la Demanda: Mercado Libre

En este caso, el principio referente a que las preferencias individuales de productores y consumidores deben manifestarse sin intervención alguna de elementos extraños al mercado, no se respeta en forma completa.

Lo anterior se debe a que de acuerdo con la legislación vigente, no todos los afiliados tienen la "libertad" de no incorporarse a ninguna institución del sistema. Como es sabido, los trabajadores que se incorporen al mercado laboral en cualquier actividad amparada por el BPS, están obligados a inscribirse en alguna AFAP y sólo tienen la libertad de elegir en cuál de ellas se afiliarán. Esta obligatoriedad a suscribirse a una administradora hace que la demanda sea altamente inelástica.

Dadas las características intrínsecas del sistema, los afiliados tampoco tienen la libertad de retirar parte o todos sus ahorros en cualquier momento, sino que sólo cuando se pensionen y de acuerdo a la modalidad de retiro claramente establecida en la ley.

En cambio, para las AFAPs, la libertad es mucho mayor puesto que pueden ingresar y/o retirarse de la industria con bastante facilidad, requiriendo para ello sólo de las correspondientes autorizaciones del BCU. Además, fijan libremente su estructura tarifaria con la única restricción explícita que ésta debe ser igual para todos sus afiliados. Debe notarse que la ley impide sólo en parte la discriminación de precios, situación que en competencia sería imposible de ocurrir.

- Racionalidad de los Agentes Económicos

Es difícil pronunciarse sobre este tema en términos absolutos, no obstante, pueden hacerse algunos comentarios a la luz de algunas aparentes irracionalidades* que se han observado, las que serán posteriormente analizadas en mayor detalle.

No está claro que los afiliados hayan elegido acertadamente a qué AFAP incorporarse, considerando los costos cobrados y las rentabilidades otorgadas por las diferentes firmas. Sin embargo, esto podría explicarse por una falta de información adecuada o por otro tipo de restricciones que les hubieran impedido decidir convenientemente.

Desde el punto de vista de las AFAPs, da la impresión que los objetivos de maximizar las utilidades de corto plazo son contraproducentes en el mediano y largo plazo, afectando eventualmente, la estabilidad general de la industria en el futuro. Para analizar esto habría que considerar – entre

otras variables – las expectativas de los empresarios, así como la situación particular de los respectivos propietarios de cada AFAP, con el fin de entender la lógica de sus acciones.

- Estructura Atomizada de Productores y Consumidores

Es obvio que este supuesto se cumple perfectamente bien para los afiliados, pero no para las AFAPs. Como se sabe, existen en la actualidad seis Administradoras en toda la industria por lo que la influencia que pueden ejercer en el equilibrio del mercado no es, en absoluto, despreciable. Esto es más significativo si se considera el enorme peso que tiene República AFAP debido a que el tamaño no es homogéneo para todas las firmas, como se vio en el capítulo anterior.

- Producto Homogéneo

En este sentido, la ley se encargó de definir muy claramente cuáles son los servicios que deben prestar las AFAPs y les prohíbe, además, ejercer otras actividades, por lo que su giro exclusivo debe ser el relativo a la administración de fondos previsionales.

Desde la óptica de los afiliados, los servicios que otorgan las diversas firmas son muy similares entre sí, por lo que los elementos principales que debiera considerar un trabajador para elegir su AFAP son el monto de las comisiones y la rentabilidad esperada de los fondos.

Sin embargo, dado lo regulado que es el procedimiento de inversiones de los FAPs, las diferencias en los retornos obtenidos, hasta ahora, por las distintas AFAPs no han sido muy significativas, por lo que la relevancia de esta variable pasaría a ser de segundo orden en comparación a los costos cobrados.

De lo anterior se concluye que el producto es altamente homogéneo, lo que posibilita, al menos según este aspecto, la competencia basada en el precio del servicio ofrecido.

Pero, como era de esperar, las AFAPs han hecho importantes esfuerzos de diferenciación, principalmente a través de la publicidad, aunque también por una mayor o menor información complementaria que envían a sus afiliados y por un contacto directo con el afiliado, a través de los vendedores.

Se debe notar que si bien es posible que exista una diferenciación aparente en las preferencias de los afiliados, no obstante los pocos años de operación del mercado, ésta tienen muy poca base en elementos medibles y objetivos referentes a la "calidad" de los servicios.

En este sentido, se debe agregar que para los afiliados el principal parámetro de la calidad de este

servicios es, en definitiva, la obtención de una pensión lo más alta posible, y no elementos como los mencionados anteriormente que en general, sólo elevan los costos del sistema y por lo tanto, implican menores pensiones o menores ingresos líquidos para los propios aportantes.

- Productos Sustitutos

Es evidente afirmar que en este caso no existe ningún servicio sustituto al ofrecido por las AFAPs, puesto que la ley claramente lo establece así, desde el momento en que sólo una AFAP puede ofrecer el servicio de administración de ahorros para pensiones de vejez, y porque existe la obligación expresa de los trabajadores inscritos, de aportar sólo en una de las firmas del sistema. Obviamente, existen formas de ahorro complementarias a las de las AFAPs que cualquier persona puede utilizar, pero que no eximen de la obligación anterior.

Estas formas de ahorro podrían considerarse un sustituto a las cuentas de ahorro voluntario de las AFAPs, en cuanto a la función de alternativa de ahorro voluntario que estas últimas cumplen.

Se puede decir que el poder que pudieran ejercer los posibles sustitutos se refleja en los menores aportes voluntarios al sistema, los cuales son insignificantes con relación a los aportes obligatorios.

Como es de suponer, estos atributos no tienen mayor influencia en las condiciones actuales de la industria, pero en la medida en que la situación cambiara, podrían desencadenar una fuerte rivalidad entre las AFAPs del mercado.

- Conocimiento Perfecto

Por lo mencionado previamente, éste es otro de los supuestos que no se cumple en este mercado, lo que explicaría las aparentes "irracionalidades" de los afiliados y las lealtades de marca sin causa objetiva.

Se observa que existe una asimetría de información debido a que las AFAPs disponen de gran cantidad de datos con los que pueden evaluar muy detalladamente sus decisiones, mientras que los aportantes son incapaces de hacer comparaciones válidas que incluyan todos los elementos relevantes y en consecuencia, elegir correctamente.

Lo extraño de este hecho es que sucede, a pesar de que existe gran cantidad de información fácilmente accesible para los aportantes, donde se encuentran las variables más relevantes. Una posible explicación de este fenómeno es que la información no es comprensible para la mayoría de afiliados, y que por ser tanta, su análisis se torna muy complejo.

Por otra parte, no está claro que exista, entre los afiliados, un adecuado conocimiento de las bases y principios del actual régimen previsional, lo que dificulta aún más la posibilidad de elegir la mejor opción.

Otros atributos importantes de la oferta de los productores que nos permiten entender las condiciones básicas de este mercado son los siguientes:

- Es una industria de servicios y no de bienes físicos.
- El principal recurso utilizado es la mano de obra.
- La tecnología informática juega un papel importante.
- El personal requiere de entrenamiento e instrucción especial (por ejemplo a los vendedores, empleados que atienden al público, etc.).
- La calidad del producto – pensiones – depende en gran medida del funcionamiento del mercado de capitales.
- Las empresas no pueden diversificarse a otros rubros por prohibición legal.
- De acuerdo a las normas, el servicio es altamente homogéneo entre las firmas porque está muy regulado y definido.
- Existe una relación de gran importancia para las AFAPs, con las Compañías de Seguros de Vida.

En la demanda se pueden mencionar las siguientes características:

- No todos los afiliados pueden pagar el costo del servicio.
- No existen productos sustitutos.
- Por ley las aportaciones se efectúan mensualmente.

En cuanto al Marco Legal, los aspectos destacables son los siguientes:

- La ley Núm. 16.713 da origen a esta industria.
- Existen diversos decretos y reglamentos complementarios.
- Las firmas están fiscalizadas por el Banco Central del Uruguay, e indirectamente por las Superintendencias de Bancos y Seguros.

Para finalizar con las condiciones básicas de este mercado aquí revisadas, nos resta mencionar otros elementos que caracterizan a este sector:

- Nunca antes en el Uruguay la previsión social estuvo administrada por organismos privados.
- La aparición de las AFAPs es simultánea con cambios estructurales en los regímenes de previsión, al pasar de un sistema de reparto a uno mixto, es decir, de reparto y de capitalización individual.
- La política del Estado es que los FAPs se inviertan en títulos de deuda y de propiedad, tanto públicos como privados.
- El resultado final de la operación del sistema se verá en el largo plazo, cuando los actuales

aportantes se jubilen.

- Son valores importantes para la comunidad: la seguridad de las inversiones, la honradez, la seriedad y la austeridad de las empresas.
- El mercado de capitales en el Uruguay está poco desarrollado, por lo que existe una gran incertidumbre hacia este sector.

5,3 Estructura de Mercado de las AFAPs

5,3,1 Distribución del número y tamaño de Vendedores y Compradores

En esta sección se estudian los parámetros que comúnmente describen las características estructurales de un mercado, aplicados a la industria de las AFAPs. Como es de suponer, se hará referencia a los antecedentes y consideraciones de los capítulos y secciones anteriores que sean pertinentes.

- **Participación de Mercado**

Si bien en términos generales habría que estudiar la situación tanto de productores como de consumidores, es obvio que en este caso los afiliados están – casi – perfectamente atomizados, lo que está establecido incluso en la ley al consagrar la libertad de elección, por lo que no se requiere de mayor análisis respecto de los afiliados.

Naturalmente, en la práctica siempre existirá alguna tendencia de los afiliados a agruparse que no tiene base legal, ya que las AFAPs no pueden discriminar a sus afiliados (aportantes), al menos en las tarifas que cobran y tienen la obligación de prestar determinados servicios a todos sus afiliados. Por lo tanto, parece más relevante estudiar la concentración de las AFAPs.

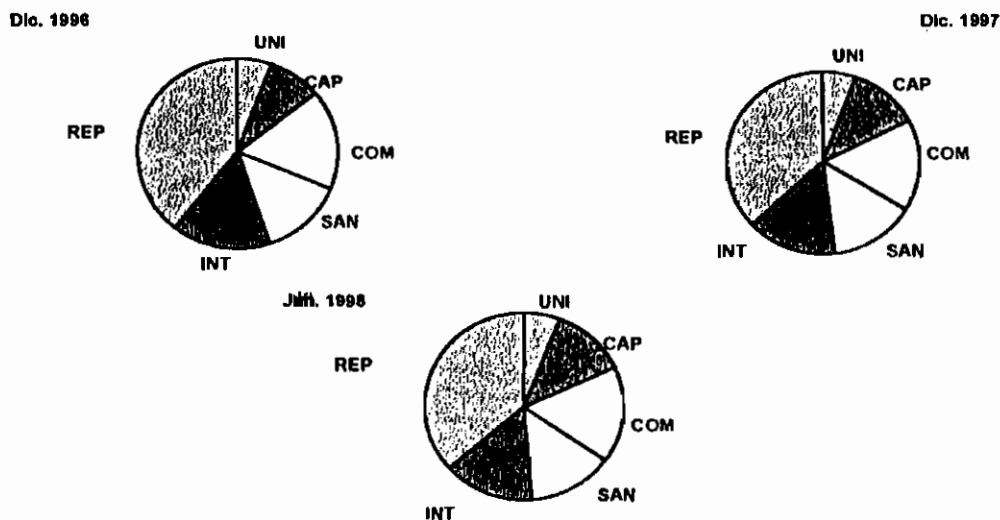
En el Gráfico Núm. 5,1 se muestran las participaciones de mercado según el número de afiliados. Se incluyen los valores a diciembre de 1996 y 1997 y a junio de 1998. Los cálculos fueron hechos con los datos presentados en el Gráfico Núm. 4,1.

Este sector de la intermediación financiera se caracteriza, al igual que en otros países, por un alto nivel de concentración, cualquiera sea el indicador considerado. En el caso uruguayo podría deberse a la posición que ha gozado República AFAP desde la fecha en que empezó a operar esta industria.

El hecho de que los uruguayos tradicionalmente están muy aferrados a que la prestación jubilatoria y pensionaria provenga exclusivamente de la entidad estatal de seguridad social le ha permitido a esta empresa estar en una posición privilegiada, ya que si bien es empresa privada, sus

accionistas son entidades publicas.

Gráfico Número 5.1
Participación de Mercado de Afiliados
(% DEL TOTAL DEL SISTEMA)



Fuente: Gráfico Número 4.1.

Del gráfico anterior se evidencia que la concentración se ha mantenido prácticamente inalterada en todo el periodo de funcionamiento del sistema. Esto se puede apreciar en el cuadro que sigue:

Cuadro Número 5,3

Concentración de Mercado de la Industria de AFAP			
% del Total de Afiliados			
	% 1 Mayor	% 3 Intermedias	% 2 Menores
Dic. 1996	39,48%	46,30%	14,22%
Dic. 1997	36,81%	45,76%	17,43%
Jun. 1998	36,67%	45,15%	18,19%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se aprecia bastante estabilidad en la participación de todas las AFAPs, aunque ha habido ligeros cambios a favor de las empresas de menor tamaño. Son justamente las firmas mas pequeñas las que han crecido mas, en comparación a las demás empresas del sistema. Tal es el caso de Unión y Capital AFAP.

A junio de 1998, la empresa mas grande de la industria (República AFAP), concentraba alrededor del 37% del total de afiliados del sistema. Las empresas de tamaño intermedio concentraban el 45%, y las de menor tamaño, el restante 18%.

Tal como se ha mencionado anteriormente, es la estadística de aportantes más relevante para las AFAPs; sin embargo, la participación de mercado según el número de afiliados ilustra respecto de

las preferencias de las personas, aunque no todas sean aportantes.

En el Gráfico Núm. 5,2 se muestra la participación de mercado de cada AFAP en el número de aportantes, desde 1996 a 1998, tomando los primeros seis meses para el último año. Se usaron las cifras promedios mensuales que se indicaron en el Gráfico Núm. 4,2.

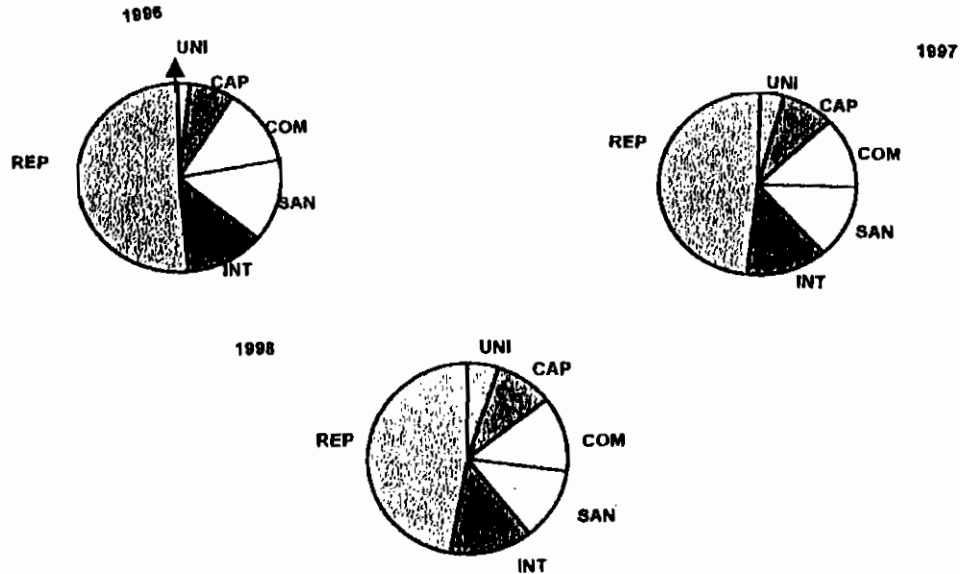
A continuación se presenta un cuadro que resume la concentración de la industria, según esta variable:

Cuadro Número 5,4

Concentración de Mercado de la Industria de AFAP			
% Promedio Mensual de Aportantes			
	% 1 Mayor	% 3 Intermedias	% 2 Menores
Dic. 1996	50,	39,76%	8,89%
Dic. 1997	48,65%	38,98%	12,38%
Jun. 1998	47,25%	38,34%	14,42%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU y del BPS

Gráfico Número 5,2
Participación de Mercado de Aportantes
(% DEL TOTAL DEL SISTEMA)



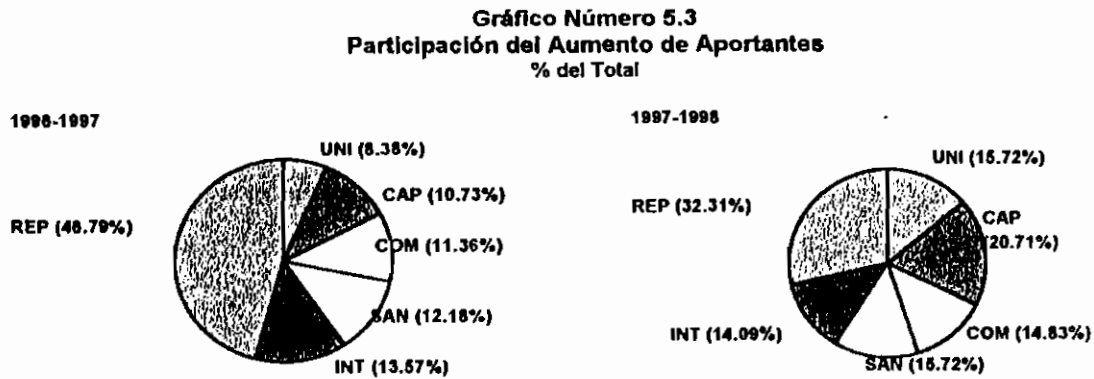
Fuente: Gráfico Número 4.2

De los cuadros previos, se desprende que la industria esta aún mas concentrada en los aportantes que en los afiliados y al igual que en el caso anterior, ha habido bastante estabilidad en las participaciones mantenidas por todas las AFAPs en el total de aportantes promedio mensuales.

Las firmas que más han crecido son las empresas pequeñas (Unión y Capital), mientras que las que han reducido su participación de mercado en el promedio mensual de aportantes son las que en 1996 tenían mayor número de aportantes, República y Santander AFAP.

Para apreciar el desenvolvimiento de cada AFAP deben considerarse las variaciones en el número de aportantes promedio al mes, las cuales se mostraron en el Gráfico Núm. 4,3. Se recuerda que toda las AFAPs han aumentado su promedio mensual de aportantes, lo cual no necesariamente significa un aumento en la participación de mercado.

Una forma de captar lo anterior se desprende del Gráfico Núm. 5,3. Se muestra el porcentaje de cada AFAP en el aumento total de aportantes mensuales entre 1996 y 1997, y entre 1997 y 1998.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU y del BPS.

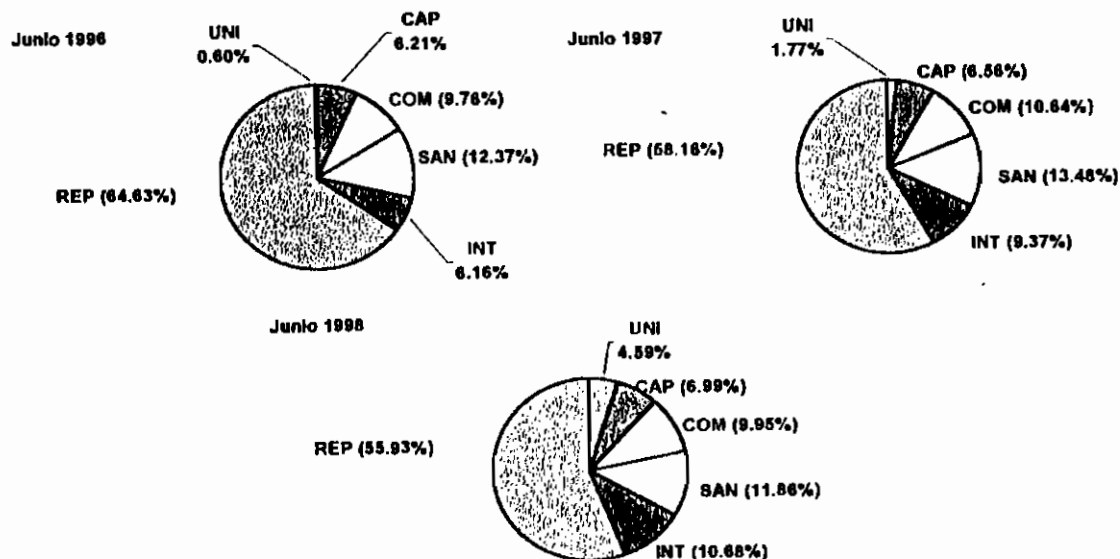
Se observa del gráfico que las AFAPs que tuvieron mayor participación en el aumento del promedio mensual de aportantes no fueron las que más crecieron. Esto se explica por las diferencias en las participaciones de mercado de cada AFAP.

A modo de ejemplo, se podría decir que República ha sido la de mayor porcentaje en el aumento del promedio mensual de aportantes, sin embargo, ha sido la que ha perdido mayor participación de mercado en comparación a las demás empresas. En el caso contrario Unión y Capital AFAP fueron en 1997, las de menor participación en el aumento del promedio mensual, sin embargo, fueron las empresas que más crecieron.

Como resumen de lo anterior puede decirse que la concentración de esta industria es excesivamente alta, y por las tendencias de los tres períodos considerados, parecería ser que se necesitarían varios años más para lograr un menor grado de concentración. Si bien ha habido variaciones en las participaciones de mercado, a favor de las empresas más pequeñas, éstas han sido muy leves.

Para terminar el análisis de las participaciones de mercado, se muestra en el Gráfico Núm. 5,4, el porcentaje de mercado de cada AFAP según el tamaño del Fondo de Ahorro Previsional que administra. Se consideraron los datos en los meses de diciembre de 1996 y de 1997 y junio de 1998. Estos datos se presentaron en el Gráfico Núm. 4,10.

Gráfico Número 5.4
Participación de Mercado Fondo de Pensiones
(% DEL TOTAL DEL SISTEMA)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se observa que la concentración de la industria medida según el fondo de ahorro previsional es aún mayor que en los casos del número de afiliados o de aportantes, vistos anteriormente. Un resumen de los datos, análogo a los anteriores, es el siguiente:

Cuadro Número 5,5

Concentración de Mercado de la Industria de AFAP % del Total de los Fondos de Ahorro Previsional			
	% 1 Mayor	% 3 Intermedias	% 2 Menores
Dic. 1996	66,56%	36,50%	6,94%
Dic. 1997	58,10%	33,57%	8,33%
Jun. 1998	55,93%	32,49%	11,58%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU y del BPS

Como se ha mencionado, el fondo es una variable de resultado, de manera que su concentración depende de muchos factores entre los que se encuentran, la distribución de los aportantes y del fondo promedio de ellos en las respectivas AFAPs.

En el cuadro se aprecia que el porcentaje de la AFAP de mayor tamaño, ha bajado en las fechas analizadas, aunque sigue representando más de la mitad del mercado. Esta baja ha sido compensada con el aumento en la participación de las dos AFAPs de menor tamaño.

Si bien ha habido cambios en la participación del FAP, la concentración de éste se ha mantenido estable durante todo el período analizado. El aumento en el porcentaje de las AFAPs más pequeñas indicaría en cierta medida, el mayor grado de competencia que se ha dado en la

Las tres AFAPs de tamaño intermedio han mantenido su participación de mercado aunque han habido ligeros cambios al interior de ellas.

A nivel de las empresas individuales, se destacan las sostenidas alzas de Unión y Capital y en menor grado, Integración. Por el contrario, Santander muestra una baja permanente en su participación de mercado.

Si bien se han estudiado numerosos atributos de los afiliados del sistema sobre los cuales podrían calcularse las participaciones de mercado de cada AFAP, se estima que ello sería redundante considerando la información entregada en el Capítulo IV, puesto que en los gráficos de dicho capítulo se muestra la situación de cada AFAP y la del total del sistema.

5,3,2 El Grado de Diferenciación Física o Subjetiva del Producto

La mayoría de las industrias modernas, dentro de las cuales encontramos los Fondos de Pensión, presentan la característica de ofrecer una amplia gama de productos similares pero no idénticos, destinados a satisfacer las necesidades de consumidores heterogéneos. Los productores intentan ofrecer bienes con características distintas a los de sus competidores, buscando de esta forma captar segmentos específicos integrados por aquellos consumidores para los cuales dicha combinación de características reporta la mayor utilidad. Esto se conoce como diferenciación horizontal.

Se dice que existe diferenciación vertical cuando frente a dos productos que tienen el mismo precio todos los consumidores optan por el mismo. La idea es que no hay un problema de preferencias subjetivas sino que uno de ellos tiene características objetivamente superiores.

Basados en el nuevo enfoque de la teoría de la demanda originado en los trabajos de Kevin Lancaster (1966), los productos se ven como tecnologías que satisfacen determinadas necesidades de los consumidores, las cuales se materializan en características que integran la estructura de preferencias. Es decir, los productos son vistos como canastas de características, y dependiendo de la composición de la misma, ésta se acercará más o menos al ideal de cada consumidor.

Siguiendo este razonamiento podemos ubicar a los distintos productos en un espacio multidimensional (con tantas dimensiones como características relevantes), y a cada consumidor en su "dirección" óptima⁵. En este contexto cada uno adquirirá el producto que le represente el

menor costo total, dado por el precio del mismo y por el "costo de transporte".

Este último vendría a ser la desutilidad en que incurre el consumidor por no adquirir su producto ideal. Cuanto más distante esté un producto cualquiera de dicho ideal, más "costoso" le resultará. Este enfoque es sumamente amplio y permite considerar a distintas tecnologías en un mismo terreno, con la posibilidad de que productos morfológicamente distintos sean sustitutos más cercanos entre sí que con otros de su mismo tipo. También permite ilustrar la idea de segmentos de mercado entendidos como grupos de consumidores que tienen por determinadas razones gustos cercanos entre sí⁶.

Volviendo al caso de los fondos de pensiones, estos, a diferencia de otros fondos de inversión, se caracterizan por estar orientados a lograr un objetivo de inversión determinado. Este es, la posibilidad de que el trabajador abandone el mercado laboral con capital suficiente a modo de financiar su retiro.

El hecho de que estos fondos tengan objetivos comunes, nada dice sobre a cuál gestora se demandará la administración del fondo o qué grado de sustituibilidad existe entre el fondo que maneja una empresa y el de otra. Evidentemente, ningún consumidor del mundo real demanda "menores costos de información" o "menores costos de transacción", sino que esto último simplemente le hace más conveniente la adquisición del producto. Relacionando esto con lo dicho en el párrafo anterior, estas últimas variables integrarían el precio⁷, pero nos resta el componente de "costo de transporte" que hace referencia a distancias psicológicas determinadas por los diferentes gustos. En otras palabras debemos indagar en las características relevantes para los consumidores, las variables que integran la función de utilidad.

A priori se sugiere que las variables que integrarían esta función de utilidad podrían ser, la rentabilidad pasada del fondo, la cuantía de la comisión por administración, la familia a la que pertenece el fondo, la disponibilidad de servicios, la recomendación de un conocido y la claridad de los estados contables, entre otros. Muchos de estos elementos se refieren a aspectos de diferenciación vertical, los cuales se verán más adelante.

El fondo de pensión al igual que cualquier producto en una industria va acompañado de una serie de servicios conexos que buscan aumentar el valor agregado⁸ para el consumidor al hacer más conveniente o satisfactorio el producto. Técnicamente, aumentan la disposición a pagar. Estos servicios abarcan un grupo de beneficios que generalmente ofrece la empresa. Pueden ir desde servicios estrictamente operacionales, como ser la posibilidad de obtener información telefónicamente, o la periodicidad de los informes, hasta los más superfluos, como puede ser el tipo de instalaciones comerciales.

En lo referente a servicios conexos, existe lugar para diferentes calidades, pero también existe un aspecto de diferenciación horizontal en la medida en que algunos servicios pueden ser desarrollados más agresivamente en desmedro de otros, en función del público meta. Por ejemplo si una AFAP apunta a un segmento compuesto por individuos con alto grado de formación y buen entendimiento de los mercados financieros, probablemente no requiera de tanto tiempo de asesoramiento, pero si deba proveer de unos muy completos y relativamente sofisticados informes.

A nivel de la industria de los fondos de pensiones se podrían identificar dos posibles fuentes de diferenciación vertical: una derivada de la calidad o respaldo de la institución que gestiona el fondo y otra, de la gestión propiamente dicha.

El primer punto es sumamente importante y se relaciona con el riesgo institucional que representa la empresa a los ojos de los trabajadores. En el medio uruguayo esto es muy valorado y se trata de un factor que los trabajadores uruguayos tienen muy en cuenta a la hora de decidir dónde colocar el dinero que financiará su jubilación. En este sentido República AFAP posee una ventaja evidente sobre sus competidores, y de hecho llegó a concentrar más de la mitad del mercado (aportantes y FAP) en los inicios de operación del nuevo sistema previsional.

La otra fuente de diferenciación vertical que mencionamos es la calidad de la gestión del portafolio, que depende tanto del *portfolio manager* como de la infraestructura de respaldo que este posea.

Durante décadas, la investigación sugirió que un *performance* superior en la gestión era impredecible. En cualquier año había quienes le ganaban al mercado y al resto de sus colegas, pero a la larga no existían ganadores. La competencia entre analistas aseguraría que toda la información existente se incorporase a los precios y que sólo la nueva podría modificarlos, claro que en forma aleatoria ya que la nueva información es por definición desconocida e imprevisible.

Desde la óptica de los afiliados, los servicios que otorgan las diversas AFAPs son muy similares entre sí, por lo que las principales diferencias objetivas de "calidad" que debieran percibir un trabajador y las cuales debiera considerar para elegir su AFAP, son el monto de las comisiones y la rentabilidad neta de comisiones de los fondos.

En sus inicios, el mercado laboral uruguayo no tuvo las opciones necesarias para poder elegir dónde colocar el dinero que financiaría su jubilación, en función de las rentabilidades pasadas obtenidas por las distintas administradoras de fondos de ahorro previsional, por varias razones:

- 1) La aparición de empresas privadas "nuevas" a cargo de la seguridad social y la obligatoriedad de un segmento del mercado laboral a afiliarse a las mismas antes de un periodo fijado por el gobierno. Este segmento representa el 20% de los afiliados hoy al sistema.

- 2) Al ser entidades nuevas, no presentan rentabilidades que permitan ser tomadas en cuenta a la hora de decidir donde colocar el dinero. El dinero que éstas reciben, y del cual se espera obtener una rentabilidad, constituye el aporte de los uruguayos a las mismas y como se dijo con anterioridad, un segmento del mercado laboral uruguayo estuvo obligado a realizar dicho aporte⁹.
- 3) Por ultimo, otra razón que impidió a los uruguayos decidir dónde colocar su dinero basándose en el rendimiento obtenido por las inversiones realizadas por las distintas administradoras, fue la propia ley que regula a estas últimas. La ley estableció que las rentabilidades de las distintas administradoras se publicarían después del primer año de funcionamiento del sistema, cuando ya casi el 90% de los actuales afiliados al sistema a junio de 1998, habían hecho su elección.

Sin embargo, dado lo regulado que es el procedimiento de inversiones de los FAPs, las diferencias en los retornos obtenidos, hasta ahora, por las distintas AFAPs no han sido muy significativas. De acuerdo a lo señalado anteriormente, no les ha sido posible diferenciarse por las rentabilidades históricas de los fondos, por lo que las AFAPs han usado en forma tenue y esporádica este argumento y por supuesto, cuando les ha resultado favorable.

Por tanto, las AFAPs, en sus significativos esfuerzos por diferenciarse, ya sea para fortalecer su posición individual como para crear mayores barreras de entrada a la industria, no han usado los argumentos objetivos, sino otros de tipo subjetivo, los cuales son difundidos principalmente a través de la publicidad.

Otro esfuerzo por diferenciarse ha sido una mayor o menor información complementaria que envían a sus afiliados y un contacto directo mas o menos frecuente, que se logra en los locales de las AFAPs, junto a las visitas de los vendedores.

Para comprender mejor el grado de diferenciación subjetiva que perciben los aportantes sería necesario hacer un estudio especial del tema que incluya una encuesta a una muestra representativa de afiliados, lo que obviamente escapa al alcance de este trabajo. Por lo tanto se mencionarán sólo algunos aspectos de este tópico.

Un primer tipo de diferenciación fue la introducción y el posterior mantenimiento o manutención de las marcas de cada AFAP, para lo cual se hicieron gigantescas campañas publicitarias en un mercado que, en un principio, no las tenía y creció rápidamente.

Para estos efectos, casi todas las AFAPs han apelado a sentimientos y valores importantes para las personas, como la solidaridad, la responsabilidad, la familia, la seguridad y la confianza.

Después del periodo inicial se ha recurrido a diferenciaciones de distinta naturaleza, asociando por ejemplo la AFAP a causas culturales, de beneficencia, deportivas, o en general a actividades que la sociedad aprecia como positivas.

Otro tipo de diferenciación se refiere a la calidad y rapidez de la información entregada, para lo cual algunas AFAPs se han dotado de sofisticados equipos informáticos, aprovechados con fines de difusión publicitarios. Algunas han usado el prestigio y solvencia de sus accionistas.

En todo caso, hay que tener en cuenta que esta estrategia de diferenciación se encuentra inserta en una estrategia comercial general de las AFAPs que incluye además de la publicidad, la fuerza de venta y los locales. Esto es comentado más adelante.

Debe mencionarse que por los volúmenes involucrados en financiar campañas masivas de publicidad, esta estrategia está reservada a las firmas más grandes o a aquellas que quieran tomar una actitud agresiva y que tengan el respaldo económico adecuado. No todas las AFAPs han invertido iguales montos en publicidad, como el caso de Integración que ha utilizado este medio en forma más reducida.

Se debe notar que si bien es posible que ya exista diferenciación aparente en las preferencias de los afiliados, no obstante los pocos años de operación del mercado, esta diferenciación tiene muy poca base en elementos medibles y objetivos referentes a la "calidad" de los servicios.

En este sentido, se debe agregar que para los afiliados, el principal parámetro de calidad de este servicio es, en definitiva, la obtención de una pensión lo más alta posible, y no elementos como los mencionados anteriormente que, en general, sólo elevan los costos del sistema y por lo tanto, implican menores pensiones o menores ingresos líquidos para los propios aportantes.

5,3,3 Barreras de Entrada

Un factor importante que afecta la concentración de la industria es la existencia de barreras a la entrada de nuevos competidores. En este mercado, las principales barreras de entrada, de carácter formal, son los requisitos de capital mínimo para formar una AFAP, que en la actualidad es de U.R. 60.000, y el constituir un Encaje o Reserva Especial equivalente a un mínimo de U.R. 12.000 o al 2% del FAP respectivo, deducidas las inversiones en valores emitidos por el Estado uruguayo. Es obvio que en la medida que el Fondo crezca, la Reserva Especial deberá aumentar también, por lo que esta barrera será, de mantenerse la normativa actual, cada día mas importante.

Para ilustrar la magnitud relativa de este patrimonio exigido, se muestra a continuación el Patrimonio Neto de las AFAPs, que excluye los activos intangibles, al 30 de junio de 1998. Como

se recordara, los activos intangibles se terminarían de amortizar en los años próximos, por lo que a junio quedaban montos relativamente elevados pendientes de castigo. En el cuadro se incluye además, el monto de los activos intangibles a esa fecha y el patrimonio contable.

Cuadro Número 5,6

Patrimonio de las AFAPs al 30 de junio de 1998 (En U.R.)			
AFAP	Pat. Neto	Act. Intang.	Pat. Contable
Capital	83.174	58.733	141.907
Comercial	72.608	53.171	125.779
Integración	65.964	88.643	154.607
República	335.641	48.222	383.863
Santander	86.366	2.329	88.695
Unión	67.650	61.766	129.416
Sistema	711.403	312.864	1.024.267

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

En el cuadro se observa que hay varias AFAPs con patrimonio neto levemente superior al mínimo, por lo que podría pensarse que los accionistas no se sienten estimulados a aumentar su capital invertido, ya que las empresas que están en esta situación son justamente aquellas que han tenido peores resultados.

Después de analizar los gráficos de las participaciones de mercado, es fácil concluir que un obstáculo importante para un empresario que quisiera entrar a esta industria es la gran concentración que existe. Como se vio, esta concentración es aún mayor en cuanto a la magnitud del Fondo que maneja cada empresa y al número de aportantes.

Una prueba de la relevancia de esta barrera es el hecho que las AFAPs más pequeñas no han conseguido cambiar esta situación, y no han logrado romper la tendencia hacia una mayor concentración, a pesar de que, evidentemente, les convendría hacerlo.

Esta lealtad de los aportantes se sostiene principalmente por la diferenciación subjetiva de las distintas marcas, la que se logra mediante una fuerte publicidad y una activa gestión de la fuerza de venta. Este fenómeno también afecta a las empresas existentes en la actualidad por lo que se podría hablar además, de fuertes barreras a la movilidad dentro de la industria. Lo importante de destacar es que esta sí es una barrera de entrada y dado que esta situación se ha mantenido en los dos años analizados, se concluye que la barrera es tan alta que no ha podido ser sobrepasada.

Desde el punto de vista de un potencial competidor, este elemento es un escollo casi insalvable porque para competir con las AFAPs requeriría invertir una cantidad apreciable de dinero en la contratación de una fuerza de venta que logre trasladar a los eportantes de más altos ingresos a su AFAP. Debe recordarse que los afiliados que ingresan al mercado son, en general, de bajas rentas, es decir, poco atractivos para las AFAPs. Así, la tarea de conseguir una cartera adecuada

es doblemente mas difícil porque requiere trasladar personas y no solo la incorporación de los nuevos afiliados.

Simultáneo a lo anterior, debería destinar cuantiosos recursos en publicidad para introducir la marca y lograr la imagen deseada. Por lo cual, querer ingresar a este mercado significaría incurrir en elevadas inversiones, con retornos sumamente inciertos, que dependen de la "calidad" relativa de los vendedores respecto de los vendedores de las otras AFAPs, y del "éxito" de la estrategia de marketing.

Se debe mencionar que no se dispone de buena información de los traspasos de afiliados, pero lo probable es que una parte importante de estos cambios, en especial los de aportantes de altos ingresos, sólo muestren la competencia que hay entre vendedores. En principio, esta labor de los vendedores podría considerarse como beneficiosa para la competitividad del sistema, sin embargo, se ha transformado en definitiva, en un "juego de suma cero", verificado por la estabilidad de las participaciones de mercado de cada AFAP. Además, este es un juego de costos no despreciables para el sistema.

Adicionalmente, es posible mencionar otros factores de importancia que dificultan el ingreso de un competidor a la industria de las AFAPs, entre ellos: la experiencia alcanzada por las empresas del mercado; la tecnología necesaria para operar en la industria a nivel competitivo; el lento crecimiento del sector y finalmente, la reacción esperada de los actuales competidores ante un nuevo entrante, referida principalmente a la contratación de una mayor fuerza de ventas para contrarrestar la entrada del nuevo competidor.

⁶ / Por dirección optima se entiende aquella combinación de características que maximiza la utilidad del consumidor. La palabra dirección se debe a que el modelo original de diferenciación horizontal de Hotelling analizaba la competencia de dos oferentes que estaban ubicados en distintas direcciones a lo largo de una calle. Debido a que mas tarde se reinterpretó dicho modelo en base a la teoría de Lancaster, y a las localizaciones geográficas de Hotelling como coordenadas de características de los productos en un espacio, se denominó a este tipo de modelos como "modelos de direcciones" (address models).

⁶ /La teoría económica no indaga en las razones que dan lugar a este tipo de cercanías en los gustos, esto es mas bien campo de estudio de la Sociología, la Psicología y el Marketing.

⁷ /La mayoría de los costos de transacción y de información los incurre la empresa que luego cobra una comisión, la cual constituye el verdadero precio que pagan los afiliados. Sin embargo, si el valor (dado por los gustos) es inferior al costo, el producto no se adquirirá.

⁸ /Al hablar de valor agregado nos referimos a la función de utilidad antes mencionada.

⁹ /Si bien es cierto que la gran mayoría de los afiliados a las AFAPs, a comienzos del funcionamiento de las mismas, lo hicieron voluntariamente, también es cierto que todos ellos al igual que los que tenían obligatoriedad, colocaron sus fondos en entidades que a la fecha de hacerlo, eran "desconocidas"

5,4 Conducta del Mercado

5,4,1 Políticas de Precios

Para estudiar este tema habría que considerarlo desde dos puntos de vista: uno, de acuerdo al precio que perciben los afiliados que deben pagar a las AFAPs y otro, de acuerdo al ingreso efectivo que reciben las Administradoras de sus clientes. Por ejemplo, el trabajador considera como costo la prima de seguro, pero la Administradora sólo retiene la comisión por administración.

El precio que percibe el afiliado depende de la información que tenga, la cual está muy influida por las campañas publicitarias que hacen las AFAPs.

Por lo tanto, un trabajador "poco informado" considerará que la única diferencia entre las AFAPs, es el porcentaje de la comisión de administración, y no considerará la prima de seguro que éstas cobran para cubrir el seguro de invalidez y fallecimiento.

De acuerdo con el criterio anterior, ciertamente erróneo, los precios de las diversas AFAPs para los afiliados podrían clasificarse de la siguiente manera en los tres períodos analizados:

Cuadro Número 5,7
AFAP según Comisión de Administración Cobrada
% del Ingreso Imponible

Rangos	1996	1997	1998
1,60% - 1,80%	UNI	UNI	
1,81% - 2,00%	COM - REP	COM - REP	COM - REP - UNI
2,01% - 2,20%	CAP	CAP - INT	CAP - INT
2,21% - 2,40%	INT - SAN	SAN	SAN

Fuente: Gráfico Número 4,34

Tal como se aprecia en el Cuadro y en el Gráfico del Capítulo IV, la AFAP más pequeña del mercado ha estado siempre en el tramo inferior de tasas cobradas. Si bien ésta es la única firma que ha cobrado comisión fija a sus aportantes, ha perdido su importancia relativa en el total de las comisiones por administración. Por lo tanto, esta diferencia no afectaría en mayor medida los resultados.

Dada la estabilidad observada en este parámetro, todas las AFAPs se han mantenido en el mismo rango durante los tres períodos analizados. La única excepción fue Integración, la cual en 1997 pasó al mayor de los rangos intermedios. Si bien algunas firmas han reducido la tasa porcentual que cobran a los afiliados, estas reducciones han sido en general, muy pequeñas. Las tasas cobradas por todas las Administradoras han sido muy similares, ubicándose Santander AFAP siempre en el tramo superior.

Un trabajador debidamente enterado de la operación del sistema, considerará, además de la comisión de administración, el monto de la prima de seguro que la AFAP tiene que pagar a la empresa aseguradora para cubrir el seguro de invalidez y fallecimiento.

En el cuadro siguiente se presenta un resumen de las comisiones cobradas por las AFAPs por este concepto en los tres periodos, agrupadas por rangos de valores.

Cuadro Número 5,8

AFAP según Prima de Seguro Cobrada % del ingreso Imponible			
Rangos	1996	1997	1998
0,50% - 0,60%			CAP - COM - SAN - REP
0,61% - 0,70%			UNI - INT
0,71% - 0,80%		CAP - COM - SAN - INT - REP	
0,81% - 0,90%	UNI - CAP - INT - REP	UNI	
0,91% - 1,00%			
1,01% - 2,00%	COM - SAN		

Fuente: Gráfico Número 4,37

Se observa en el cuadro, que el conjunto de las AFAPs se ha acercado a las tarifas de República. A diferencia del caso anterior, ninguna AFAP se ha mantenido en un mismo rango durante todo el período.

En 1998, todas las AFAPs se encontraban en los dos tramos de menor nivel, pero en ciertos casos las diferencias entre los valores de AFAP que están en distintos tramos son menores a las de AFAP que se ubican en una misma categoría. A modo de ejemplo se podría decir que la diferencia entre Santander y Comercial, ubicadas en un mismo rango, son mayores a la de Santander y Unión, ubicadas en rangos diferentes.

A continuación se presentan las comisiones totales que han pagado los afiliados a las diversas AFAPs. Esto es, la comisión por administración y la prima de seguro, ambas descontadas del aporte jubilatorio y expresadas como porcentaje de las asignaciones computables imponibles.

Cuadro Número 5,9

AFAP según Comisión Total Cobrada (% del Ingreso Imponible)			
Rangos	1996	1997	1998
2,40% - 2,60%	UNI	UNI	UNI - COM - REP
2,61% - 2,80%		REP - COM	CAP
2,81% - 3,00%	REP - COM	CAP - INT	SAN - INT
3,01% - 3,40%	INT - CAP - SAN	SAN	

Fuente: Gráfico Número 4,38

Tal como se comentó en el capítulo anterior, ninguna AFAP ha cobrado las mismas tarifas totales en los tres periodos, no obstante haberse mantenido en el mismo rango al pasar de un período al

siguiente. Tal es el caso de Integración AFAP, la cual se mantuvo en el mismo rango en 1997 y 1998, a pesar de la reducción experimentada en la tarifa total cobrada.

Santander e Integración AFAP se encontraban en el tramo superior correspondiente al período de 1998, mientras que las restantes firmas se encontraban en los dos tramos inferiores.

Al igual que en el caso de la prima de seguro, debe tenerse en cuenta el comentario anterior en el sentido de que la definición de los tramos no asegura que exista una diferencia mínima entre las AFAPs de un mismo tramo.

De los datos anteriores, se puede apreciar que el precio se paga a través de una sola vía, el porcentaje que se le descuenta al afiliado del aporte jubilatorio, el cual ha sido establecido como una tasa porcentual sobre las asignaciones computables imponibles, por parte de todas las AFAPs. Por lo anterior puede decirse que la actual estructura tarifaria es capaz de comunicar en forma clara el precio que cobran las empresas del mercado.

Por otra parte, el precio final es diferente para cada trabajador puesto que el ingreso imponible es un parámetro individual, siendo ésta, la base de las tarifas diferenciadas a que se ha hecho mención anteriormente.

5,4,2 Cooperación entre las AFAPs

Dado el alcance de este trabajo, no se pretende identificar ni demostrar la existencia de colusiones o acuerdos entre dos o más firmas del sector, puesto que ello requeriría una vasta investigación de variados hechos puntuales. Pero se estima que en este mercado se dan muchas condiciones que incentivan a las empresas a cooperar en forma implícita o sin necesidad de acuerdos explícitos.

Como se dijo antes, en los oligopolios reales las firmas son mutuamente dependientes y por lo tanto, los resultados de sus acciones afectan a sus rivales y a la industria en su conjunto. Estos efectos pueden provocar sucesivas respuestas por parte de los rivales, con lo que se puede llegar en última instancia a mejorar o a empeorar las condiciones iniciales de la industria y de cada una de las firmas en particular.

Por lo tanto, al haber pocos vendedores en la industria de las AFAPs, es casi seguro que las firmas reconocen su interdependencia y lo más probable es que no tomen iniciativas que perjudiquen a la industria, porque en ese caso ellos también saldrían perdiendo.

Además, en este mercado existe muy buena información de los rivales con la que las empresas pueden estimar con bastante precisión el efecto de eventuales estrategias agresivas para ellas y

para las demás. De esta manera resulta más fácil buscar una política que beneficie al conjunto.

Otro elemento que apunta en la misma dirección se refiere a que en las AFAPs existe una rivalidad permanente entre las firmas. Esta es sumamente débil en lo referente a precios y consecuentemente en los costos de las empresas y a la vez, intensa en cuanto a campañas publicitarias, gestión de los vendedores y otros elementos de marketing.

Esta intensidad en las campañas publicitarias se debe a que los participantes se ven presionados para emprender estas estrategias o porque vislumbran posibilidades de mejorar su situación a través de ellas.

En la industria de las AFAPs existe una empresa que es líder del mercado, tanto en tamaño como en la calidad de su cartera de afiliados, contra la cual prácticamente no existen instrumentos que las demás empresas puedan usar para combatir y mejorar su posición relativa.

Debe tenerse en cuenta que es poco probable que un exceso de actividad de marketing sea provechoso para la industria en su conjunto, porque en la previsión la demanda es obligatoria para todos los trabajadores que realicen cualquier actividad amparada por el BPS. Es decir, en teoría sería imposible ampliar esta demanda a nivel total del mercado.

Los textos indican que cuando no hay situaciones nuevas y la demanda es estable o predecible, como en este caso, se dan incentivos para maximizar las utilidades del conjunto. Por lo tanto, al ser las mismas firmas las que compiten en este mercado, existe la oportunidad de aprender a cooperar y llegar a confiar en el rival.

Por ejemplo, las guerras de precios son generalmente inestables y a menudo dejan peor a la industria como un todo, desde el punto de vista de la rentabilidad, a no ser que la elasticidad de la demanda sea lo suficientemente alta. En cambio, fuertes campañas publicitarias pueden expandir la demanda o aumentar la diferenciación de los productos, lo que puede beneficiar a todas las firmas.

Un argumento disuasivo de acciones agresivas es que las reacciones de los rivales pueden ser lo suficientemente rápidas como para no fomentar estas actitudes, motivadas por eventuales ganancias de corto plazo, porque habría mucho que perder y poco que ganar.

Además, en la industria de las AFAPs se aprecia que los parámetros que influyen en la rivalidad interna de la misma, apuntan a reducir la rivalidad entre las AFAPs y por lo tanto, a "aumentar" la rentabilidad del sector. Entre estos parámetros se encuentran: el pequeño número y la diversidad

de tamaños de las empresas, la existencia de una empresa líder en la industria, la "diferenciación" de productos y bajos costos de salida.

Las pocas dificultades para retirarse de la industria se explican porque se requiere de un nivel relativamente bajo de activos para funcionar y en general hay pocos activos especializados que pudieran ser difíciles de vender. Además, dada la obligación impuesta de mantener un giro exclusivo a las AFAPs, las firmas no pueden diversificarse y tener negocios relacionados que las obligaran a permanecer en actividad. Nótese que la presencia de bajas barreras de salida es un aspecto que contribuye a bajar las barreras de entrada a la actividad.

Las otras características de la industria de las AFAPs responden tanto a las condiciones básicas del mercado como a la gestión de las propias empresas. Por lo tanto, se estima que si se dieran condiciones que incentiven fuertemente a las AFAPs a actuar de manera diferente a la conducta que han exhibido hasta ahora, forzando una mayor eficiencia y competitividad, los atributos de la industria podrían variar radicalmente. Como es obvio, este eventual cambio dependerá de la efectividad de las modificaciones que se lleven a cabo y de la inercia de la situación actual para resistirlas.

Se concluye de los párrafos previos que en las condiciones actuales de esta industria, se dan numerosas condiciones que incentivan o facilitan la cooperación entre las AFAPs, lo que no quiere decir que esto necesariamente ocurre en la práctica, o que no se pudiera dar en circunstancias menos favorables.

Sería necesario examinar la situación particular de cada AFAP y de sus accionistas en relación al resto de las empresas del mercado, para buscar posibles nexos o intereses comunes entre ellos, o quizás, antecedentes respecto de disputas o desavenencias que tomaran menos "amistoso" el ambiente de las AFAPs. Dado que los eventuales hallazgos en esta materia también serían argumentos de tipo circunstancial y no probatorios, y por asimilar que al interior de la industria existen variados elementos que facilitan la cooperación, no se profundizará en este tema.

5,4,3 Estrategias de Producto y Publicidad de las AFAPs

Como ya se ha mencionado, el servicio de administración de fondos previsionales está claramente definido en la ley y es rigurosamente controlado por el BCU. Recuérdese además, que las AFAPs deben tener como giro exclusivo el administrar uno y sólo un Fondo de Pensiones.

Por lo anterior, el servicio es básicamente homogéneo y de acuerdo a lo que se ha mencionado previamente, las empresas han buscado la diferenciación de producto mediante la publicidad (principalmente), y a través de otros elementos de la estrategia comercial.

No se dispone de información que indique si existen o no diferencias objetivas entre las atenciones que las distintas AFAPs brindan a sus afiliados. Para estos efectos se están separando los aspectos relativos a la atención de: los resultados financieros de los FAPs y del mayor o menor ahorro en la cuenta individual. Estos elementos debieran ser los más importantes a ser considerados por los afiliados / aportantes.

Sólo hay intentos aislados de mejorar el servicio, al aumentar la rapidez y calidad de la información a los afiliados mediante equipos mecanizados, pero se podría decir que estas gestiones forman parte más de la estrategia comercial que de un esfuerzo serio y masivo de estas AFAPs por modificar la atención a sus clientes.

En todo caso, se estima que en las condiciones actuales del mercado no se dan los incentivos como para que las AFAPs busquen una diferenciación en base a la atención otorgada. Esto es debido a que normalmente se requieren invertir recursos en eventuales cambios que no siempre son exitosos. Este tipo de innovación requeriría, simultáneamente, que no se descuidaran los otros factores de las estrategias de marketing, como la publicidad y la fuerza de venta.

Al intentar diferenciarse por la calidad del servicio se estaría incurriendo en un costo adicional que probablemente no reeditaría beneficios, porque la publicidad y la fuerza de ventas han mostrado ser instrumentos relativamente eficientes, por lo que es dudoso que una modificación del servicio pudiera aportar en forma significativa a los dos elementos mencionados.

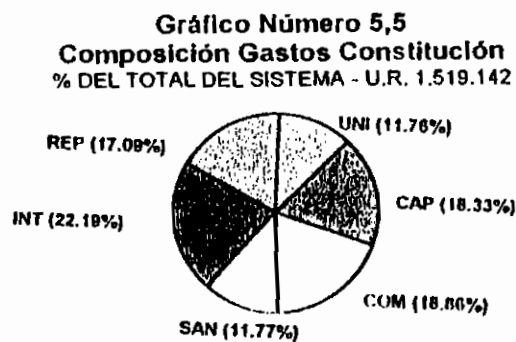
Debe tenerse presente que por el hecho de ser un servicio, los cambios en la atención no son tan fácilmente percibidos y aceptados por los consumidores como en los productos tangibles. Por otra parte, debe recordarse que existe una obligación a aportar y que probablemente muchos de los aportantes la perciban como un impuesto, en especial los más jóvenes, por lo que en general, no se prestaría mayor atención a las AFAPs como para poder apreciar los cambios en la calidad de su servicio. Esto se agudiza si no hay plena comprensión del sistema, que parece ser el caso de muchos afiliados al nuevo régimen previsional.

Respecto de las políticas de publicidad y promoción, éstas se analizarán en dos períodos: el primero se refiere a la situación inicial cuando se creó el sistema, nació la industria, se produjo la incorporación masiva de afiliados a las AFAPs y en un momento en que todas las empresas eran desconocidas. En este período se llevó a cabo la puesta en marcha de las firmas. Una segunda etapa se refiere a la condición posterior (como la actual), en la que las empresas ya tienen una historia y existe una experiencia de la operación del sistema.

En un comienzo, las AFAPs hicieron publicidad masiva para introducir sus marcas y así lograr diferenciarse y captar el mayor porcentaje de mercado posible. Esto fue válido para todas las

firmas de la industria. Además, debieron crear la infraestructura necesaria para poder absorber la afiliación masiva de trabajadores que se incorporó durante esa época.

Para apreciar la estrategia inicial seguida por las distintas empresas, en el Gráfico Núm. 5,5 se muestra la composición de los Gastos de Constitución del sistema en las diversas AFAPs. Estos gastos corresponden a aquellos incurridos en 1996, susceptibles de activarse como intangibles y que se han ido amortizando anualmente.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Los gastos de constitución comprenden dos rubros:

- 1) Gastos Pre-Operativos y de Software: Implementación de una estructura adecuada de funcionamiento.
- 2) Gastos de Lanzamiento: Publicidad y Promotores.

Los dos ítems anteriores corresponden a gastos incurridos al 31 de diciembre de 1996 para todas las AFAPs, excepto para Santander AFAP, la cual incluyó los gastos de publicidad hasta el 31 de julio del mismo año. El plazo de amortización de todas las partidas es de tres años, por lo que ya deberían estar amortizados.

De acuerdo con los antecedentes obtenidos, la mayor parte de estos gastos iniciales activados corresponden a gastos de lanzamiento, los cuales son parte de la estrategia comercial inicial de las AFAPs. Las empresas, más que dotarse de una infraestructura adecuada para operar en forma eficiente, asignaron gran proporción de sus gastos a la gestión de marketing.

Se observa que la AFAP más grande incurrió en menos gastos iniciales, en comparación a otras empresas de menor tamaño. Por lo cual, un porcentaje importante de estos egresos que respondieron a la gestión comercial se podría considerar como evitables desde el punto de vista operacional.

Se observa en el gráfico que la composición del gasto total del sistema entre las distintas empresas es muy distinta a la participación de mercado que algunas de estas tienen. Esto se

puede compararse con los porcentajes de mercado en los afiliados de junio de 1998, que se mostraron en el Gráfico Núm. 5,1.

Destacan las AFAPs Unión, Capital e Integración por el alto nivel de gasto en relación a su tamaño relativo en 1998. En el caso inverso puede mencionarse República, que siendo la AFAP más grande, fue la que gastó una proporción menor a la participación de mercado de los afiliados que posee a junio de 1998.

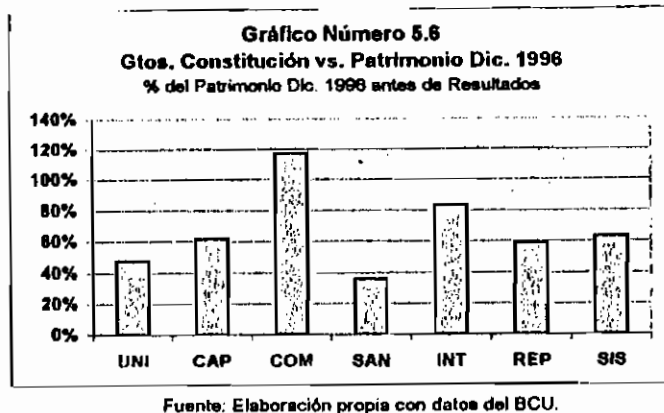
Si bien Santander AFAP tiene un nivel de gasto menor en relación a su tamaño en junio de 1998, hay que tener en cuenta que una proporción de los gastos aquí presentados corresponde sólo a los gastos incurridos hasta el 31 de julio de 1996, lo cual se mencionó anteriormente.

Como es de suponer, estos gastos pueden considerarse como una inversión que al momento de hacerse, se ignoraban los resultados que podrían conseguirse de ella. Son justamente estos resultados los que muestran las diferencias entre los gastos y las participaciones de mercado, puesto que las firmas con mayor éxito relativo gastaron en proporción menor y obtuvieron más, mientras que las que tuvieron peor éxito se encuentran en una situación contraria.

Es importante notar que, si bien estos gráficos ilustran respecto del relativo éxito o fracaso de las estrategias comerciales iniciales de las distintas AFAPs, es necesario considerar otros numerosos aspectos que inciden en este tema, por ejemplo, habría que analizar no sólo el tamaño de la cartera de afiliados sino también la calidad de la misma. Además, este análisis no considera los gastos "normales" del período inicial que obviamente deberían sumarse a los gastos activados. También es discutible el momento en el que se mide el resultado de las AFAPs, porque podría argumentarse que 1998 estaba ya demasiado influido por el funcionamiento del año y medio anterior, aunque tampoco puede afirmarse que el efecto de los gastos de puesta en marcha duró sólo hasta diciembre de 1996.

No corresponde en este trabajo un análisis detallado de este tema por lo que no se profundizará en su estudio. Sin embargo, se considera que un examen acabado de lo que ha sucedido en los inicios del nuevo sistema previsional puede aportar valiosos antecedentes para el diseño e implementación de otros esquemas masivos y nuevos, que se decidiera entregar a la competencia de organismos privados.

Tal como se indica en el gráfico, los gastos de constitución del sistema fueron de U.R. 1.519.142. Para apreciar la magnitud de este volumen de recursos, se muestran en el Gráfico Núm. 5,6, los gastos activados en función del patrimonio contable antes de beneficios a diciembre de 1996. Los gastos se expresan en porcentaje del patrimonio contable.



En promedio, el sistema destinó alrededor de un 63% del capital aportado al negocio en estos rubros de inversiones.

Este gráfico muestra claramente la gran intensidad de la campaña inicial porque no parece razonable destinar más del 60% del capital a la estrategia comercial de una empresa. Debe considerarse además que todas las empresas tuvieron pérdidas en ese año, por lo que su patrimonio es aún menor.

Se puede inferir de los gráficos que ciertamente hubo algún exceso de gastos en la puesta en marcha del sistema al constatarse entre las distintas AFAPs grandes diferencias en gastos por dicho concepto. Se está suponiendo implícitamente que todas las empresas activaron el máximo de egresos posibles ante la perspectiva de probables pérdidas.

Por otra parte, puede pensarse que a la AFAP República le bastó sólo un 17% del total invertido para conseguir alrededor de un 37% del mercado, lo que indica que las demás AFAPs podrían haber gastado menos para los resultados que lograron luego.

Vale la pena agregar que los gastos de constitución respondieron a las expectativas de las AFAPs en ese momento y a las posibilidades económicas de sus accionistas, entre otras variables. Por lo tanto, debe recordarse que en ese período ambos factores se veían como muy favorables, lo que sin duda debe haber inducido a un entusiasmo algo exagerado entre los empresarios del sector.

Sin embargo, desde el punto de vista de los aportantes y del sistema en general, un exceso de gasto es obviamente negativo porque se traduce, en definitiva, en mayores tarifas a los aportantes, y por ende, en menores ahorros en el FAP. Da la impresión que la introducción de un cambio tan estructural y rápido como el de la previsión podría haber "forzado" a las AFAPs a invertir en exceso para aprovechar la oportunidad de tener una presencia significativa en este sector.

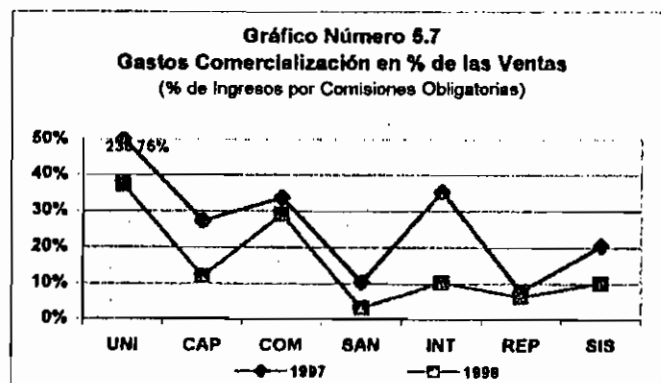
Para dar una idea del costo de puesta en marcha del sistema para los aportantes, se puede comparar el total gastado en este concepto con las recaudaciones mensuales de las AFAPs analizadas en el Capítulo III. El promedio mensual recaudado de junio a diciembre de 1996 fue algo superior a las 550 mil U.R. Es decir, los gastos de puesta en marcha fueron un 173% más altos que la recaudación total de un mes en ese año, o, equivalentemente, llegaron a 2,73 meses de aportaciones de 1996. Esto podría interpretarse como que los aportantes del sistema hubieran destinado un 41% de su sueldo, por una sola vez, para financiar la puesta en marcha. En todo caso, habría que analizar la proporción del sueldo o del aporte jubilatorio que va a la AFAP, los gastos de puesta en marcha incurridos en cada mes¹⁰ y la magnitud del "exceso" gastado en el inicio del sistema - si lo hay - que sería el costo evitable para los aportantes y no el total como se hizo en este cálculo ilustrativo.

Además hay que considerar que el sector en su conjunto, ha obtenido pérdidas por lo que no sólo los aportantes han tenido que financiar estos gastos, sino también los accionistas.

Para estudiar las actuales estrategias de marketing de las AFAPs se analizarán los elementos que, se supone, son los principales y de los cuales se tiene información. Estos son los gastos de comercialización, antecedentes respecto de los vendedores y de la dotación de locales.

Una revisión detallada de las políticas comerciales de las firmas es una labor que escapa a las posibilidades de este trabajo, pero el nivel de información que se tiene se considera adecuado para los objetivos propuestos.

En el Gráfico Núm. 5,7 se muestran los gastos de comercialización de las AFAPs expresados como porcentaje de los ingresos operacionales, es decir, los ingresos que provienen de las comisiones. Se incluyen los valores de todas las empresas y para el promedio del sistema en el año 1997 y 1998, tomando lo observado en el primer semestre para el último caso.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Para el sistema en su conjunto, los costos de comercialización han representado las siguientes proporciones de las ventas, considerando para estos efectos los ingresos por comisiones:

1997: 20,37%.

1998: 10,11% (10,26% de diferencia con 1997).

Como se aprecia en el gráfico, todas las AFAPs han reducido sus gastos porcentuales por este concepto. En ambos períodos se destaca la AFAP Unión por su alto valor en relación a las demás empresas. En 1997 el valor alcanzado por ésta fue de 239%, no pudiendo así cubrir sus gastos de comercialización con los ingresos operacionales obtenidos.

Se ve que existe gran dispersión de las cifras en torno a los respectivos promedios, lo que sin duda se debe a la estrategia y situación particulares de cada AFAP. Si bien ha habido una gran reducción en todas las AFAPs, la dispersión sigue siendo alta.

Debe tenerse en cuenta que al ser este indicador un cociente entre dos conceptos, el resultado depende tanto del nivel de gastos como del nivel de ventas. Parecería ser que las diferencias observadas en los ingresos son más importantes en comparación a las observadas en los costos por comercialización.

La variación (-) experimentada por los egresos ha sido muy superior a la de los ingresos y por tanto, la proporción ha disminuido significativamente.

Se aprecie en el gráfico que las AFAPs "agresivas" según este indicador son las empresas pequeñas y las de tamaño intermedio, a excepción de Santander, que siendo empresa más pequeña que República, tuvo en 1998 el menor indicador de todo el sistema.

No se puede tomar este indicador como definitivo ya que es sólo un aspecto de la estrategia comercial, la cual incluye otros instrumentos. Por otra parte, debe tenerse presente que no todos los gastos asignados a esta cuenta (aunque sí una gran parte de ellos) pueden considerarse como marketing de las AFAPs.

Es difícil establecer cuál es el nivel adecuado de gastos dado que se deben tener presente varios aspectos. En primer lugar, el nivel no pueda ser mínimo porque es natural que las empresas den a conocer sus servicios y su nombre para competir con sus rivales. Además, por el hecho de ser un servicio, la principal diferenciación se logra mediante la publicidad.

En general, la publicidad tiene la misión de transmitir información al mercado por lo que no se puede suprimir del todo, dado que la información es un antecedente indispensable para que los agentes económicos tomen correctamente sus decisiones.

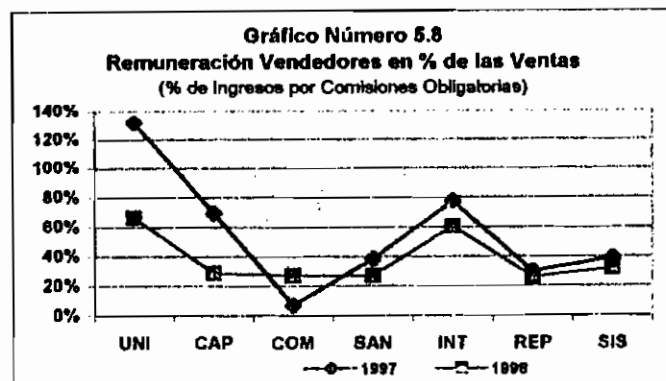
El problema radica en definir qué nivel es aceptable, para determinar de esta manera, cuándo se incurre en un exceso de gasto que no beneficia al sistema y donde la información se vuelve redundante y/o confusa.

Como es de suponer, el gasto mide la "cantidad" de información y no la calidad de ésta, a pesar de que ambos aspectos están relacionados ya que no tendría sentido disponer de excelentes datos que no se difundieran lo suficiente. Por las razones del alcance del trabajo ya mencionadas, no se abordará en profundidad el estudio de la "calidad" de la publicidad pero sí se harán algunas consideraciones respecto de la información disponible para los afiliados / aportantes.

Otro de los objetivos naturales de la publicidad es el de expandir el mercado, tanto para las firmas individuales como para la industria en su conjunto.

A modo de resumen puede decirse que la publicidad es necesaria no sólo para las firmas individuales, para las cuales constituyen casi un "derecho" el poder hacerla, con el fin de surgir y tener éxito empresarial en la actividad, sino también para la industria en su conjunto. Pero, debe reconocerse que es complejo el determinar un nivel de gasto adecuado porque es un tema que involucra muchos elementos como los citados previamente, y no sólo la cantidad de recursos empleados.

Otro de los principales elementos de la estrategia comercial de las AFAPs es la fuerza de venta. Para apreciar la importancia de este rubro se muestran en el Gráfico Núm. 5,8 las remuneraciones de los vendedores como porcentajes de las ventas, considerando como ventas, al igual que en el gráfico anterior, los ingresos por comisiones. Están los datos de todas las firmas y del total de la industria, para el mismo período anterior.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Los egresos en remuneraciones a los vendedores del sistema de AFAP, medidos como porcentajes de los ingresos operacionales pasaron de 39% en 1997 a 32% en 1998. Según los

antecedentes estudiados en el Capítulo IV, esta reducción en comparación a 1997 obedece a un menor número de vendedores trabajando en el sistema, aunque devengando mayores sueldos.

En esta variable se observa que, en general, el porcentaje es menor para las AFAPs más grandes, aunque también inciden los diferentes niveles de ingreso de las Administradoras. La única excepción es Comercial, la cual tiene en 1997 un nivel inferior al de República.

Parece ser que al igual que en el caso anterior, las diferencias en los niveles de ingreso son más importantes que las diferencias observadas en los costos. En 1998 la única AFAP que aumentó en relación a 1997, es decir en contra del promedio global, fue Comercial.

Los valores más altos para ambos períodos son los de Unión, alcanzando el máximo de la industria en 1997. A continuación le siguen Integración y Capital. En el caso inverso, los valores inferiores en 1998 lo tuvieron República, Santander y Comercial, en orden creciente. En el año previo estas tres últimas firmas también tuvieron los valores más bajos del sistema aunque hubo pequeños cambios en el orden de las mismas.

Como en la mayoría de las cifras presentadas en este trabajo, se observa una dispersión importante de los valores de las empresas respecto de los promedios generales, pero en este caso se explican por las diferencias existentes en los niveles de gasto y en los de ingresos, analizadas en el capítulo anterior.

En 1997, en la mayoría de las firmas, los gastos en vendedores han sido más importantes que los egresos en comercialización, acentuándose esta diferencia en 1998. Esto estaría indicando que la fuerza de venta es el principal instrumento de la estrategia comercial de las AFAPs, lo cual sugiere que en esta industria lo más importante para vender es el "contacto personal" con los afiliados (aportantes) para convencerlos de inscribirse o cambiarse a una determinada administradora, según sea el caso.

Además, el hecho de que las AFAPs requieran de una fuerza de venta relativamente importante significa que la información que llega a los consumidores, es decir los afiliados, a través de los precios y de la publicidad no es suficiente como para orientarlos y tomar decisiones respecto de cuál AFAP elegir.

Al igual que en el caso anterior, desde el punto de vista de los afiliados lo ideal sería que el costo por remuneración a los vendedores fuera mínimo o inexistente. En principio podría pensarse que los vendedores no son tan indispensables como la publicidad, porque los afiliados que desearan inscribirse o cambiarse de AFAP podrían hacerlo solos, dirigiéndose a las oficinas de la administradora seleccionada.

Nótese que a diferencia de otros productos, el servicio no se acaba, es decir, no se necesita comprar de nuevo, por lo que las únicas decisiones relevantes de un afiliado son la elección inicial de su AFAP y la decisión de cambiarse a otra AFAP.

Al analizar el tema de los vendedores con mayor detención se llega a que si ellos son la principal herramienta de ventas en todas las AFAPs debe ser porque son el método más eficiente de captación de clientes, por lo que una firma que prescindiera de ellos se vería en seria desventajas frente a sus rivales.

Para la industria en su conjunto, los vendedores debieran reforzar la entrega de información en el caso que ésta fuera insuficiente, además, deberían contribuir a la comprensión cabal del nuevo régimen previsional por parte de los afiliados.

Otro papel de los vendedores es el de agente catalizador que obligue a los afiliados a evaluar las distintas AFAPs del mercado, comparando a la que pertenecen actualmente con la que éste ofrece. Finalmente, el vendedor debería ayudar y explicar a los afiliados los trámites necesarios para cambiarse o inscribirse en una nueva AFAP, en el caso que estos fueran muy complicados y/o lentos de hacer.

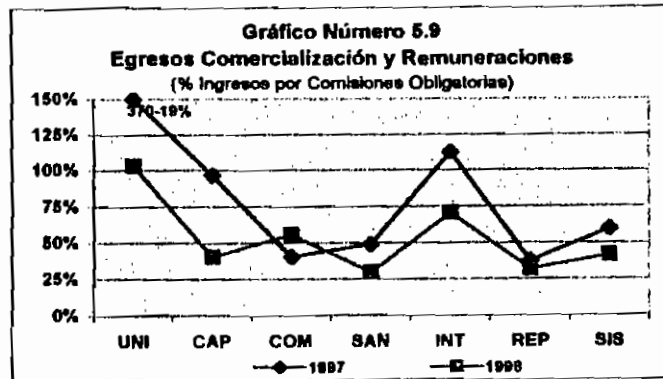
Por la importancia que tienen los vendedores en los costos de la industria, da la impresión que se confirman, en las condiciones actuales del sistema, los supuestos relativos al papel de los vendedores mencionados en el párrafo anterior. Se explica por tanto, la vital importancia de estos empleados para las firmas del sector.

Surge la duda de si los vendedores en su afán por inscribir trabajadores en sus respectivas AFAPs, podrían haber "desinformado" a los afiliados en beneficio de la empresa que representa, lo que obviamente sería perjudicial para el sistema.

Si bien el número de vendedores se ha reducido en comparación a los inicios del sistema, existe la inquietud respecto de si es posible aminorar más las necesidades de vendedores solucionando por otra vía algunos de los problemas que justifican su papel, lo que redundaría en menores costos para las empresas, que debieran poder traspasarse a los aportantes, en menores tarifas.

El hecho de que el nivel de gasto se ha mantenido en estos dos años de funcionamiento y que representen una proporción mayor del total del gasto de la industria, indicaría que estas condiciones se han mantenido en el período, sin mostrar signos de mejoramiento. Por lo tanto, es sumamente complicado estimar un valor aceptable de este rubro, como para poder apreciar la eficiencia relativa de las AFAPs.

Para apreciar el total de recursos destinados a las actividades comerciales de las AFAPs, se presentan en el Gráfico Núm. 5,9, la suma de los gastos de comercialización con las remuneraciones de los vendedores, expresadas como porcentaje de los mismos ingresos operacionales, vale decir, los ingresos por comisiones..



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Los gastos en comercialización y en remuneraciones de la fuerza de ventas del total de la industria, en porcentaje de los ingresos por comisiones, han sido los siguientes:

1997: 59,35%.

1998: 41,50% (17,85% de diferencia con 1997).

De acuerdo con las cifras de los gráficos anteriores, los gastos asignados a marketing han disminuido más que los gastos en remuneraciones, pero se estima que aún subsisten muchos egresos superfluos o evitables desde la óptica de los afiliados y de la eficiencia operacional de las empresas, por las razones mencionadas anteriormente.

Los cambios en los gastos de las empresas individuales coinciden con las variaciones del promedio del sistema, con la excepción de la AFAP Comercial, la cual aumentó alrededor de un 16% sus gastos en 1998.

Unión e Integración han tenido los niveles más altos en los dos períodos, alejándose en gran medida del promedio alcanzado por el sistema. Los niveles más bajos en 1997 fueron los de República, Comercial y Santander, y en 1998, el dato mínimo es el de Santander, seguida por República y Capital.

Como era de esperar por los gráficos anteriores, para este parámetro se registra una alta dispersión respecto de los promedios, que llega a más del doble de la media en el tope superior y a alrededor de la cuarta parte del promedio en los niveles inferiores del rango observado.

Se aprecia también que todas las empresas han tenido niveles menos estables que la administradora de mayor tamaño, y en promedio gastan más, proporcionalmente, que la firma más grande.

Esto es razonable si se considera que las AFAPs más pequeñas debieran ser más agresivas y por lo tanto, destinar un mayor porcentaje de sus ventas a las actividades de promoción y captación de nuevos afiliados. El problema de esto es que por lo visto en lo relativo a la concentración del mercado, esta mayor agresividad de las pequeñas empresas no ha tenido muy buenos resultados.

No debe olvidarse que la otra variable que influye en este gráfico es el nivel de ingresos de cada AFAP, el que explica el bajo Índice de República y que, en general, aumenta el cociente para las firmas de bajas ventas y lo disminuye para las de mayores ingresos operacionales.

En líneas generales puede apreciarse que los montos destinados por el sistema a actividades de promoción y publicidad es una fracción importante de los costos. Esto, evidentemente, no conviene a los intereses de los afiliados y a la larga no contribuye a darle estabilidad al sistema porque si éste llega a ser muy caro pueden surgir alternativas más baratas que incentiven la evasión. Asimismo, en el evento de existir un malgasto notorio de recursos podrían despertarse animosidades de distinta índole que pudieran provocar una sobreacción más allá de lo necesario para corregir el problema, lo que podría comprometer seriamente el futuro del sistema como un todo.

Por otra parte, desde la óptica de los afiliados interesa comparar las magnitudes absolutas involucradas en la gestión comercial porque la presencia en el mercado de las distintas firmas es normalmente diferente al esfuerzo relativo de cada una. En la medida que todas las AFAPs inviertan recursos para publicidad en forma proporcional, la llegada al público será también equitativa. Como es de suponer, esto no es lo que sucede en la realidad.

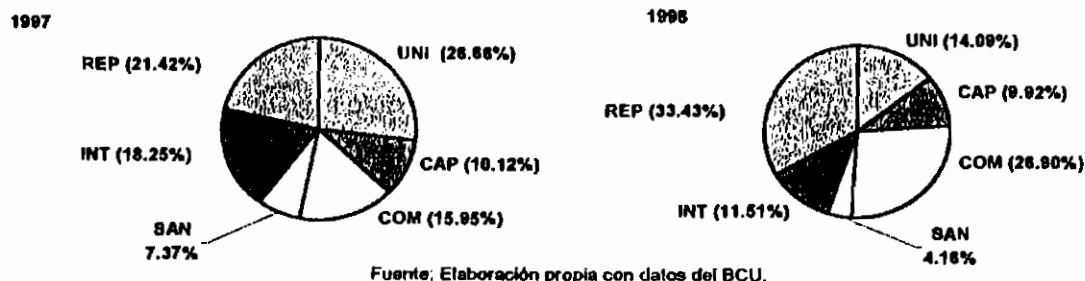
En el Gráfico Núm. 5,10, se muestra la composición del gasto total en comercialización de la industria en las distintas AFAPs para 1997 y para el primer semestre de 1998.

En relación a las participaciones de las empresas, destacan en 1997 los grandes porcentajes de Unión y República. Como es de suponer, esta última ha tenido siempre una posición destacada en el total, alcanzando en 1998, el nivel más elevado de todo el sistema.

Por otra parte, esta firma, junto a Comercial AFAP han sido las únicas que han aumentado su participación en el total. Parece ser que los gastos en comercialización han tenido efectos positivos para estas empresas, ya que si bien existen grandes diferencias en el número de afiliados

que cada una de ellas posee, son las que han captado mayor número de los mismos, concentrando ambas, más del 50% del total de afiliados a junio de 1998.

Gráfico Número 5.10
Composición Gastos Comercialización Sistema AFAP
% DEL GASTO TOTAL EN COMERCIALIZACIÓN



Para apreciar la situación de las AFAPs de menor tamaño se presentan algunas cifras relevantes en el cuadro que sigue.

Cuadro Número 5.11

Composición del Gasto en Comercialización Sistema AFAP			
Año	% 1 Mayor	% 3 Intermedias	% 2 Menores
1997	21,42%	41,57%	37,01%
1998	33,43%	42,57%	24,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Es fácil advertir del cuadro que el peso relativo de la empresa más grande del mercado ha aumentado en forma sustancial en 1998, a valor muy cerca del de su participación de mercado, en cuanto al número de afiliados se refiere. Con las firmas más pequeñas, sucede lo contrario. Estas han visto reducida su participación en el total de gastos, a pesar de que la proporción que mantienen en el total, es muy superior a la participación en el número de afiliados.

En cambio, el peso relativo de las empresas intermedias se ha mantenido estable, pero existen diferencias significativas en esta variable, entre las distintas firmas.

Es probable, por lo tanto, que ésta sea una de las causas de la mayor concentración en el número de afiliados que se ha observado en la industria, ya que el gasto de la AFAP más grande del mercado es el de mayor peso relativo.

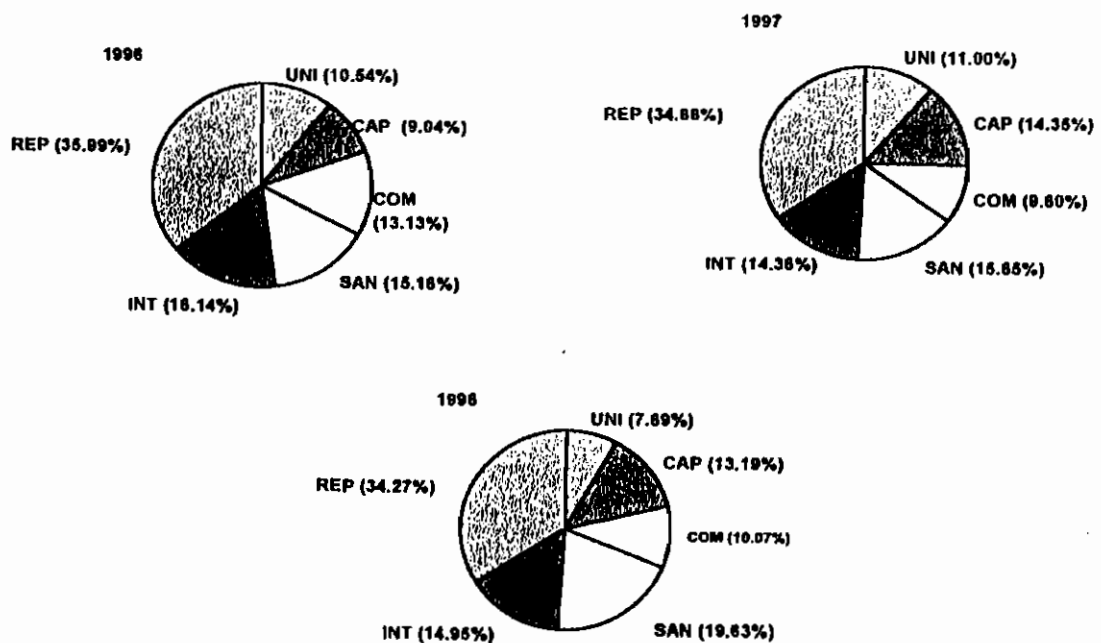
Por lo anterior, podría mencionarse que para una empresa que quisiera aumentar de tamaño, es delicado incrementar los recursos para marketing porque tendría que hacerlo en forma más que

proporcional a la más grande, con lo que se expone a quedar en desventaja importante en sus costos si no reacciona a tiempo y/o si no controla muy rigurosamente la efectividad de la campaña.

La situación descrita se agudiza si la relación de tamaños es muy dispareja porque obliga a un mayor esfuerzo de la firma menor, o cuando los montos a invertir son importantes con relación a los costos totales porque el riesgo de costos es mayor. Además, esto es más complejo si el objetivo de la campaña es, principalmente, quitarle clientes al rival y no expandir el mercado. Debe notarse que todas estas agravantes están presentes en la industria de las AFAPs.

Para visualizar el tamaño relativo de las fuerzas de ventas de las distintas empresas del mercado, se muestra en el Gráfico Núm. 5,11, la composición del total de vendedores del sistema de AFAP en cada firma. Se incluyen los datos para 1996, 1997 y 1998. El número promedio mensual de vendedores de cada empresa fue analizado en el Gráfico Núm. 4,28.

Gráfico Número 5.11
Composición Fuerza de Venta Sistema AFAP
% DEL TOTAL DE VENEDORES PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se observa que en esta variable la concentración en la firma más grande y en las firmas de tamaños medios es menor que la existente en otros parámetros considerados de la industria. Sin embargo, República ha sido la de mayor dotación relativa de vendedores en los tres períodos, lo que se explica por una menor reducción en el personal dedicado a estas funciones, en comparación a la reducción de las demás empresas.

Todas las empresas han reducido su personal de venta en el período posterior, siendo la única excepción la AFAP Santander la cual incrementó en 1998 el promedio mensual de vendedores en un 5%.

Para analizar la situación de las empresas de menor tamaño se presenta un cuadro análogo al usado anteriormente:

Cuadro Número 5,12

Composición de la Fuerza de Venta del Sistema AFAP			
Año:	% 1 Mayor	% 3 Intermedias	% 2 Menores
1996	35,99%	44,43%	19,58%
1997	34,86%	39,79%	25,35%
1998	34,27%	44,65%	21,08%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

De las cifras se desprende que en este aspecto se observa una tendencia hacia una menor concentración, aunque seguramente el grado de concentración existente debe haber contribuido al aumento y/o estabilidad de la participación de mercado de afiliados de la AFAP más grande y de la AFAP mayor dentro de las de tamaño intermedio.

Se optó por considerar el número de vendedores para examinar la composición de la fuerza de venta del sistema y no el gasto en remuneraciones a estos empleados, porque así se puede apreciar la presencia "física" de cada AFAP, sin distorsiones producidas por las diferencias de sueldo medio que existen entre las distintas AFAPs, las que se pueden ver en el Gráfico Núm.4,30. Para tener una visión general, en el cuadro siguiente se muestra el total de recursos que las empresas del sector han destinado a los gastos de comercialización y a las remuneraciones de sus vendedores, expresados en Unidades Reajustables. Sólo se consideraron los años 1997 y 1998 (primer semestre), ya que no se dispone de información detallada para el año 1996.

Cuadro Número 5,13

Gasto Total en Gestión Comercial del Sistema AFAP				
Rubro:	1997		1998	
	U.R.	Porcentaje	U.R.	Porcentaje
Gastos Comercialización	271.382	34,32%	74.455	24,36%
Remuneración Vendedores	519.463	65,68%	231.170	75,64%
Gasto Total en Gestión Comercial	790.845	100,00%	305.625	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se detecta en los datos presentados que las empresas del sistema han intensificado el gasto en

vendedores y han reducido las inversiones en publicidad, lo cual queda reflejado en los gastos en comercialización. En 1998, un 76% de los recursos para marketing se había destinado al pago de los sueldos de los vendedores versus un 66% en 1997.

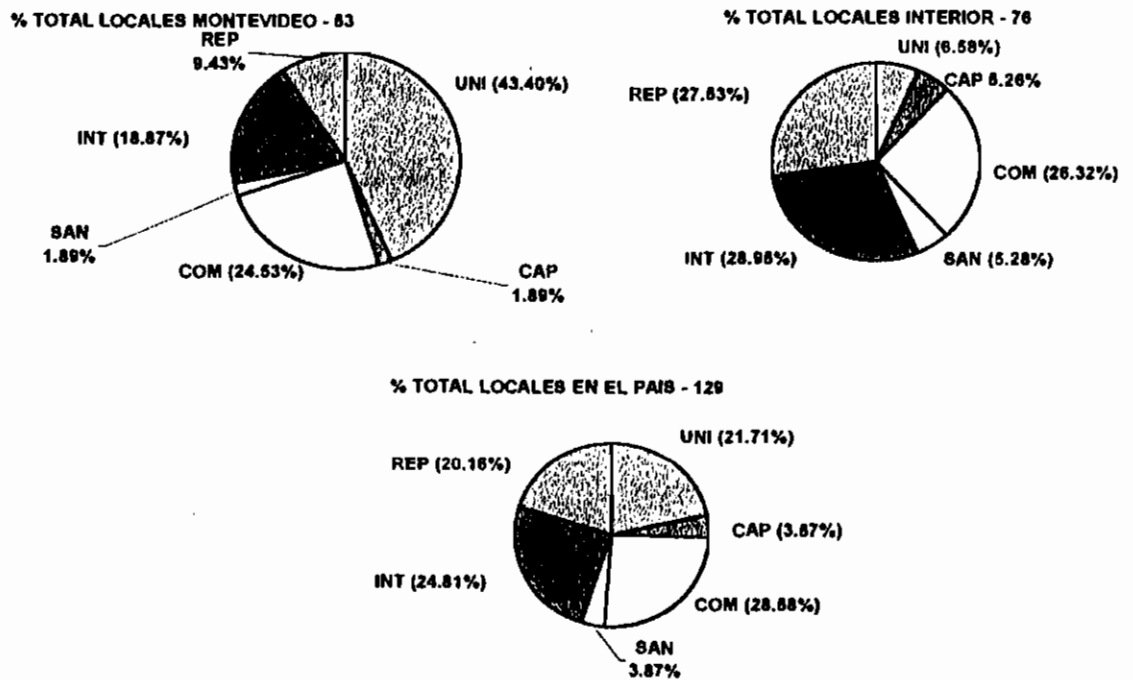
Obviamente, esto no es idéntico en todas las AFAPs puesto que hay algunas que les dan un poco más de importancia a uno u otro elemento a usar en sus estrategias comerciales.

En 1997, sólo las AFAPs Unión y Comercial gastaron más en comercialización que en sus vendedores. Al primer semestre de 1998, Comercial tenía niveles muy parecidos en ambas variables pero que pueden haber variado en el curso del año por lo que se omite de este análisis.

No es el objeto de este trabajo estudiar a fondo la situación de cada AFAP en particular, sin embargo, la proporción de recursos que destinan las firmas individuales a las componentes de gestión comercial, se pueden ver analizando los respectivos costos por aportante, los cuales se encuentran en el Anexo Número 2 de este trabajo.

Para finalizar el estudio de las políticas comerciales de las AFAPs se muestra en el Gráfico Núm.5,12, el porcentaje de locales vigentes del sistema que tenía cada firma al 30 de junio de 1998. Se incluyen las participaciones en Montevideo, en el interior y para el total del país. Estos valores se calcularon con los datos presentados en el Gráfico Núm. 4,32.

Gráfico Número 5.12
Composición Locales Vigentes Sistema AFAP



En el Gráfico se ve que Capital y Santander tienen iguales porcentajes en Montevideo y en el resto del país, siendo estos los más bajos de todo el sistema. La mayor presencia en Montevideo la tiene Unión, con más de un 40% del total, sin embargo, en el resto del país ésta es la de menor presencia.

En el interior, las de mayor presencia son Integración, República y Comercial, en orden descendente.

En líneas generales se observa que la concentración en el número de locales en el interior es mayor a la existente en Montevideo. A continuación se presenta un cuadro con los porcentajes del total de agencias al 30 de junio de 1998 de todas las AFAPs.

Cuadro Número 5,14

Composición Número de Agencias Sistema AFAP			
Región	% 1 Mayor	% 3 Intermedias	% 2 Menores
Montevideo	9,44%	45,28%	45,28%
Interior	27,63%	60,53%	11,84%
Total	20,16%	54,26%	25,58%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se infiere de las cifras que los porcentajes de participación de casi todas las empresas son muy distintos en Montevideo y en los demás departamentos. Por otra parte, por el hecho de no estar tan concentrada la composición de este parámetro, se podría deducir que esta es una variable secundaria que no es tan incidente en las estrategias comerciales de las AFAPs.

Evidentemente, esta hipótesis se podría analizar con más profundidad incorporando cada uno de los departamentos y obteniendo algunas estadísticas referentes a los mismos, aunque se estima que no cambiarían los resultados aquí mostrados.

5,4,4 Conducta de los Afiliados

En esta sección se estudian algunos elementos involucrados en las decisiones de los afiliados, respecto a qué AFAP elegir y cuáles serían los motivos para afiliarse o cambiarse de una determinada Administradora.

Como es de suponer, la conducta de los consumidores depende de un sinnúmero de factores, algunos de tipo objetivo y otros totalmente subjetivos. Entre estos últimos se encuentran las diferentes imágenes que perciben los trabajadores de las distintas AFAPs, ya sea por la publicidad o por cualquier otra circunstancia. Por lo tanto, el tema de la conducta de los afiliados puede ser

abordado y explicado con múltiples enfoques. Además, habría que estudiar las relaciones que existen entre la conducta y la percepción de las personas sobre un determinado hecho.

En este trabajo se analizarán principalmente los aspectos objetivos que debieran motivar a las personas a tomar la decisión de cuál AFAP elegir por primera vez, o a qué institución cambiarse. Dados los antecedentes disponibles y el enfoque del trabajo, se considerarán de preferencia, elementos económicos-financieros, es decir, todo aquello que apunte a reducir el costo previsional y a aumentar el ahorro en los FAPs, para los afiliados.

Cuatro deberían ser las claves para elegir una AFAP:

1. Menor Costo (Comisiones)
2. Calidad del Servicio y Atención prestada.
3. Rentabilidad de los Fondos de Ahorro Previsional.
4. Seguridad y Responsabilidad de la AFAP.

Como se notará, hay dos argumentos claramente objetivos y medibles de una misma forma para todos los afiliados. Estos son el costo y la rentabilidad de los fondos. Los otros dos, la calidad del servicio y la seguridad de la AFAP son más vagos y subjetivos porque dependen del criterio y apreciación personales de cada afiliado, los cuales pueden ser distintos.

Como ya se ha mencionado, si bien la rentabilidad es perfectamente cuantificable y comparable entre las distintas AFAPs, existe el problema de que es difícil, o casi imposible, su predicción futura, aunque para efectos comparativos sólo interesaría conocer los diferenciales de rentabilidad que obtendrán los diversos Fondos. Además, esta consideración comienza a ser más importante en el futuro, cuando ya los afiliados tengan suficientes fondos acumulados como para que los afecte una pequeña variación de rentabilidad. En cambio, el costo es mucho más fácil de anticipar, no obstante que no exista absoluta certeza de las asignaciones computables imponibles futuras del aportante. En el evento de modificarse esta base, el costo puede ser recalculado completamente.

Respecto de la seguridad y responsabilidad de la AFAP, la propia ley aclara que existen algunos elementos significativos que salvaguardan la seguridad para el trabajador y el sistema, los cuales atanúan al mínimo por así decirlo, el riesgo que las AFAPs le puedan imponer al trabajador en cuanto a menor rentabilidad y elimina por completo el riesgo de perder el saldo acumulado. Por lo expuesto, este aspecto no sería muy importante para elegir AFAP.

Es razonable que no exista ninguna regla o criterio de combinación de estas claves, porque las prioridades de múltiples factores, como los mencionados, donde algunos son de naturaleza cuantificable y otros son de tipo subjetivo, deben ser definidas exclusiva y personalmente por cada uno de los afiliados.

Se concluye por todo lo anterior, que no es tan simple decidir cuál AFAP elegir, y que además, no todos los afiliados tienen por qué preferir la misma. A esto se agrega el hecho de que para elegir se requiere de una comprensión cabal del sistema y de un conocimiento completo de todos los parámetros involucrados, objetivos y subjetivos.

Por lo tanto, es razonable suponer que mientras menor sea la comprensión e información del afiliado, las decisiones de los mismos se apartarán en mayor medida de las más convenientes. Debe tenerse en cuenta que esta "desorientación" podría estar apoyada por la publicidad y por los argumentos de venta que entregan los vendedores de las AFAPs.

No se pretende en este estudio determinar si la publicidad y demás elementos promocionales usados por las Administradoras han contribuido a aumentar o, por el contrario, a disminuir el grado de entendimiento y de información del actual sistema previsional por parte de los afiliados. En consecuencia, tampoco se abundará mayormente respecto de las desviaciones probables de conducta en los casos en que los afiliados no entienden cabalmente el esquema de funcionamiento y/o cuentan con toda la información relevante,

A continuación se analizan las claves para elegir una AFAP tratando de aportar antecedentes objetivos relevantes en cada caso, y a la vez, presentar los diferentes elementos de manera homogénea y comprensible.

Respecto de los costos de la previsión, se considera que este tema ya ha sido lo suficientemente estudiado, tanto en las tarifas netas para las AFAPs como en los precios totales para los aportantes, por lo que no se repetirá aquí.

La calidad del servicio y la atención prestada son aspectos esencialmente personales sobre los cuales no es fácil llegar a conclusiones generalizables para todos los afiliados. Tampoco se han definido criterios de medición como para poder entregar comparaciones objetivas en indicadores de calidad de las distintas AFAPs, aunque sólo fueran parciales. Lo único formal en este sentido son las obligaciones de servicio y atención mínimas que exige la ley. Por otra parte, no existe ningún indicio sobre cómo valorar en un contexto general, la importancia de una buena o una mala atención para elegir una AFAP.

Como indicadores aproximados de calidad pueden considerarse el número de afiliados por trabajador administrativo y el número de afiliados por locales, que se mostraron en los gráficos números 4,31 y 4,33, todos en el capítulo anterior. Dado que estos aspectos ya fueron analizados no vale la pena repetir los comentarios nuevamente.

Es importante notar que en la mayoría de los casos da mejor atención exista un "trade-off" entre la

calidad y el costo, de manera que un mejor servicio puede implicar una mayor tarifa para los afiliados. Por esto, al exagerar la calidad de la atención se corre el peligro de que el sistema se torne ineficiente y se desvirtúen los objetivos principales para los que fue creado, esto es, administrar de la mejor manera posible los ahorros previsionales para pagar las mayores pensiones a los afiliados al sistema.

De acuerdo con los gráficos mencionados, los indicadores de atención favorecerían a la AFAP más chica del mercado, tornándose la situación más compleja para las restantes AFAPs. Resulta difícil evaluar entre las demás AFAPs cuáles ofrecen una mejor calidad en el servicio basada en estos indicadores, ya que las que ofrecen ventajas en el número de afiliado/trabajador administrativo, no son las mismas que ofrecen ventajas en cuanto al número de afiliado/local.

Debe tenerse presente el hecho de que por ser este servicio altamente mecanizado y automatizado, se hace posible brindar una atención rápida y efectiva a una gran cantidad de personas, y por lo tanto, el análisis de sólo estos dos indicadores es muy limitado y parcial como para formarse una opinión de la calidad de la atención de cada AFAP.

La rentabilidad anual de cada FAP se examinó en el Gráfico Núm. 4,43 del Capítulo IV. Desde el punto de vista de los afiliados también existe un "trade-off" entre el precio que debe pagar a la AFAP y el retorno que obtiene el respectivo FAP, porque quizás podría convenirle pagar un costo un poco mayor a cambio de una mayor rentabilidad de su fondo acumulado. De esta manera, una AFAP podría resultar conveniente para los afiliados con relación a otra Administradora alternativa.

Tal como se mencionó antes, no es fácil predecir cuál FAP tendrá los mejores resultados. Además, cuando el saldo acumulado es relativamente pequeño el impacto de las comisiones es mayor en desmedro de una mayor rentabilidad esperada.

En el cuadro 5,14 se muestran los promedios de las rentabilidades brutas reales anuales (en U.R) del fondo de cada AFAP y las medidas de resumen estadístico de las observaciones que dieron origen a estos promedios. Aunque la medida natural relevante para el ahorrista es la rentabilidad neta de comisiones, son las magnitudes brutas las que se encuentran disponibles para los afiliados.

Para el sistema consolidado, la rentabilidad media muestral es 6,86% con una desviación estándar de 0,96% (coeficiente de variación 13,94%). Comercial AFAP ha tenido la mayor rentabilidad media muestral (8,57%), seguida por Integración y Unión, con 7,86% y 7,77%, respectivamente. República AFAP ha sido la de menor rentabilidad media muestral, seguida por Capital y Santander, en orden creciente.

Cuadro Número 5,14

AFAP	Promedio	Desv. Std.	Coef. Var.
UNI	7,77%	0,94%	12,06%
CAP	6,81%	1,11%	16,33%
COM	8,57%	0,99%	11,53%
SAN	7,27%	0,85%	11,70%
INT	7,86%	1,25%	15,89%
REP	6,11%	1,02%	16,72%
Promedio	6,86%	0,96%	13,94%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

En el cuadro se observa que las diferencias en las rentabilidades promedio no han sido muy grandes, por lo que se estima perfectamente factible que a no ser que se tenga certeza de una diferencia sustancial en las rentabilidades que entregarán los FAPs, (lo cual es poco probable), esta variable no es relevante a la hora de elegir a cuál AFAP afiliarse o traspasarse.

De hecho, por los resultados obtenidos en los Gráficos referentes a la participación de mercado parece ser que los afiliados no han tomado en cuenta estas rentabilidades a la hora de hacer su elección. República AFAP ha sido la de mayor participación de mercado en el número de afiliados, (tanto provenientes del mercado laboral como de otras AFAPs), sin embargo ha sido la que ha obtenido menor rentabilidad promedio en su FAP.

En resumen, de acuerdo con los criterios y supuestos usados, los afiliados deberían elegir su AFAP, según la que les implique el menor costo, y no debieran considerar el efecto de la rentabilidad. En el futuro pequeñas diferencias de rentabilidades tendrían influencia apreciable en los saldos acumulados de los afiliados y por lo tanto, se hará más relevante el considerar la posibilidad de anticipar diferenciales de tasas de retornos de los diversos FAPs.

Tal como se dijo antes, el riesgo de la AFAP y de los respectivos Fondos de Pensiones son aspectos de difícil cuantificación y apreciación. Además, el sistema está provisto de numerosos esquemas de resguardo y protección que debieran hacer mínimas las posibilidades de catástrofe. Entonces, el riesgo institucional sería un elemento secundario para elegir AFAP.

Por otra parte, es muy probable que un porcentaje importante de la ciudadanía desconozca el concepto "riesgo versus rentabilidad", y seguramente la mayoría de los afiliados se incluya entre estas personas.

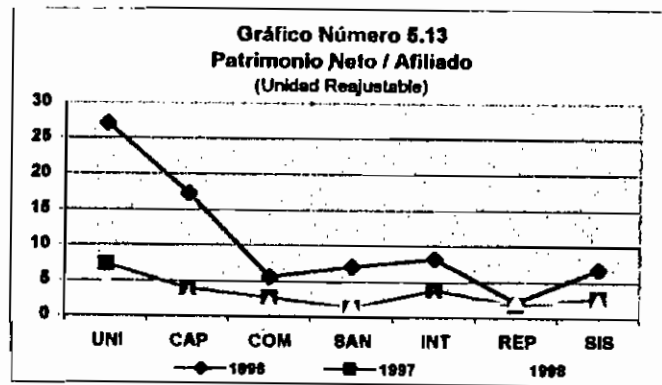
Para dar una idea del riesgo de estas inversiones, del cuadro anterior se deduce que Santander AFAP tiene el menor riesgo (la desviación estándar es 0,85%) e Integración el mayor (1,25%). Sin embargo, de acuerdo a la teoría elemental del portafolio, se podría esperar que Comercial AFAP tenga el mayor riesgo y República AFAP, el menor, lo cual en la actualidad no se da.

Dada la poca experiencia del público en el manejo del riesgo de sus inversiones, surge la interrogante respecto a qué deberían hacer los afiliados con estas cifras presentadas en el Cuadro Núm. 5,14 o cómo podrían incorporarlas en la elección de una AFAP. Todavía no existe una respuesta relativamente clara. Por lo anterior, se desprende que aún queda bastante trabajo e investigación que hacer referente a la medición y presentación del riesgo de los FAPs y su posterior utilización por parte de los afiliados.

En relación a la seguridad y responsabilidad de las AFAPs, debe recordarse que la Administradora y el Fondo que ésta maneja son dos entidades totalmente diferentes, y que una eventual falencia de una AFAP no tendría por qué afectar al FAP que administra.

Como se ha explicado, la AFAP debe constituir una Reserva Especial de un 2% del Fondo que maneja, destinado a cubrir eventuales diferencias entre la rentabilidad de su FAP y el mínimo establecido, en caso de que el Fondo de Fluctuación (si es que existe) no pueda cubrir tales diferencias. Es decir, se está comprometiendo a los empresarios dueños de las AFAPs a que garanticen con su patrimonio un manejo adecuado de los fondos.

Como medida aproximada de la seguridad de las AFAPs se muestra en el Gráfico Núm. 5,13, el patrimonio neto de cada AFAP por afiliado. Se usó el número promedio mensual del stock de afiliados de cada AFAP y los patrimonios netos al 31 de diciembre de 1996 y de 1997 y al 30 de junio de 1998. Están las cifras para todas las AFAPs y para el total del sistema. Los valores se expresan en U.R. / afiliado.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

El patrimonio neto por afiliado del sistema en los tres periodos ha tenido la siguiente evolución:

- Dic. 1996: 6,66 U.R / afiliado.
- Dic. 1997: 2,65 U.R / afiliado (60% menos que en diciembre de 1996).
- Jun. 1998: 2,17 U.R / afiliado (18% menos que en diciembre de 1997).

Como puede verse en los datos anteriores, luego de una brusca reducción en 1997, el patrimonio neto por afiliado se redujo casi un 18%. Este indicador favorece a las AFAPs más pequeñas, ya que son las que tienen los valores máximos en las tres fechas analizadas. Se observa una dispersión bastante grande puesto que el mayor valor de 1998, es un 120% superior al promedio del sistema y el valor más bajo es un 39% inferior al mismo promedio. Ambos valores corresponden a las AFAPs Unión y Santander, respectivamente.

Descartando estos dos valores, la dispersión es mucho menor, por lo que las restantes AFAPs tienen valores muy similares entre sí. Por otra parte, la evolución de las distintas firmas no ha sido uniforme, porque si bien todas redujeron su patrimonio neto por afiliado en 1997, en 1998 algunas lo han aumentado y otras lo han disminuido.

Se debe mencionar que la reducción del 1997, no sólo se debió al aumento en el stock promedio de afiliados de todas las AFAPs, sino que fue consecuencia de las grandes pérdidas que experimentaron las distintas firmas, lo cual llevó a una reducción del patrimonio inicial bastante significativa.

Al igual que en el caso de una mejor atención, debe tenerse presente que la mayor seguridad atribuible a un mayor patrimonio tiene un mayor costo que debiera traducirse en una mayor tarifa a los afiliados, porque el costo alternativo del capital es más alto. Es decir, habría un "trade-off" entre la eficiencia y la seguridad de la AFAP.

Por otra parte, también es válido cuestionarse respecto del posible uso de esta información por parte de los afiliados.

En resumen, puede decirse que en la actualidad sólo el costo y la *calidad del servicio* constituirían para la gran mayoría de los afiliados, los criterios racionalmente válidos para elegir su AFAP puesto que la rentabilidad es secundaria frente al precio cobrado a los afiliados y la seguridad no sería un elemento tan importante, debido a la imposibilidad práctica que sea muy diferente entre un FAP y otro.

Una forma de apreciar la conducta real de los afiliados se pueda ver en los Gráficos Núms. 5,1 y 5,3, los cuales muestran la participación de mercado de las distintas AFAPs, en el total de afiliados, al igual que la participación en el aumento de aportantes al sistema.

En general, se pueden considerar todos los gráficos referentes a las participaciones de mercado como indicadores de la conducta de los afiliados.

Dado que no se dispone de un buen indicador de la calidad de atención y suponiendo que las

diferencias que han habido no han sido muy significativas, o por lo menos, no persistentes, se puede analizar la conducta real versus la esperada en función de las tarifas cobradas.

Como se ha comentado, la conducta de los afiliados ha sido influida por las estrategias comerciales de las AFAPs, principalmente por la publicidad y la gestión de los vendedores. En la medida en que las campañas de marketing de las empresas entreguen información parcial y/o confusa, ayudarán a desorientar a los afiliados que no elegirán las alternativas más convenientes para ellos - la AFAP de menor precio total - y no se incentivará la eficiencia del sistema, impulsando a las empresas a disminuir sus costos.

Las tarifas totales cobradas, en promedio, se mostraron en el Gráfico Núm. 4,38, constituyendo éste, un indicador fácilmente comparable entre las distintas AFAPs, ya que estas tarifas se cobran sobre la misma base. Si bien resulta claro determinar cuál es la AFAP de menores precios totales promedio, de acuerdo con los resultados obtenidos, resulta difícil analizar cuán acertada o equivocada ha sido la conducta de los afiliados respecto al criterio de minimizar el precio pagado.

De los Cuadros Números 5,7 y 5,9, se desprende que Unión AFAP ha sido una firma que siempre ha tenido tarifas relativamente bajas, y en consecuencia muestra importantes crecimientos en estos períodos. Debe agregarse que es de las firmas que hace más publicidad en términos proporcionales y absolutos, y por lo tanto sus aumentos de tamaño no sólo se deben a la aplicación de bajas tarifas sino que son también resultados de las campañas publicitarias que lleva a cabo.

El caso de Capital AFAP es de destacar, ya que es la empresa que ha mostrado mayor crecimiento en el número de afiliados y es sin embargo, una de las que ha cobrado mayores tarifas e invertido menores montos en publicidad.

Similar situación se observa en Santander AFAP, con la diferencia de que el crecimiento promedio mensual experimentado en el número de afiliados durante todo el período ha sido inferior al de las firmas restantes. Sin embargo, esta empresa presentó un crecimiento importante en 1997, alcanzando así el mayor valor después de Capital AFAP.

La AFAP más grande del mercado, República AFAP, ha tenido una política de precios intermedios al igual que los mayores esfuerzos de venta y promoción. Si bien esta firma se encuentra dentro de las de menor crecimiento, su campaña publicitaria le ha permitido mantener una participación de mercado muy significativa en el total del número de afiliados.

Todo lo anterior estaría indicando que el precio y las campañas de promoción no son señales totalmente claras para los afiliados, aunque parece ser que la conducta de estos últimos ha

respondido más a las campañas comerciales de las empresas que a los precios que estas cobran. Esto, es sumamente conveniente para las AFAPs exitosas, pero constituye un efecto nocivo para el sistema en su conjunto porque no incentiva la eficiencia de costos.

Además, los montos invertidos por algunas AFAPs han sido muy diferentes entre sí y algunos resultados obtenidos han sido similares. Incluso existen casos en que los montos invertidos son mayores y los resultados obtenidos peores a los de otras empresas que han invertido menos, por lo que se estaría incurriendo en un exceso de gasto.

Otro elemento que puede haber influido en la conducta de los afiliados es la lealtad de marcas que parece haberse desarrollado. Esta lealtad podría explicarse por el hecho de que los "costos" de cambiarse de AFAP fueran demasiado altos, ya sea en molestias, tiempo, trámites u otros. No es posible analizar este aspecto con la información disponible pero se estima que esto no es así para todos los afiliados.

Para concluir y de acuerdo a los resultados obtenidos es dudoso que la conducta de los afiliados haya respondido a criterios objetivos (cuantificables). Si bien los vendedores han jugado un rol importante en las decisiones de los afiliados con respecto a cuál AFAP afiliarse, mas bien parece que la conducta de los afiliados ha respondido a la incertidumbre de los mismos hacia el nuevo régimen previsional y a las garantías implícitas que ofrece el Estado a República AFAP.

¹⁰ / Los gastos de constitución totales o de puesta en marcha, están valorados al promedio del valor de la Unidad Reajutable del período comprendido entre abril-diciembre de 1996 y las recaudaciones están valoradas a su valor real en U.R., por lo que existe cierto margen de error en el cálculo.

CAPITULO VI

6 Evaluación General de la Industria de las AFAPs

La finalidad de este capítulo es presentar un análisis del funcionamiento de la industria de los fondos de pensiones domésticos en el Uruguay. Se considerarán los principales aspectos para los aportantes y para las AFAPs. Por razones de consistencia, el alcance y amplitud de esta visión estarán condicionados, forzosamente, a los objetivos y metodologías generales empleadas en este trabajo.

Con el objeto de tener un patrón de referencia y para contrastar la operación real de la industria con sus potencialidades, se ha estimado de utilidad presentar este análisis dividido en dos partes: la primera es una descripción y evaluación de la industria en las condiciones actuales y la segunda es una estimación de los principales parámetros del sector en condiciones de mayor competencia en la industria.

6,1 Evaluación de la Industria en las Condiciones Actuales

Por "condiciones actuales" se entiende la situación de la industria en los dos primeros años de funcionamiento¹¹.

En primer lugar, se examina el desempeño del sistema de AFAP para sus afiliados y en particular para los aportantes activos y regulares de éste.

6,1,1 Evaluación para los Afiliados

El bienestar del afiliado depende de la combinación calidad-precio del servicio ofrecido por cada AFAP. Dada las características del sistema, a los aportantes no les es posible retirarse del mismo si es que ninguna AFAP les ofreciera un servicio atractivo y conveniente. Lo racional para ellos sería minimizar el gasto, para un nivel dado de calidad. Obviamente, cada aportante decidirá qué tipo de atención desea y según eso el precio que está dispuesto a pagar por ella.

Si bien parece extremadamente complejo de analizar en este caso, debe considerarse que el objetivo principal de las AFAPs es el manejar eficientemente los recursos ahorrados por los aportantes para que obtengan la mayor rentabilidad posible, en una gama de inversiones de bajo riesgo, y así lograr las mejores pensiones de vejez. Naturalmente, esta eficiencia no debe limitarse sólo a una adecuada y conveniente selección de inversiones de los Fondos de Pensiones, sino que también al costo de este servicio que en teoría debería ser financiado por los mismos aportantes.

En el caso de los fondos de ahorro previsional se da una situación que no es común en otros mercados. La peculiaridad es que el resultado final para los consumidores sólo se puede evaluar muchos años después, cuando los afiliados estén jubilados. Esto implica que para los aportantes es bastante complejo determinar si están siendo perjudicados o no por el actual sistema.

Por lo anterior, dado que tanto las posibilidades de diversificación de las inversiones como el menú disponible de instrumentos financieros, están restringidos por la legislación vigente y que el tamaño del fondo acumulado per cápita no es todavía tan significativo, adquiere mayor importancia relativa la eficiencia operacional de las AFAPs, es decir, lo relacionado con el precio y el servicio que prestan.

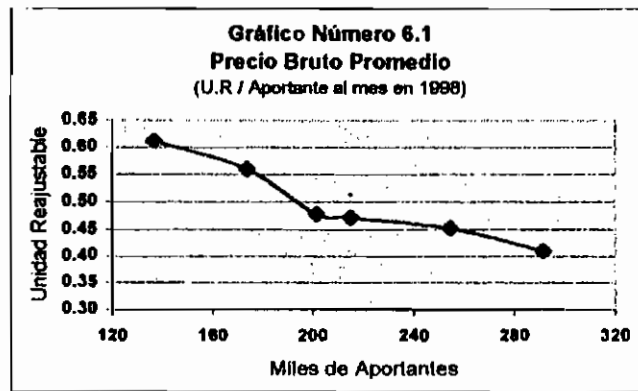
Como ya se ha explicado antes, en este mercado el precio que pagan los consumidores está dado por la suma del monto cobrado por comisión de administración y la prima por el seguro de invalidez y fallecimiento. Ambas comisiones se descuentan del aporte jubilatorio. Si bien son diferentes, al aportante le es imposible separar ambos conceptos.

Es curioso que el precio de la atención de las AFAPs incluye dos servicios distintos que ni siquiera son otorgados por la misma firma, puesto que el seguro es proporcionado por las Compañías de Seguros de Vida. Es probable que en pocos mercados se dé esta particularidad.

Los precios promedios mensuales de las AFAPs fueron presentados en los Gráficos Núms. 4,34, 4,37 y 4,38, del capítulo IV, en términos relativos a las asignaciones computables impositibles. Al ser tarifas uniformes para todos los aportantes de una misma AFAP, los que tengan mayor nivel salarial, pagarán más que los de rentas más bajas.

Para apreciar los precios promedios pagados por los aportantes de las distintas AFAPs, en términos absolutos, se muestran en el Gráfico Núm. 6,1, los precios an función del número de aportantes promedio al mes. Como es de suponer, se consideraron los parámetros medios de cada AFAP. Esta curva se estimó a partir de los ingresos por comisión de administración y las estimaciones de las asignaciones computables promedios de cada AFAP, durante el primer semestre de 1998.

La pendiente negativa de la curva se debe a que la acumulación de los aportantes se va dando de acuerdo a los precios promedios mensuales pagados en orden descendente. Así por ejemplo el valor superior de la curva corresponde a los aportantes promedios de la AFAP República (136.515), los cuales pagan en promedio al mes 0,6111 U.R. El segundo valor corresponde a la AFAP Santander, la cual tiene 37.006 aportantes promedio el mes, los cuales pagan 0,5596 U.R. mensual. Estos aportantes, juntos a los de República, representan un total de 173.581. Luego sigue Capital AFAP, Unión AFAP y así sucesivamente.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Se observa que producto de la diferenciación de tarifas, no existe un precio promedio único en el mercado. Casi la mitad del promedio mensual de aportantes de 1998 paga precios relativamente altos, lo que se explica por la renta promedio de los aportantes de la AFAP República.

La interrogante de fondo que tendrían que hacerse los aportantes es si son caros o baratos los precios que les cobran las AFAPs y si es adecuada su estructura y su grado de discriminación.

Una respuesta podría darse al comparar los precios y tarifas de las AFAPs con los de otro servicio similar. Pero por las características tan especiales del mercado y de las AFAPs en particular, se estima que es difícil encontrar en el país una comparación que sea válida y representativa, por lo que no se profundizará en esta línea de análisis.

Dado que el sistema previsional es básicamente un medio de ahorro, es interesante analizar cuán atractivo ha sido para los aportantes respecto de otras alternativas. Para esto se pueden comparar las rentabilidades obtenidas por los fondos, con las rentabilidades de otros esquemas de ahorro, como por ejemplo los fondos de inversión, los depósitos a plazo, etc. Por ejemplo, la tasa de retorno bruta anual pagada por los fondos de inversión con mayor presencia en el Uruguay osciló en 1998 entre -13,17% y 4,54%, por lo que los fondos han sido más convenientes que esa alternativa. Obviamente, existen innumerables formas de ahorro y no se pretende estudiarlas en este trabajo.

De lo anterior se podría inferir que el sistema de AFAP ha sido un medio de ahorro con bastante éxito y, en consecuencia, los trabajadores deberían incorporarse voluntariamente a él, sin pretender evadir sus obligaciones, dadas las atractivas tasas de interés que el sistema ha otorgado, en comparación a otras alternativas de ahorro. Naturalmente, esto es válido para aquellas personas que tienen ingresos suficientes como para ahorrar de alguna forma. Conviene notar que la publicidad de las AFAPs no ha destacado todo esto.

Sin embargo, a pesar de disponer de rentabilidades comparables a la de otros sistemas de ahorro, deben considerarse una cantidad de otros factores que influyen en las preferencias de los ahorrantes. De partida, el ahorro previsional es de largo plazo y altamente poco líquido hasta los 60 años de edad, porque, en general, no se puede disponer de él antes de pensionarse. Además hay otros aspectos como el riesgo de cada sistema, la diversificación de los instrumentos, consideraciones tributarias, etc. De manera que, es casi seguro que la sola consideración de la rentabilidad de los fondos no sea un buen indicador para predecir o explicar las preferencias de los ahorrantes.

Un método alternativo de ver el grado de aceptación de los trabajadores del nuevo sistema previsional, y por lo tanto, su relativa conveniencia frente a otras formas de ahorro es ver cuántas personas se han afiliado a las AFAPs, respecto de las que podrían hacerlo.

En el Capítulo III se vio que los porcentajes de afiliados y aportantes con relación a la BDC del BPS han aumentado desde abril de 1996 a junio de 1998. Esto podría interpretarse como un aumento del éxito y aceptación del nuevo régimen previsional por parte de los trabajadores; y más aún si se considera que el mayor porcentaje de afiliados a las AFAPs lo han hecho voluntariamente.

A continuación se analizan algunas de las características de las inversiones de los FAPs para poder establecer con mayor precisión ciertos atributos de esta modalidad de ahorro, aparte de la rentabilidad y de las condiciones propias de este sistema, con el fin de tener una visión global desde el punto de vista de los afiliados.

De acuerdo con los antecedentes presentados en el Capítulo III, los recursos de los FAPs están mayoritariamente invertidos en instrumentos de deuda pública. Sin embargo, esto ha sido hasta ahora, porque en el futuro debería esperarse un crecimiento importante de las inversiones en títulos de deuda y en acciones de empresas. Es decir, la diversificación de las inversiones de los FAPs crecerá en los próximos años, no sólo en la cantidad de emisores de los instrumentos sino también en el tipo de éstos.

Los FAPs permiten un grado de diversificación a los aportantes, que éstos últimos no podrían lograr a título independiente. Pero, según lo establece la ley, los FAPs sólo pueden limitarse a invertir en el país, lo que en la práctica no es una restricción válida para las personas.

Esta limitante se agudizará en el futuro debido a la progresiva interconexión de los mercados financieros internacionales, lo cual hará cada vez más expedito el acceso a ellos a las personas naturales de países alejados de los grandes centros financieros mundiales, como el Uruguay.

Uno de los grandes beneficios que deberían obtenerse de la mayor diversificación es una

sostenida reducción del riesgo de las inversiones, tal que compense fluctuaciones bruscas de las rentabilidades de cierto tipo de instrumentos con los resultados de otros. Eventualmente, el ideal sería que los FAPs se pudieran cubrir incluso de los riesgos de recesiones en la economía nacional, para lo cual una alternativa sería la inversión en otros países.

Para los aportantes sería positivo que hubiera una menor concentración en el mercado de las AFAPs. En este sentido, no sólo debería haber un mayor número de Administradoras, sino que una situación más equilibrada entre las distintas firmas, y no como ahora donde claramente existe una empresa que concentra casi el 40% de los afiliados y más del 50% del FAP de la industria.

Puede decirse que los FAPs presentan varias características bastantes convenientes para los ahorrantes, las que deberían incentivar a la incorporación masiva de trabajadores al sistema y por ende, a las AFAPs.

Uno de los aspectos que puede ser visto como negativo, desde el punto de vista de los afiliados es que el ahorro previsional es compulsivo. Si bien el ahorro previsional trata de combatir el "riesgo moral" y la "miopía" de los afiliados, estos últimos no tienen conciencia de su importancia.

Un problema común a cualquier esquema de ahorro que afecta en particular al sistema previsional es, la idiosincracia de la población que no es previsora ni tiene costumbre de ahorrar.

Otro aspecto, quizás más importante que el anterior, es el bajo nivel de ingresos de la mayoría de los trabajadores que no les permiten darse el "lujo" de ahorrar puesto que las necesidades de consumo presente les hacen gastar todos, o casi todos, sus ingresos, y de ahí que rechacen esta imposición. No se debe olvidar que este aspecto no es propio del nuevo sistema previsional, sino que también se daba en el antiguo régimen.

Un antecedente negativo adicional pudiera ser la percepción que tengan los trabajadores de las ineficiencias de las AFAPs de la industria, lo que no los motivaría a ingresar al sistema o aportar por todos sus ingresos.

Si bien el costo previsional promedio ha disminuido en términos de las asignaciones computables imponibles de los aportantes, lo cual es positivo para incentivar a los trabajadores a afiliarse al sistema, éste puede ser percibido como un costo excesivo por muchos de ellos.

Es necesario considerar la relativa novedad del sistema, la poca comprensión general del nuevo régimen previsional y la falta de información para la gran mayoría de los trabajadores. Es obvio que estos elementos no ayudan a aceptar y a promover los beneficios de la incorporación de una persona a alguna AFAP. Es difícil determinar y precisar cuán intensa sea la presencia de estos

factores en la actual situación del mercado de las AFAPs y cuál es la influencia que en la práctica tienen sin disponer de antecedentes específicos de estas materias.

6,1,2 Evaluación para las AFAPs

Como se explicó en el capítulo anterior, en la realidad no existe ningún mercado que cumpla con absolutamente todos los supuestos de las teorías microeconómicas puras, ni tampoco ninguno que funcione exactamente igual a estos modelos; sin embargo, las teorías proveen de una poderosa metodología de análisis y de poder explicativo de los fenómenos reales, además de criterios de evaluación y comparación, que contribuyen en forma importante a su comprensión, y eventualmente, a la predicción de su evolución ante distintas situaciones, que son los aspectos que en definitiva, interesan.

A continuación se examinan los resultados observados en la operación del mercado de las AFAPs, puesto que como se dijo, en los mercados reales, vale decir los oligopolios, pueden suceder cosas impredecibles.

Si bien el hecho de que en un mercado no se cumplan las condiciones requeridas para que exista competencia, no asegura, necesariamente, que no pueda haber un oligopolio que opere tan eficientemente como en competencia, o en el otro extremo, que funcione como un monopolio puro.

El estudio del desempeño real de los oligopolios puede determinar a qué tipo de mercado se asemejan más y, consecuentemente, el grado de "ineficiencia económica" con que opera la industria.

Debe recordarse que para las AFAPs no existen servicios sustitutos, lo que facilita enormemente que el oligopolio pueda parecerse a un monopolio, debido a que esta condición pocas veces se cumple con tanta rigurosidad como en este caso.

En un mercado competitivo se logra que las empresas produzcan, en el largo plazo, a niveles mínimos de costos medios, para lo que se requiere que en el corto plazo desaparezcan las firmas ineficientes, incapaces de reducir sus costos.

Como cualquier empresa de servicios, la industria de las AFAPs no requiere de una infraestructura muy compleja para su operación. Debido a esto, se estima que el período de ajuste debiera ser relativamente corto, aunque es muy probable que, para una industria en la que los resultados se verán en muchos años más, dos años no podrían considerarse como un período suficiente. Por tanto, se esperaría que los cambios que apunten a mejorar la eficiencia de las firmas - si es que existen - no necesariamente, deberían notarse.

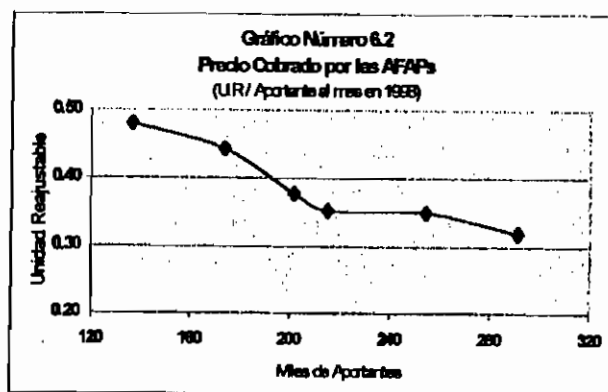
No obstante lo anterior, los costos medios de la industria han bajado persistentemente, lo cual, indudablemente está en la dirección correcta. A pesar de esto, existen firmas con costos notoriamente superiores a los de otras empresas del mercado. Esto se puede ver en los Gráficos Núms. 4,23 y 4,24.

Si bien es difícil estimar con precisión los costos marginales de esta industria, también resulta difícil establecer si los precios promedio cobrados son superiores o inferiores a ellos. De acuerdo a los antecedentes entregados en los capítulos anteriores, éstos últimos, han sido distintos, entre las AFAPs.

Al estar las tarifas establecidas como un porcentaje de las asignaciones computables imponibles, existe en la actualidad discriminación de precios, hecho éste que en un mercado competitivo no existe.

El Gráfico Núm. 6,2 muestra la tarifa promedio mensual en términos absolutos pagada por los aportantes promedio de cada AFAP en el año 1998. Esta vendría a ser la "Demanda Efectiva" que perciben las AFAPs. Debe recordarse que a diferencia del caso anterior, esta tarifa es la suma de los montos cobrados por comisiones de administración (fija y porcentual). Se usaron los ingresos promedio mensuales por concepto de comisión de administración, en conjunto con el número de aportantes promedios al mes que tiene cada AFAP.

Como era de esperarse, la forma de la curva es análoga a la de los precios. Debe hacerse hincapié que esta curva si bien es la demanda efectiva de cada AFAP en cuanto al promedio de aportantes, no necesariamente ilustra respecto de la demanda real, por las razones de obligatoriedad ya mencionadas, además de que se están considerando los precios promedios pagados por los aportantes promedios de las AFAPs y no los precios individuales.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Los datos se graficaron de modo que los montos promedio cobrados por cada AFAP coincidan con

el incremento en el número de aportantes promedio al mes. Por ejemplo, la mayor comisión promedio en término absoluto corresponde a República AFAP, la cual tiene 135.515 aportantes promedio al mes. A esta le sigue la AFAP Santander, que obra 0,4418 U.R y tiene un promedio mensual de aportantes de 37.066, equivalente al incremento de 136.515 a 173.581 aportantes.

Como se ha dicho, las AFAPs son empresas con fines de lucro; sin embargo, los ingresos percibidos no han sido lo suficiente para cubrir los costos, por lo que las firmas no han logrado obtener un lucro positivo, con la excepción de una de ellas, República AFAP.

Es lógico pensar que al existir la obligación de aportar y al estar las tarifas establecidas como un porcentaje uniforme para todos los aportantes de una misma AFAP, habrá aportantes de altos ingresos que fácilmente pueden cubrir sus costos, pero habrá otros - la mayoría - que no pueden cubrirlos por sus bajos niveles de ingresos. Es seguro que dada la distribución de las asignaciones computables imponibles de los aportantes, les es imposible compensar las ganancias que obtienen de algunos con las pérdidas que representan la mayoría.

En efecto, si se considera un costo de 0,45 U.R / aportante, el cual representa el costo promedio real al mes por aportante, se puede apreciar en el gráfico que hay, en promedio, más de 150 mil personas que pagan menos de esa cantidad al mes, y sólo 136.515 personas podrían calificarse como cartera "rentable" para el conjunto de las AFAPs. De hecho, el mayor porcentaje de esta cartera correspondería a la AFAP República, que como se mencionó antes, ha sido la única empresa rentable del sector.

En el gráfico, las utilidades promedio de la industria estarían dadas por el área bajo la demanda hasta la horizontal de 0,45 U.R, para los aportantes rentables, menos la superficie de pérdidas, que es la que está sobre la demanda y hasta la línea de 0,45 U.R para los aportantes que pagan menos que el mencionado costo.

La teoría económica de los impuestos toma como objeto los tributos explícitos, sin embargo, ciertas rentas de agentes privados derivadas de su poder de mercado, también pueden ser considerados como impuestos y en tal caso se habla de imposición implícita.

Ya que la cartera de afiliados de las AFAPs incluye trabajadores con distintos niveles de ingreso, se debe tener en cuenta que las comisiones presentadas en el gráfico resultan ser promedio mensual para los aportantes, por lo que no necesariamente todos los aportantes de la AFAP República pueden cubrir sus costos. De ser así, dentro de esta empresa los trabajadores de mayores ingresos han estado subsidiando a los de sueldos más bajos y además han financiado las rentabilidades obtenidas por esta empresa en 1997 y en el primer semestre de 1998. De otra forma podría decirse que los aportantes de mayores sueldos están pagando una especie de

"impuesto" implícito en la estructura tarifaria de esta empresa y que, a su vez, los de menores rentas reciben un subsidio de parte de los primeros.

Si bien no se conoce la distribución de los ingresos imponibles de los aportantes de cada firma, es esperable que en ellas haya aportantes con niveles de ingresos que le permiten cubrir el costo de la AFAP en la cual se encuentran afiliados y por tanto, en cierta medida están, financiando gran parte de las pérdidas de las empresas. Por lo anterior, el mecanismo de subsidio se da en las restantes empresas, a menos que éstas dispongan a futuro de una cartera de clientes que puedan cubrir todos sus costos, lo cual es muy poco probable que se dé.

Debe decirse que es común que todas las tarifas de bienes y servicios incluyan algún tipo de impuesto, por ejemplo el I.V.A., pero ello es explícitamente declarado y es conocido por parte de los consumidores, y no se aplica en forma implícita u "oculta" como en este caso.

Una particularidad de este "impuesto" es que para los tributos comunes, el ente recaudador es el Estado, en cambio, aquí son las AFAPs las que reciben y distribuyen estos recursos, aunque con la autorización "implícita" de la autoridad que ha permitido la existencia legal de esta estructura tarifaria.

Para dar una idea de los precios pagados por los aportantes de menores ingresos en República AFAP, se puede decir que, considerando la renta promedio de Integración AFAP (15,83 U.R), la cual es la más baja del sistema en 1998, los aportantes de la AFAP República con una renta similar, pagan en promedio, un precio de 0,32 U.R. Siendo el costo medio por aportante de 0,37 U.R., arrojaría un margen de -0,05 U.R., por lo que esta diferencia obviamente está siendo subsidiada por los aportantes de mayores rentas.

Al tratarse de un impuesto que afecta a sólo una parte de los afiliados parece razonable preguntarse hasta qué punto este mecanismo será capaz de mantenerse o, si por el contrario, es esperable que en el futuro aparezcan fuertes y notorios incentivos que induzcan a los aportantes de rentas más altas a evadir las aportaciones a los FAPs, si consideraran que esta carga impositiva es injusta. En la práctica esto se podría hacer imponiendo por un sueldo inferior al verdadero (subdeclaración) a pesar de que esto disminuiría las expectativas de las prestaciones jubilatorias. No obstante, en el actual régimen previsional, hay incentivos que operan en sentido contrario.

Obviamente, si hubiera una evasión importante, ésta acarrearía un eventual desfinanciamiento de este mecanismo lo que podría inducir a las AFAPs a modificar la estructura tarifaria - hacia una forma menos diferenciada - para recuperar los niveles de ingresos totales previos a la evasión.

Debe notarse que un efecto similar parece haber existido en esta industria, ya que varios

indicadores apuntan a que los aportantes de altos ingresos del sistema se han afiliado a República AFAP, bajando así la renta media del mercado, y en consecuencia el número de aportantes rentables y el total de "impuestos" recaudados de ellos. Como se verá, no es fácil dar una respuesta definitiva acerca de esta materia porque habría que analizar varios factores, de los cuales algunos de ellos no han sido de fácil acceso.

En primer lugar, habría que determinar el monto de los impuestos y de los subsidios con relación a las respectivas asignaciones computables imponibles, ya que si este es bajo, es muy probable que no haya incentivo a la evasión. De ser así, esto daría a este mecanismo una característica de ser socialmente deseable y por lo tanto, conveniente.

Sin embargo, este impuesto no puede tratarse aisladamente porque, en definitiva, son las personas más ricas las que pagan más impuestos. En otras palabras, habría que estudiar el efecto de este impuesto considerando la política tributaria general que existe en el Uruguay. Este tema escapa al alcance de este trabajo por lo que no se profundizará en él. Por su parte, cualquier impuesto redistributivo puede considerarse como socialmente deseable y no sólo este caso específico.

No podría afirmarse categóricamente que los efectos de este impuesto son despreciables para los aportantes, por lo que podría haber variados incentivos a la evasión antes comentada, al menos según lo expuesto aquí.

Finalmente, podría argumentarse que dado que este impuesto está implícito en la tarifa, la mayoría de los aportantes no se dará cuenta de su existencia. No parece necesario abundar en que es muy poco probable que esto ocurra en el mediano y largo plazo, más aún, considerando que las personas de altos ingresos tienen, normalmente, un mayor nivel educacional, el que les permite captar y entender con mayor facilidad el funcionamiento del sistema, incluyendo la particularidad de este impuesto. Un aspecto especialmente negativo podría aparecer producto de la característica de ser "oculto", que se mencionó antes.

En resumen, hay muchos elementos que podrían influir en el desenvolvimiento futuro de este mecanismo de impuestos y subsidios implícitos en la estructura tarifaria de las AFAPs, por lo que es difícil prever su evolución. En todo caso, el "peligro" de su desfinanciamiento existe.

Uno de los resultados que debieran registrarse en un mercado competitivo es que las utilidades de las firmas debieran ser tales que sólo financien el costo alternativo del capital invertido, de acuerdo con el riesgo del rubro respectivo.

Un elemento que es fundamental para apreciar lo anterior es el disponer de una buena medición tanto del capital como de las utilidades obtenidas. En este sentido, se estima que los conceptos

usados en el Capítulo IV representan una aproximación razonablemente buena del patrimonio y de los resultados económicos de las AFAPs.

Las rentabilidades obtenidas por el conjunto de la industria se analizaron en el Gráfico Núm. 4,12. Como se explicó, las variables más relevantes de considerar son las rentabilidades sobre los otros activos, que son los activos operacionales excluyendo la Reserva Especial, y la rentabilidad sobre el patrimonio neto. El primer indicador muestra el retorno total que genera el negocio y el segundo el retorno neto para los accionistas, que depende de la estructura de endeudamiento que han tenido las empresas.

Para analizar la rentabilidad de los activos debe tenerse presente el riesgo que involucra este negocio, porque de acuerdo a las teorías de finanzas, la rentabilidad debería ser mayor a medida que aumente el riesgo de la actividad. Así, el retorno de un negocio tiene dos componentes, la rentabilidad de cero riesgo más el premio por riesgo asociado a cada proyecto en particular.

En el caso de las AFAPs debe recordarse que existe una obligación legal de aportar que afecta no sólo a los trabajadores sino que también a sus empleadores, cuando se trata de trabajadores dependientes que de hecho son la gran mayoría de los afiliados al sistema. Por esta razón, se podría pensar que el "riesgo negocio", es relativamente bajo y por tanto, haciendo caso a las teorías de las Finanzas, las rentabilidades que debieran esperarse para este tipo de industria deberían ser bajas. Es casi seguro que los riesgos más importantes para los empresarios del sector son los de tipo "político".

Según las cifras del Gráfico Núm. 4,12 del capítulo anterior, las rentabilidades del sector si bien han sido negativas, han mejorado fuertemente en el último período. Dado el poco tiempo de funcionamiento de este sector, no es posible establecer una tendencia, pero en caso de mantenerse en el futuro lo observado hasta ahora, los resultados no son muy auspiciosos para los accionistas.

Mientras el sector esté operando con pérdidas, peor será para las empresas que se encuentran en desventajas, porque en la práctica estas pérdidas tienen un límite y pueden ser contraproducentes para la estabilidad del sistema. Por tanto, dependerá de los accionistas, hasta qué punto estarán dispuesto a soportar dichas pérdidas y mantenerse en el sector.

Un aspecto notorio es que la empresa de mayor magnitud en casi todos los indicadores de concentración de mercado analizados en el capítulo anterior, ha sido la única en obtener rentabilidades sobre los activos operacionales positivas, superando el 50% anual, a partir del 1997.

Podría argumentarse que los retornos obtenidos en el período analizado, responden a los gastos

"innecesarios" que han tenido que afrontar las firmas del sector en los dos años que llevan de funcionamiento.

Para tener un indicador de comparación de los resultados del sistema de AFAP con la rentabilidad del sector bancario, se muestran en el cuadro siguiente, las rentabilidades sobre el patrimonio neto de algunos de los bancos que operan en el Uruguay; siendo algunos de ellos miembros accionistas de algunas AFAPs.

Cuadro Numero 6,1
Rentabilidad sobre el Patrimonio Neto del Sector Bancario

	ACAC	BHU	COMERCIAL	SANTANDER	MONTEVIDEO	CITIBANK
1997	5,21%		20,38%	22,76%	17,07%	
1998		2,33%		22,32%		6,07%
	COFAC	ABN	CUFAC	DISCOUNT	CACDU	SURINVEST
1997	11,72%				13,93%	
1998	6,97%	9,79%	30,40%	12,08%	7,22%	14,11%

Fuente: Elaboración propia con datos del Diario Oficial

Debe notarse que los indicadores de rentabilidad de estos bancos han sido confeccionados igual como se confeccionaron los de las AFAPs.

Con los antecedentes obtenidos, se observa que las rentabilidades de los bancos, si bien no han sido muy elevadas, han sido superiores a las de casi todas las AFAPs, por lo que de mantenerse las condiciones actuales, la industria de las AFAPs daría muestra de ser poco competitiva y rentable para aquellos que tengan algún interés en ingresar a la misma.

Hay que tener en cuenta que cuando se incursiona en una industria es necesario invertir para lograr un buen posicionamiento en la misma, por lo que los primeros años de cualquier emprendimiento no necesariamente tienen que producir flujos de caja positivos. Además hay que considerar que los accionistas de las AFAPs, son, en general, componentes de conglomerados financieros de gran envergadura e incluso con experiencia en áreas similares a ésta.

Además, se debe tener en cuenta que aquí sólo se están analizando los dos primeros años de operación de esta industria, y el hecho de que no se hayan obtenido retornos positivos, no implica que en el futuro, la situación se revierta y el sector se torne más competitivo; siempre y cuando se realicen los ajustes necesarios.

El hecho de que la industria esté operando con pérdidas no significa que a futuro el negocio no sea rentable, ya que situación similar ocurrió en Chile cuando se inició la industria de las AFAPs, en la

que en los tres primeros años las empresas operaron con enormes pérdidas y luego la situación se revertió.

El hecho de que estas firmas sostengan estas pérdidas está muy influido por las expectativas de los accionistas hacia el sector, ya que no parece lógico operar en un sector donde las rentabilidades ni siquiera superan el 6% que sería la tasa de rentabilidad asociada a cero riesgo en el Uruguay. Además también depende de las estrategias de los conglomerados a los cuales pertenecen algunas AFAPs, ya que estas pérdidas pueden no ser significativas para su grupo y más aún, pueden ser subsidiadas.

La teoría económica afirma que en competencia se asiste al uso eficiente de los factores productivos, lográndose de ellos la mayor productividad posible.

En el caso de las AFAPs, el recurso más importante que éstas requieren son personas. En efecto, debe recordarse que los costos en remuneraciones representaban, en 1998, un 52% del total de costos de estas empresas y más de un 60% de los egresos de caja.

Según se vio en el Capítulo IV, existen grandes diferencias en las retribuciones medias del personal de las AFAPs y también en los resultados obtenidos.

Si bien se necesitaría de un análisis detallado de los contratos de trabajo y de los incentivos que ofrecen las distintas empresas al personal de ventas, no parece haber una correlación positiva entre los índices de productividad de la fuerza de venta, calculados en el Capítulo IV, y la retribución media.

Esto se explica por el hecho de que hay firmas que pagan a sus vendedores cerca del doble de la renta que pagan otras empresas y los resultados obtenidos son inferiores. De ahí que existan "indicios" de ineficiencia en el personal de venta de algunas de las AFAPs.

No se podría decir lo mismo en cuanto al personal administrativo. Si bien es razonable pensar que las actividades que realizan los trabajadores administrativos de las AFAPs son muy similares, esto no significa que las remuneraciones deberían ser iguales para todos, puesto que el éxito relativo de República AFAP no debe atribuirse sólo al "riesgo institucional" que representan las demás firmas a la luz de los afiliados, sino también a la mejor gestión de su personal, en especial de sus ejecutivos, que han aportado más que sus homólogos de otras Administradoras.

Por tanto, el hecho de que el salario promedio del personal administrativo de República AFAP sea muy inferior al de las restantes firmas y que los resultados obtenidos por ésta han sido muy superiores a los de las demás, indicaría que existe cierta ineficiencia en el personal administrativo

empleado en las otras empresas.

Ante la condición actual de la industria de las AFAPs, surge la interrogante de por qué las AFAPs no han subido sus tarifas de manera que todos los aportantes cubran sus costos. Existen dos respuestas.

La primera es que por las estructuras tarifarias vigentes, proporcionales a las asignaciones computables imponibles, no pueden subir las tarifas a sólo una parte de los aportantes, sino que tendrían que subírselas a todos, con lo que los aportantes de mayores sueldos pagarían aún más de lo que actualmente pagan. En otras palabras, sólo sería posible desplazar la curva completa y no modificar solamente una parte de ella.

La segunda respuesta se refiere al efecto que producirían estas eventuales alzas tarifarias en la conducta de los aportantes debido a que la mayoría de los afiliados a las AFAPs son personas de bajos ingresos, y no parece razonable elevar más las tarifas ya que en la actualidad éstas representan alrededor de un 15% del aporte jubilatorio. Existen otras formas de ahorro más económicas y por tanto, un aumento en las tarifas incentivaría la evasión.

Desde el punto de vista de las AFAPs, una manera de evitar las pérdidas por los aportantes no rentables que deben "soportar", sería no atendiendo a estos afiliados, pero esto no se podría hacer por las disposiciones legales vigentes.

Lo anterior significa que las firmas tienen grandes incentivos para no atender, o atender mal, a estos trabajadores que representan alrededor de un 60% del total de aportantes del sistema. De otra manera se podría decir que en las condiciones actuales del mercado, el 83% de las firmas tendrían incentivos para no seguir operando en el mismo, ya que la proporción de aportantes que le resulta rentable - si es que la tienen - no les permite cubrir los costos de los aportantes no rentables.

De otra forma puede decirse que en la medida en que no se modifiquen las condiciones del sector, la industria seguirá obteniendo rentabilidades negativas.

En términos del mercado, éste ha crecido en forma importante en el período analizado, al considerar el número de afiliados o el de aportantes. Esto se analizó en los Capítulos III y IV. Sin embargo, las nuevas incorporaciones han ido en descenso y han sido, en general, de personas de menores ingresos, es decir, menos rentables para las AFAPs.

Se debe destacar como una fortaleza importante de la AFAP República, el haber logrado una fuerte lealtad de marca, lo que le ha permitido mantener relativamente cautiva una certera de

aportantes de rentas superiores. En todo caso, esta lealtad de marca responde más bien a la "desconfianza" y "temor" por lo nuevo, que a la preferencia expresa de estos aportantes por esta AFAP.

Debido a la poca variación en las participaciones de mercado, tanto de afiliados como de aportantes, se podría pensar que esta lealtad de marcas se ha logrado en casi todas las AFAPs, pero la cartera de aportantes que poseen no le permite cubrir sus costos de operaciones, por lo que siguen operando con pérdidas.

En la medida que esta situación se mantenga y que las AFAPs no reduzcan sus costos, las empresas ineficientes tendrán que retirarse del sector. Esto traería malas consecuencias para el sistema porque debilitaría su credibilidad.

Es justamente esta aparente lealtad de marcas que se ha logrado, una de las principales barreras de entrada a la industria y el principal impedimento para aumentar la rivalidad entre las AFAPs. En las condiciones actuales, esta situación sólo favorece a República AFAP y perjudica a las demás.

Si bien la AFAP República goza de una posición privilegiada, en comparación a las demás, ésta tiene que estar permanentemente preocupada de sus campañas publicitarias y de la efectividad de su fuerza de venta, para mantener su posición de liderazgo.

Las demás AFAPs están obligadas a reducir al mínimo sus costos, no pueden adoptar estrategias comerciales agresivas, ya sea en publicidad o en la contratación de vendedores, y, en general, les es más conveniente aplicar mayores tarifas que las de la AFAP con mejores sueldos promedios, para así aumentar sus ingresos, a pesar de que con esto se transformen en firma más caras y por ende, menos atractivas para los aportantes.

En la actualidad, si bien las tarifas cobradas por estas firmas son, en general, más altas que las de la AFAP República, son justamente las estrategias comerciales llevadas a cabo por las distintas AFAPs, una de las causas que le han impedido reducir al mínimo sus costos y por ende, han operado con pérdidas. A esto hay que añadirle la lealtad de marca mencionada anteriormente, la cual no les ha permitido modificar sus carteras de aportantes de manera de aumentar sus ingresos en una magnitud que sirva para cubrir sus costos.

Como es sabido, las AFAPs deberán incrementar el Encaje o Reserva Especial en la medida que aumente el fondo. En la actualidad el volumen de ésta no es muy grande, pero dado que se espera un aumento importante en el volumen de los fondos del sistema para los próximos años, el Encaje llegará a ser el principal activo de estas empresas. Esto significa que las barreras de entrada tenderán a aumentar en el futuro, al requerirse de un mayor capital por aportante para

poder operar en este mercado, lo que favorece en general, a las AFAPs que actualmente existen.

Por otra parte, si bien existe la posibilidad que el Encaje sea usado para cubrir alguna diferencia de rentabilidad, en la medida en que no exista mucha diversificación de las inversiones, esta probabilidad es prácticamente nula. Pero al aumentar la gama de inversiones de los fondos, no sólo en el tipo de instrumentos sino también en los emisores de éstos, esta contingencia se hace más probable, aunque pudiera ser que por los rangos implícitos en la rentabilidad mínima, la probabilidad siga siendo muy pequeña.

Por todo lo expuesto, como era de esperar y de acuerdo con la lógica de los empresarios, este oligopolio dista bastante de comportarse como una industria competitiva, por lo que habría que estudiar cuánto se asemeja a un monopolio y evaluar las posibles consecuencias de esta situación para las empresas, para los aportantes y para la sociedad en general.

Para lo anterior sería necesario estimar la conducta de un monopolio "puro" en este mercado y luego comparar la de las AFAPs con este caso hipotético. Como se comprenderá, esto es bastante difícil de hacer porque se requeriría - entre otras cosas - de una estimación precisa de la curva de demanda de afiliados y de los costos marginales de una AFAP monopólica, que obviamente serían distintos a los de las firmas existentes.

Por esto, el análisis llevaría a una serie de supuestos que podrían ser largamente debatidos, y necesitaría de estudios sumamente elaborados que escapan a las posibilidades de este trabajo. Es probablemente más relevante el estudio de las distorsiones reales del mercado, que el analizar cuánto mayores podrían llegar a ser.

6,2 Evaluación de la Industria en Condiciones de Mayor Competencia

A continuación se analizarán en forma global las principales variables que describen el funcionamiento de esta industria, en relación a niveles de mayor competencia que, se supone, se darían en el caso de que las distintas firmas, persigan mayor eficiencia operacional.

El objetivo de esta sección es poder contrastar la operación real de la industria de las AFAPs con una situación hipotética de mayor eficiencia, para aportar antecedentes objetivos que permitan evaluar el desempeño general del mercado en el período analizado.

Por razones del alcance del trabajo y dado que se simularán condiciones teóricas, se trabajará con cifras totales de la industria y no a nivel individual de cada AFAP. Tampoco se harán comentarios respecto a los cambios que tendrían que introducirse en el sistema para que éste operara según los parámetros de mayor eficiencia estimada.

Se optó por definir dos estándares de referencia a partir de valores reales de la industria. Un primer patrón consiste en considerar los valores de la AFAP República, que de acuerdo con lo examinado en el Capítulo IV, ha mostrado mayores niveles de eficiencia que la mayoría de las empresas y por cierto, más que el promedio del sistema. En otras palabras, se aplicarán los resultados de República AFAP a todo el mercado. Este escenario podría denominarse como "eficiencia factible" puesto que de hecho se observa actualmente en una AFAP de la industria.

La otra referencia podría llamarse de "eficiencia máxima", y se construirá con los valores de costos mínimos que se hayan observado en la industria para las diferentes variables, independientemente de la AFAP que los haya tenido. Por lo anterior, podría haber situaciones de relativa incongruencia entre los parámetros considerados, pero como ya se ha dicho, sólo interesa definir un nivel de referencia. Por otra parte, podría ocurrir que en condiciones de mayor competencia los niveles a los que llegaran las variables fueran bastante más reducidos o inferiores a los que en esta alternativa se consignan como mínimos.

En lo que sigue se analizan las variables más importantes del sistema, donde se anotan los valores reales de la Industria, los niveles de eficiencia factible y los que se estiman como de máxima eficiencia, concluyendo con las tarifas resultantes.

El análisis se hará para el año 1997 y el primer semestre del año 1998. Es decir, se usarán algunas de las estadísticas presentadas en el Capítulo IV de este trabajo.

Ahora corresponde revisar las principales partidas de gastos de las AFAPs para definir los patrones buscados. En el cuadro se muestran las respectivas estructuras de costos para el período 1997, incluyendo los valores medios de la industria, los de competencia factible, vale decir los de la AFAP República y los de máxima eficiencia, indicándose a qué empresa corresponde cada rubro seleccionado. Se indican las respectivas comparaciones de los estándares con relación al promedio real del sistema en dicho período, para cada ítem de costo.

Cuadro Número 6,2
Costos Reales de las AFAPs en 1997 (U.R. / Aportante al mes)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c/r Promedio	Eficiencia Maxima	% c/r Promedio	AFAP
Remuneraciones	0,37534	0,26554	-29,25%	0,23249	-38,06%	Comercial
Gastos de Administración	0,05113	0,02398	-53,10%	0,02398	-53,10%	República
Gastos Com. Y de Ventas	0,08592	0,03758	-56,26%	0,03758	-56,26%	República
Gastos de Computación	0,04133	0,02276	-44,93%	0,01680	-59,35%	Comercial
Servicio al Cliente	0,03344	0,01977	-40,88%	0,01977	-40,88%	República
Sub Total	0,58718	0,36963	-37,05%	0,33062	-43,69%	
Amortizaciones	0,16367	0,08198	-49,91%	0,08198	-49,91%	República
Impuestos	0,00486	0,00281	-42,18%	0,00573	17,90%	Integración

Continuación Cuadro Número 6,2
Costos Reales de las AFAPs en 1997 (U.R. / Aportante al mes)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c/r Promedio	Eficiencia Maxima	% c/r Promedio	AFAP
Egresos Financieros	0,02029	0,01541	-24,05%	0,00695	-65,75%	Capital
Total	0,77598	0,46983	-39,45%	0,42528	-45,19%	

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU

El cuadro siguiente muestra datos análogos a los anteriores pero para el año 1998:

Cuadro Número 6,3
Costos Reales de las AFAPs en 1998 (U.R. / Aportante al mes)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c/r Promedio	Eficiencia Maxima	% c/r Promedio	AFAP
Remuneraciones	0,29339	0,22530	-23,21%	0,20970	-28,53%	Comercial
Gastos de Administración	0,03210	0,01860	-42,06%	0,01420	-55,76%	República
Gastos Com. y Ventas	0,04261	0,03040	-28,66%	0,01390	-67,38%	República
Gastos de Computación	0,03253	0,01760	-45,90%	0,01760	-45,90%	Comercial
Servicio al Cliente	0,01576	0,00490	-68,91%	0,00400	-74,62%	República
Sub Total	0,41639	0,29680	-28,72%	0,25940	-37,70%	
Amortizaciones	0,09457	0,03190	-66,27%	0,01520	-83,93%	República
Impuestos	0,02908	0,02040	-29,85%	0,02040	-29,85%	Integracion
Egresos Financieros	0,01668	0,02180	30,70%	0,00310	-81,41%	Capital
Total	0,55672	0,37090	-33,38%	0,29810	-46,45%	

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU

De las cifras se desprende que, en promedio, habría más de un 33% de exceso de costos operacionales respecto de una base definida como de eficiencia factible, y que la ineficiencia llegaría a cerca de un 47% al comparar los costos promedios reales del conjunto de AFAP con un patrón que podría considerarse cercano a un óptimo, es decir, un mínimo.

Otra gran distorsión que se observa en esta industria son sus rentabilidades negativas, que obviamente, no corresponden a una situación de equilibrio y como es de suponer, éstas al igual que los excesos de costos, son financiadas en parte por los aportantes.

En el Capítulo IV se presentaron las rentabilidades obtenidas por las distintas empresas, de donde se deduce que las pérdidas contables en el comienzo de la industria han sido "abultadas" aunque las rentabilidades han mejorado en el último período. En 1997 el sistema consolidado tuvo una tasa de rentabilidad nominal negativa de casi 91% y en 1998 de 48% (anualizada). La empresa de mayor tamaño (República) fue la única que obtuvo rentabilidades positivas: 5,48% en 1997 y 60,87% (anualizada) en 1998.

La rentabilidad social de una empresa no sólo debe evaluarse en base al cálculo de los retornos

que se obtengan sobre los activos o sobre el patrimonio, sino que también midiendo la cantidad de recursos involucrados.

Como se ha explicado, los activos de las AFAPs pueden clasificarse básicamente en dos tipos: los Encajes o Reserva Especial, y los Otros Activos, los cuales incluyen los Activos Fijos, los Activos Circulantes y los Activos Intangibles.

Dado que el monto que debe constituirse como encaje está definido por la ley, no tiene sentido hacer un análisis respecto de su nivel. Conviene recordar que los encajes se invierten en instrumentos de bajo riesgo, similares a los de los FAPs y que tienen una rentabilidad independiente del resto de los activos de las AFAPs. En cambio, el resto de los activos sí es establecido individualmente por cada AFAP.

En el cuadro siguiente se muestran los activos operacionales del sistema, incluyendo los valores promedios reales y los correspondientes a una eficiencia factible y a una eficiencia máxima, considerando criterios análogos a los usados anteriormente para su definición, vale decir, para la eficiencia factible se tomaron los datos de la AFAP República y para el nivel de máxima eficiencia se usaron los valores mínimos de la industria.

Cuadro Número 8,4
Activos Operacionales Reales de las AFAPs (U.R. / Aportante al mes)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c / r Promedio	Eficiencia Maxima	% c / r Promedio	AFAP
Año:	1997					
Activos Fijos	1,074282	0,587007	-45,36%	0,587007	-45,36%	Republica
Activos Circulantes	1,938026	1,467614	-24,19%	0,704531	-63,61%	Comercial
Activos Intangibles	3,302075	1,074739	-67,45%	1,074739	-67,45%	Republica
Total Activos Operacionales	6,312383	3,129360	-50,43%	2,366277	-62,51%	
Año:	1998					
Activos Fijos	1,176973	0,499965	-57,52%	0,499965	-57,52%	Republica
Activos Circulantes	1,833035	2,260378	23,31%	0,846725	-53,81%	Capital
Activos Intangibles	1,448757	0,434774	-69,99%	0,070118	-95,16%	Santander
Total Activos Operacionales	4,458765	3,195137	-28,34%	1,416828	-68,22%	

Fuente: Elaboración propia con estadísticas Capítulo IV.

Se observa en el cuadro que hay bastante diferencia entre los activos promedios del sistema y los niveles de mayor eficiencia. En efecto, el patrón factible contempla alrededor de un 50% y 28% de menores activos que el promedio real, para el año 1997 y 1998 respectivamente; mientras que la base mínima, es decir, la de máxima eficiencia, ha sido entre un 62% y 69% menor al promedio real, apreciándose un ligero aumento en la diferencia entre los promedios reales del sistema y los

niveles más eficientes en el último período.

Para completar los balances hipotéticos de las AFAPs se agregarán a los activos operacionales los encajes correspondientes en cada período. Para esto, se tomará el valor al final de ambos períodos y se considerarán tres alternativas de encaje: un nivel promedio, uno máximo y uno mínimo.

Lo anterior se debe a que los encajes por aportante no son iguales para todas las AFAPs, sino que dependerán del valor del fondo acumulado de cada empresa. El valor correspondiente al promedio general será la suma del total de los encajes, dividida el número promedio mensual de aportantes de la industria. En el caso de la eficiencia factible se usarán los encajes reales de la AFAP República para mantener el realismo de estos resultados.

El valor total de los activos se muestra en el cuadro siguiente, considerando por una parte los distintos niveles de eficiencia para los activos operacionales y por otra, las categorías de encajes ya definidas.

Cuadro Número 6,5
Activos Totales Reales de las AFAPs (U.R. / Aportante al mes)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c / r Promedio	Eficiencia Maxima	% c / r Promedio	AFAP
Año: 1997						
Total Activos Operacionales	6,312383	3,1293690	-50,42%	2,366277	-62,51%	
Reserva Especial	0,4121465	0,3686246	-10,56%	0,4121465	0,00%	Promedio
Reserva Maxima				1,2566032	204,89%	Union
Reserva Minima				0,3458717	-16,08%	Santander
Total Activos	6,724530	3,497994	-47,98%	2,7784240	-58,68%	Promedio
Reserva Maxima				3,6228800	-46,12%	Maximo
Reserva Minima				2,7121490	-59,67%	Minimo
Año: 1998						
Total Activos Operacionales	4.458765	3,1951370	-28,34%	1,4168280	-68,22%	
Reserva Especial	0,4159773	0,4358676	4,78%	0,4159773	0,00%	Promedio
Reserva Maxima				0,8953399	115,24%	Union
Reserva Minima				0,3236835	-22,19%	Integracion
Total Activos	4,874742	3,631005	-25,51%	1,832805	-62,40%	Promedio
Reserva Maxima				2,312168	-52,57%	Maximo
Reserva Minima				1,740512	-64,30%	Minimo

Fuente: Estadísticas Capítulo IV y Cuadro Anterior.

Debe notarse que las columnas del promedio del sistema y la de eficiencia factible tienen cifras completamente reales, y que sólo en la última de ellas se ha combinado la eficiencia máxima en los activos operacionales con los tres valores de encajes por aportantes, antes definidos.

De los datos presentados se desprende que el total de activos en eficiencia factible ha sido siempre menor al promedio real del sistema, a pesar de que en 1998 el encaje fue mayor al valor medio de la industria. Con mayor razón resultan menores los totales de activos de las alternativas de máxima eficiencia, es decir, con activos operacionales mínimos, en combinación con los encajes promedios y mínimos. Sólo en 1997, la suma de los activos de mayor eficiencia y el nivel máximo de encajes, resulta levemente superior al total de activos reales del nivel de eficiencia factible.

Finalmente, se calcula el patrimonio neto del sistema a partir de las diferentes posibilidades del total de activos y considerando la relación deuda/capital real del sistema en los últimos dos periodos, la que se analizó en el Cuadro Núm. 4.1.

Si bien es cierto que se podría haber estimado el patrimonio hipotético del sistema con relaciones paramétricas de deuda/capital, se prefirió considerar los valores reales de este cociente para poder considerar, a su vez, los costos reales de los pasivos exigibles que también se mostraron en el Cuadro Núm. 4.1. El supuesto implícito en la consideración anterior es que el costo de los pasivos exigibles está asociado al grado de endeudamiento del sector, o en otras palabras, que no podría suponerse el mismo costo de los pasivos para otras relaciones de deuda a patrimonio de las AFAPs.

En el cuadro que sigue se muestran los valores resultantes para el patrimonio de las AFAPs con la metodología descrita previamente. Se omitieron los datos reales del patrimonio por aportante pero se estima que los valores presentados son una aproximación relativamente buena, a los activos y patrimonios promedios del sistema en los dos periodos analizados.

Cuadro Número 6,6
Patrimonios Estimados de las AFAPs (U.R. / Aportante)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c / r Promedio	Eficiencia Maxima	% c / r Promedio
Año: 1997					
Relacion Deuda / Capital = 0.4251					
Total Activos	6,724530	3,497994	-47,98%	2,778424	-58,68%
Reserva Maxima				3,622880	-46,12%
Reserva Minima				2,712149	-59,67%
Patrimonio Estimado	4,718637	2,454560	-47,98%	1,949634	-58,68%
Reserva Maxima				2,542194	-46,12%
Reserva Minima				1,903129	-59,67%

Continuación Cuadro Número 6,6
Patrimonios Estimados de las AFAPs (U.R. / Aportante)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c / r Promedio	Eficiencia Maxima	% c / r Promedio
Año: 1998.1	Relacion Deuda / Capital = 0,2416				
Total Activos	4,874742	3,6310046	-25,51%	1,832805	-62,40%
Reserva Maxima				2,312168	-52,57%
Reserva Minima				1,740512	-64,30%
Patrimonio Estimado	3,9261775	2,9244560	-25,51%	1,476164	-62,40%
Reserva Maxima				1,862249	-52,57%
Reserva Minima				1,401830	-64,30%

Fuente: Estadísticas Capítulo IV y Cuadro Anterior

Como era de esperar, la relación entre los patrimonios es la misma que hay entre los activos totales calculados previamente porque para determinar el capital se aplicó un factor uniforme en cada período a los activos totales.

Hasta el momento se tienen definidos los valores de los totales de activos necesarios para la operación de las AFAPs para distintos niveles de eficiencia, y los correspondientes patrimonios suponiendo determinadas razones deuda/capital. Es decir, se han cuantificado los recursos que hay que invertir para poder operar en esta actividad.

Resta establecer qué rentabilidades corresponderían - bajo los supuestos de mayor eficiencia entre las firmas - para empresas de las características de las AFAPs

Como se señaló antes, debe tenerse en cuenta que los encajes rentan independientemente del resto de los activos de las firmas y, dado que no son del giro "operacional" de las AFAPs, se considerarán los valores nominales de sus retornos en los dos períodos analizados, que se mostraron en el Gráfico Núm. 4,13, del Capítulo IV.

Si bien es difícil determinar un retorno "atractivo" para los activos que sí son del rubro, es decir, los operacionales, sería lógico pensar que, en el extremo, los activos de las AFAPs tendrían un retorno mínimo alrededor del 6%, ya que en los años 1997 y 1998, ésta ha sido la rentabilidad obtenida por las inversiones de cero riesgo en el Uruguay, por lo que los inversionistas no estarían dispuestos a invertir en un sector en el que no obtendrían, al menos, la rentabilidad de cero riesgo, ya que lo más conveniente sería entonces, no invertir.

Para efectos comparativos se muestran en el Cuadro Núm. 6,7, las rentabilidades obtenidas por el sistema sobre sus activos operacionales en los períodos respectivos y las rentabilidades asociadas

al caso hipotético de mayor eficiencia entre las firmas.

Cuadro Número 6,7

Año	Rentabilidad Hipotetica	Rentabilidad Nominal Activos	Diferencia Rentabilidad
1997	6,00%	-64,94%	-70,94%
1998	6,00%	-40,38%	-46,38%

Fuente: Elaboracion propia con datos del BCU.

Naturalmente, estos supuestos podrían ser largamente debatidos para lo cual habría que realizar profundos análisis y laboriosas investigaciones que escapan a las posibilidades de este trabajo.

Por lo tanto, teniendo presente estas limitaciones no se harán mayores comentarios respecto de este tema.

Como se dijo, la rentabilidad sobre el total de activos será la suma ponderada de los retornos reales obtenidos sobre los encajes y de las tasas asociadas a "mayor eficiencia" sobre los activos operacionales, definidas en el cuadro anterior. La rentabilidad sobre el patrimonio será la diferencia entre la rentabilidad total de los activos y el costo efectivo de los pasivos exigibles, en los dos períodos considerados.

Para apreciar los retornos sobre el total de activos y sobre el patrimonio que habrían obtenido las AFAPs con los supuestos "competitivos" de rentabilidades sobre los activos operacionales y considerando los valores reales de rendimientos sobre los encajes, se presentan los cálculos para 1997 en el cuadro que sigue.

Se incluyen los valores para las distintas estructuras de activos, dadas por las diferentes posibilidades de eficiencia. Además, para cada rentabilidad sobre los activos y usando la relación deuda/capital y el costo de los pasivos exigibles del sistema en dicho año, se obtuvieron las rentabilidades sobre el patrimonio de estas empresas, en todos los escenarios planteados.

Se observa que la rentabilidad sobre el total de activos resulta mayor que la tasa aplicada a los activos operacionales debido a que los encajes rentaron sobre ese nivel. Los distintos retornos sobre el total de activos se deben a las respectivas estructuras de activos, determinadas por la relación encajes/activos totales. Por esto, los retornos más altos corresponden a las alternativas con mayor proporción de encajes en el total de activos.

Cuadro Número 6,8
Rentabilidades Hipotéticas de las AFAPs. 1997 (% anual)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	Eficiencia Maxima
Encaje / Activos Totales	0,06129	0,10538	0,14834
Rentabilidades sobre el Total de Activos	6,48%	6,23%	7,07%
Rentabilidades sobre el Patrimonio	3,53%	3,17%	4,38%

Notas: Rentabilidad Competitiva Activos Operacionales = 6,00%
 Rentabilidad Promedio Encajes Sistema = 14.29%
 Relacion Deuda/Capital Sistema = 12.84%
 Costo Pasivos Exigibles Promedio Sistema = 12.48%

Fuentes: Cuadro Número 6,3 y Estadísticas del Capítulo IV

Tal como se indica en el cuadro, se consideró un valor único de las relaciones deuda/capital y del costo de los pasivos exigibles para todas las rentabilidades sobre activos calculadas, para así llegar a una estimación de las rentabilidades sobre el patrimonio para cada caso. Los datos de endeudamiento y de costos financieros son los valores reales de la industria en 1997. En el cuadro se observa que el retorno sobre el patrimonio fluctúa entre 3,17% y 4,38%, existiendo así una menor variabilidad que la observada en el retorno sobre el total de activos.

Recuérdese que la rentabilidad bruta anual sobre el total de activos del sistema en 1997 fue de -59,42% y que el retorno sobre el patrimonio fue de -90,38%. Como era de esperar ambos valores han sido muy inferiores a los aquí estimado, lo cual indicaría que bajo los supuestos utilizados, algunas firmas en esta industria han operado menos eficientemente en relación a otras.

No es razonable que el retorno obtenido por los encajes sea positivo y el de los activos operacionales, negativo, porque al ser inversiones de diferente nivel de riesgo, el mayor riesgo de los activos operacionales debería ser compensado con un mayor rendimiento que el de los encajes. Un tema que debería abordarse en detalle en un estudio específico es la cuantificación precisa de los valores y de las causas de las rentabilidades positivas de los encajes y negativas de los activos operacionales.

Por otra parte, el fenómeno descrito debería haber incentivado a las AFAPs a buscar una mayor eficiencia operativa, minimizando los activos necesarios para funcionar en esta actividad porque han sido éstos los que han obtenido rentabilidad negativa.

En todo caso, en un mercado con una relación "normal" entre las rentabilidades de los encajes y de los activos operacionales, vale decir, las últimas mayores que las primeras, habría incentivos para que las firmas no tengan excesos de activos porque de tenerlos algunas de ellas, estarían

obligadas a fijar un precio mayor que el de sus rivales, lo que les acarrearía una consiguiente baja en sus participaciones de mercado, pudiendo eventualmente llegar a desaparecer de la industria.

Para precisar los conceptos utilizados en el cuadro anterior se explicitarán las fórmulas usadas para llegar a los distintos resultados. Obviamente, la estructura de activos está dada por el cociente entre los encajes y los activos operacionales, presentados en el Cuadro Número 6,4. A partir de este índice, y con los valores antes mencionados de rentabilidades sobre los encajes y sobre los activos operacionales, respectivamente, se calculó la rentabilidad sobre el total de activos por medio de la siguiente expresión:

$$RA = \frac{(RE \times E/AO) + RAO}{(E/AO + 1)}$$

Donde: RA = Rentabilidad sobre el Total de Activos
 RE = Rentabilidad sobre los Encajes
 RAO = Rentabilidad sobre los Activos Operacionales.
 E/AO = Relación Encajes/Activos Operacionales.

Análogamente, el retorno sobre el patrimonio fue calculado con la siguiente relación:

RK = [RA x (D/K + 1) - (CP x D/K)]
 Donde: RK = Rentabilidad sobre el Patrimonio.
 RA = Rentabilidad sobre el Total de Activos
 D/K = Relación Deuda/Capital
 CP = Costo de los Pasivos Exigibles

Corresponde presentar a continuación las rentabilidades sobre el total de activos y sobre el patrimonio para 1998, en forma similar a la usada para el año previo.

Cuadro Número 6,9
Rentabilidades Hipotéticas de las AFAPs. 1998.1 (% anual)

	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	Eficiencia Maxima
Encaje / Activos Totales	0,08533	0,12004	0,22696
Rentabilidades sobre el Total de Activos	6,81%	7,17%	7,89%
Rentabilidades sobre el Patrimonio	5,46%	5,91%	6,82%

Notas: Rentabilidad Competitiva Activos Operacionales = 6,00%
 Rentabilidad Promedio Encajes Sistema = 18,24%
 Relación Deuda/Capital Sistema = 0,2462 (1er Semestre)
 Costo Pasivos Exigibles Prom. Sist. = 11,59% (1er Semestre)
 Fuentes: Cuadro Número 6,3 y Estadísticas del Capítulo IV

Se aprecia que las rentabilidades sobre el total de activos resultaron sensiblemente superiores a las de 1997. Esto se debe al alza registrada en los retornos que obtuvieron los encajes, ya que

para los activos operacionales se consideró el mismo retorno del período previo. Además, aumentó la relación encajes/activos totales, lo que significó que estas inversiones adquirieran mayor peso relativo en la rentabilidad promedio ponderada del total de activos. Esto se debe a que los encajes crecieron mientras que los activos operacionales disminuyeron.

La dispersión de los retornos sobre los activos es mayor que en el año anterior, llegando la diferencia entre el mínimo y el máximo a 1,08%. Igual sucede con la diferencia entre las rentabilidades sobre el patrimonio, llegando a 1,36% la diferencia entre el mínimo y el máximo. Como se puede ver, el mínimo corresponde a la estructura promedio real de la industria y el máximo a la de los menores activos operacionales.

Si bien estas rentabilidades obtenidas son bajas, hay que tener en cuenta que el retorno considerado es el de cero riesgo, por lo que posiblemente en un ambiente más equilibrado entre las firmas, donde exista mayor eficiencia operacional, estos serían superiores.

No obstante lo anterior, en los dos períodos analizados, los valores reales fueron muy inferiores a los aquí obtenidos, al menos para los casos de eficiencia máxima y para el promedio del sistema. El caso de República AFAP es diferente, ya que los retornos reales obtenidos por esta firma fueron muy superiores a los aquí estimados.

A modo de síntesis de los tópicos revisados previamente, se estimarán en el siguiente cuadro, las tarifas que se obtendrían con los supuestos de mayor eficiencia entre las firmas y se compararán con los valores reales que han pagado los aportantes en los dos últimos períodos.

Cuadro Número 6,10
Tarifas Reales y en Competencia de las AFAPs (U.R. / Aportante al mes)

Rubro de Tarifa	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c/r Promedio	Eficiencia Maxima	% c/r Promedio
Año: 1997					
a) Costo Operacional	0,77598	0,46983	-39,45%	0,42528	-45,19%
Activos Operacionales	6,31240	3,1294	-50,42%	2,3663	-62,51%
b) Rentab. Act. Operac.	0,03156	0,0152	-50,42%	0,0115	-62,51%
c) Tarifa Total (a+b)	0,80754	0,4851	-39,87%	0,4368	-45,91%
Año: 1998					
a) Costo Operacional	0,55672	0,3709	-33,38%	0,29810	-46,45%
Activos Operacionales	4,4588	3,1951	-28,34%	1,4168	-68,22%

**Continuación Cuadro Número 6,10
Tarifas Reales y en Competencia de las AFAPs (U.R. / Aportante al mes)**

Rubro de Tarifa	Promedio Sistema	Eficiencia Factible	% c/r Promedio	Eficiencia Maxima	% c/r Promedio
	b) Rentab. Act. Operac.	0,0217	0,0156	-28,34%	0,0069
c) Tarifa Total (a+b)	0,5784	0,3865	-33,19%	0,3050	-47,27%

Fuente: Cuadros 6,1, 6,2, 6,3, 6,4 y 6,5

Las tarifas hipotéticas de las AFAPs se calcularon como la suma de los costos operacionales en los distintos escenarios de eficiencia más el costo asignable a la rentabilidad sobre los activos operacionales, también con las diferentes alternativas antes mencionadas. Obviamente, la rentabilidad sobre la Reserva Especial no es financiada por los aportantes porque estas inversiones rentan en forma autónoma.

Debe mencionarse que tanto la columna del promedio como la de eficiencia factible contienen datos completamente reales, excepto por la rentabilidad obtenida en los activos operacionales.

De los resultados se concluye que la tarifa hipotética con un nivel factible de eficiencia es inferior a la tarifa promedio obtenida del sistema en más de un 40% y 30% en 1997 y 1998, respectivamente, considerando una rentabilidad sobre los activos de 6% anual. La eficiencia máxima arroja, en ambos períodos, precios inferiores en más de un 46% respecto del mismo promedio.

Para poder apreciar las comparaciones respecto de las tarifas reales, se muestran las cifras pertinentes en el cuadro a continuación. Se incluyen los valores reales del promedio general, los de eficiencia factible (República AFAP) y los valores hipotéticos de eficiencia máxima.

Cuadro Número 6,11

	Promedio Sistema		% c/r Promedio Real	Eficiencia Factible		% c/r Promedio Real	Eficiencia Máxima	% c/r Promedio Real
	Real	Competencia		Real	Competencia			
1997	0,43	0,81	88,37%	0,49	0,48	-2,04%	0,43	0,00%
1998	0,42	0,58	38,10%	0,48	0,39	-18,75%	0,31	-26,19%

Fuente: Estadísticas Capítulo IV y Cuadro 6,9

Se observa que producto de las ineficiencias en los costos, las tarifas resultantes para el promedio general - en un escenario de mayor eficiencia - son superiores a las que se cobran en la actualidad. Un fenómeno que contribuye a esta situación es la estructura tarifaria existente y la concentración de mercado de la industria.

Al mismo tiempo se deduce que en el 1997, los precios de eficiencia factible son un 12% más altos

que los precios promedios reales cobrados por las AFAPs. En cambio, los de eficiencia máxima alcanzan el mismo valor que el promedio de la industria para este mismo año, lo cual no significa que no haya habido algún grado de ineficiencia "relativa" en algunas firmas.

Debe recordarse que en este esquema ilustrativo se le está asignando una rentabilidad anual del 6% a los activos operacionales, pero en la realidad, el retorno obtenido por estos ha sido muy inferior a éste e incluso negativo. Además, podría ser que en un escenario de mayor eficiencia, los costos sean aún inferiores a los de eficiencia máxima, por lo que las tarifas resultantes serían menores.

En el 1998, si bien el precio real para el promedio del sistema sigue siendo inferior al estimado, los precios de eficiencia factible y eficiencia máxima son un 7% y 26% inferiores a éste.

Se infiere de lo anterior que los excesos de costos que estarían pagando los aportantes no podrían calificarse de poco significativos.

Deben tenerse presente las definiciones de las cifras con las que se está trabajando. Las tarifas reales incluyen los montos cobrados por comisiones fijas y variables. Los costos solamente incluyen los rubros operativos de las AFAPs, los cuales son los asociados al servicio que reciben los afiliados.

No obstante lo anterior, en el Capítulo IV se vio que los Egresos No Operativos representan una proporción poco significativa del total de Egresos de estas firmas.

El hecho de que en eficiencia máxima, las tarifas sean inferiores, no necesariamente elimina las condiciones de afiliados subsidiados existentes en las AFAPs. En promedio, los aportantes estarían mejor porque pagarían un menor monto por el servicio, pero no todos saldrían ganando.

Si bien esto ha sido un análisis ilustrativo, sobre los que podrían ser los precios en un ambiente de mayor eficiencia, nos ha permitido observar la magnitud de las ineficiencias en costos que se han dado en los inicios de funcionamiento de esta industria, al mismo tiempo que nos permite inferir algunas de las causas del "mal" desempeño de algunas de las firmas del sector.

Es de destacar que no solamente es importante analizar las tarifas medias pagadas por los aportantes en distintas alternativas de funcionamiento del sistema, sino que es necesario estudiar con cuidado los cambios que se producirían para los aportantes de diferentes niveles de ingresos, en relación a los precios que actualmente pagan. Para esto, sería preciso evaluar distintas estructuras tarifarias en lugar de la vigente, cuidando que éstas permitan lograr los resultados globales perseguidos con el cambio y que no confundan la operación del sistema.

En la medida en que las empresas minimicen sus costos y puedan modificar la actual concentración de aportantes de altos ingresos, podrán obtener mejores resultados.

En caso de no lograrse esto, con los precios actuales y los costos que enfrentan las firmas, algunas de ellas no podrán soportar pérdidas indefinidamente, por lo que se verán obligadas a retirarse del sector.

" / Si bien ha transcurrido un año luego de los dos primeros años de funcionamiento que en este trabajo se analizan, las AFAPs han operado con las mismas reglas que se establecieron en el diseño original del nuevo régimen de previsión; por lo que los ajustes introducidos en el período posterior han sido pocos y de escasa trascendencia.

CAPITULO VII

CONCLUSIONES

El 3 de setiembre de 1995 se aprobó en el Uruguay la ley N° 16.713, con vigencia el 1° de abril de 1996. La misma, estableció un nuevo sistema previsional basado en un régimen mixto que recibe las contribuciones y otorga las prestaciones de forma combinada: una parte por el régimen de jubilación por solidaridad intergeneracional y otra, por el régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio. De esta manera, se procura evitar las carencias y defectos del sistema anterior.

Para la gestión del ahorro individual obligatorio se crearon empresas privadas con fines de lucro, "Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional" (AFAPs), las que operando en un mercado supuestamente competitivo entregarían un servicio eficiente y eficaz, en términos del costo para los afiliados y de la calidad en el manejo de las inversiones.

Como comentario general debe decirse que el hecho que se hayan detectado algunas "ineficiencias relativas" en la operación de algunas AFAPs, no significa que el nuevo sistema previsional esté funcionado "mal" y que por lo tanto, no sirva para otorgar pensiones a sus afiliados. Es decir, no se pretende descalificar el actual régimen de pensiones, sobre todo si se piensa que muchos de los problemas identificados son susceptibles de corregirse. Más aún, es posible que las AFAPs hayan funcionado mejor que cualquier otro sistema previsional a pesar de las críticas que aquí se formulan.

La intención de este trabajo ha sido medir el desempeño de las AFAPs en los dos primeros años de su funcionamiento. En la medida en que se solucionen algunos de los aspectos que se plantean, se logrará que el sector tenga un mejor desempeño. Esto, sin dudas, contribuirá a que el sistema tenga una mayor aceptación y adquiera una mayor estabilidad, al ser más conveniente que otras alternativas de previsión y cumple exitosamente con la importante misión para la que fue creado.

Como se mencionó en el Capítulo V, el desempeño de un mercado depende de sus condiciones básicas, de su estructura y de la conducta de los agentes económicos; factores éstos, mutuamente dependientes.

Si bien en la conducta del mercado se encuentran varios elementos que probablemente ayuden a explicar la poca competitividad de la industria (principalmente en la conducta de los afiliados), hay otros aspectos que surgieron en el desarrollo de este trabajo y que no fueron mencionados en el análisis de la estructura ni de la conducta. Estos aspectos corresponden a las condiciones básicas de la industria.

Por ser estos aspectos, parte de las definiciones mismas del sistema previsional, le atañe ineludiblemente al Estado, su análisis y la proposición de eventuales modificaciones de las condiciones básicas que estuvieran provocando el mal funcionamiento de la mayoría de las empresas del sector. Esto no exime a todos los agentes relacionados con el sector, de la obligación y de la responsabilidad de prestar su concurso para colaborar en esta importante tarea.

Desgraciadamente, en los textos, el análisis de las condiciones básicas, se encuentra menos sistematizado que la revisión de los otros aspectos de la organización industrial - estructura y conducta - y no hay parámetros generales para su evaluación. En todo caso, esto no debe esperarse porque es justamente en las condiciones básicas donde están las diferencias esenciales entre los distintos mercados y por lo tanto, su estudio no puede abordarse de la misma manera y con iguales criterios, para cualquier industria.

De acuerdo a las Condiciones Básicas y a los principales supuestos teóricos que se requieren para que en un mercado exista competencia, aplicados al caso específico de las AFAPs, se detecta que la mayoría de ellos no se cumplen, como probablemente ocurre en la mayor parte de los mercados reales de bienes y servicios.

A continuación se mencionarán brevemente tres de las condiciones básicas más importantes que, según el análisis de este trabajo, estarían contribuyendo a generar los problemas de la industria y que requerirían de una revisión a fondo.

- 1) La estructura tarifaria: Si bien las tarifas totales cobradas por las AFAPs son un indicador fácilmente comparable entre las distintas firmas, ya que éstas se cobran sobre la misma base, la actual estructura sesga la búsqueda hacia los segmentos de la clientela más rica. De allí que el gasto de promoción está canalizado a obtener esa clientela y de mantenerse esta situación a futuro, probablemente no se produzcan mayores cambios en la industria.

Las estructuras más simples son, naturalmente, las que tienen una tarifa única, ya sea en forma absoluta o porcentual. El inconveniente de mantener tarifas proporcionales al ingreso imponible es que privilegian a las AFAPs con mejores carteras de aportantes y castigan a las demás, aunque innegablemente, tienen las ventajas de ser redistributiva.

El hecho de que el 83% de las firmas estén operando con pérdidas y aún sigan en el mercado, implica que este exceso de gasto no sólo lo pagan parte de los aportantes, sino también, los accionistas, al tener que aportar capital para cubrir las pérdidas obtenidas y seguir operando en el mercado.

- 2) Otra gran distorsión intrínseca al sistema, reiterada varias veces en el trabajo es, la relación

de las AFAPs con las Compañías de Seguros para las pensiones de invalidez y sobrevivencia. Si bien este tema no se analizó a fondo, se podría pensar que al no representar la prima de seguro un ingreso para las AFAPs, éstas no tendrían incentivos en hacer un "bue trabajo" en defensa de sus afiliados para la contratación de los respectivos seguros. En este sentido, la intervención del Estado en las negociaciones de las AFAPs con las compañías de seguros, forzaría una mejor adjudicación de las pólizas.

El que los aportantes deban elegir su AFAP incluyendo la prima para el seguro de invalidez y fallecimiento complica sus decisiones y confunde ambos servicios en un solo paquete, lo que no parece razonable, ya que son dos servicios diferentes: "administración del fondo" y "seguro".

- 3) Una tercera condición básica de esta industria que puede estar contribuyendo a generar los problemas observados y que requerirían de una revisión a fondo, se refiere a la restricción que las AFAPs tengan un giro exclusivo. Esto puede estar generando algún tipo de excesos de costos, al no poder ajustar todos los gastos a la escala exacta de cada AFAP. Esta limitación le impide a las empresas aprovechar rentablemente eventuales capacidades ociosas, permanentes o temporales, que obviamente podrían ayudar a reducir los costos de operación de las firmas.

El problema de permitir otras actividades a las AFAPs es que se podrían producir subsidios cruzados entre los distintos negocios con el fin de dañar a los rivales en una actividad, provocando inestabilidades en la industria de las AFAPs. Si bien en apariencia, el giro exclusivo impide estas actitudes, esto no es necesariamente cierto porque podrían producirse distorsiones muy similares a las planteadas pero entre empresas distintas de los mismos accionistas. En este sentido, se recomienda una revalidación de la conveniencia de esta disposición.

Otros aspectos significativos que surgen de la revisión de las condiciones básicas de ésta industria, en función de la teoría de la competencia, lo constituyen la aparente "no-homogeneidad" del servicio y las "altas" barreras de entrada. Debe notarse que estos dos atributos no son intrínsecos al régimen de pensiones en sí, sino que son características creadas "artificialmente" por las AFAPs. En cambio, la obligatoriedad de la demanda sí corresponde a una de las definiciones básicas del régimen previsional.

Las evidentes ineficiencias en la operación de algunas empresas y los resultados obtenidos en esta industria, en especial los que se refieren a la no minimización de costos, hacen que este sector se aleje de un nivel competitivo. Las diferencias en costos observadas entre las distintas AFAPs, son muy significativas, por lo que se deberían implementar mecanismos que posibiliten la baja de

costos de las empresas, para que así, éstas puedan operar más eficientemente.

Parecería que el tamaño de las empresas constituye un factor determinante del manejo eficiente que se haga de los recursos. Si bien no se cuenta con una historia larga de la industria que permita extraer conclusiones definitivas al respecto, interesa destacar que la empresa más grande es la que ha operado en términos "relativos", más eficientemente. Este aspecto sugiere que debería profundizarse, por lo menos, en la evaluación de si este resultado se debe a la propia ley que regula el sector.

Como comentario general puede decirse que será más fácil detectar posibles ahorros de costos en la medida que se cuente con la información relevante. Es probable que muchas de las eventuales reducciones de costos que podrían hacerse en esta industria no aparezcan visibles justamente por falta de los antecedentes necesarios. Por otra parte, no sólo habría que preocuparse de los costos directamente asociados a este mercado, es decir para las AFAPs y para los afiliados, sino que también para los involucrados indirectamente con el sistema previsional.

Como se mencionó en el Capítulo VI, hay indicios de ciertas ineficiencias en las AFAPs al no existir una correlación positiva entre los índices de productividad y la remuneración media de los vendedores. Obviamente esta conclusión puede ser largamente debatida ya que habría que analizar en detalle los esquemas de incentivos a los trabajadores por parte de las empresas, además de que los contratos laborales pueden diferir unos de otros.

Además de la conducta de minimización de costos, un aspecto muy importante es que las AFAPs desarrollen al máximo la capacidad para administrar "bien" los recursos de los FAPs. Con este objeto, quizás sea conveniente definir algunos estímulos específicos.

Concretamente, la ley establece que los excesos de rentabilidad de los FAPs, se destinen al "Fondo de Fluctuación de Rentabilidad", el que en definitiva se deposita en las cuentas individuales de los aportantes. La idea sería que las AFAPs participen en algún porcentaje de estas rentabilidades de manera que no sólo los afiliados disfruten de retornos adicionales en sus ahorros, sino que la AFAP también reciba una "recompensa" por su labor.

A pesar de que esta industria está lejos de cumplir con las condiciones de un mercado competitivo, no podría ser clasificada, a priori, como un monopolio, por el solo hecho de que existen varias firmas. Tampoco se cumplen las condiciones de competencia monopolística, en razón de las altas barreras de entrada ya mencionadas, y porque el número de firmas es muy reducido.

Por lo tanto, se estaría en presencia de un oligopolio que en principio es homogéneo pero que intenta, como es natural, diferenciarse para elevar aún más las barreras de entrada y con esto, las

fortalezas de las empresas que están en el mercado.

La Estructura de Mercado de esta industria fue analizada en la sección 5.2. Son varios los aspectos estructurales que vale la pena destacar.

1. Si bien no se estimó el tamaño mínimo eficiente de empresas que podrían operar en este sector, es claro que, en las condiciones actuales, la creación de nuevas AFAPs no sería tan fácil. Por los resultados obtenidos por las empresas existentes, no habría muchos incentivos a incursionar en el sector, por parte de un posible entrante.

Desde el punto de vista de los afiliados, un número de firmas superior al existente, sería más ventajoso, en el sentido de las mayores alternativas de elección. Claro está, que habría que tener en cuenta los costos que esto representa para los afiliados.

2. Un segundo aspecto estructural son las barreras "artificiales" de movilidad y de entrada de la industria. Este tema fue largamente analizado en el Capítulo V donde se vio que la principal barrera de entrada y de movilidad a la vez, es la lealtad de marca o la inmovilidad de los afiliados para cambiarse racionalmente de AFAP-

Son varios los factores que explican y que han contribuido al desarrollo y fortalecimiento de este fenómeno, entre los que se pueden mencionar, la estructura tarifaria, la poca comprensión del público del funcionamiento del sistema y las estrategias comerciales de las AFAPs. Seguramente, estas últimas han sido uno de los principales obstáculos para el aumento de la competitividad en este mercado.

Vale la pena destacar que las AFAPs, respondiendo a incentivos racionales y lógicos como lo son aumentar su rentabilidad y su fortaleza estratégica en el mercado, han hecho grandes esfuerzos. A pesar de esto, los resultados esperados no han sido muy satisfactorios, como consecuencia de la gran concentración que se ha observado en la industria, desde cualquier punto de vista que se observe.

No se pretende criticar la gestión de las empresas, porque éstas han actuado velando por sus propios intereses, a pesar de que las consecuencias han sido contraproducentes. Esto ha generado las ineficiencias antes mencionadas, lo cual es un antecedente peligroso para la estabilidad de las firmas en el sector y para el propio sistema.

Parece razonable suponer que ni la sociedad ni los accionistas de las empresas van a estar dispuestos a financiar las ineficiencias del mercado ni de la regulación. Por tanto, habría presiones para modificar la operación del sistema, lo que eventualmente podría afectar a

algunas AFAPs y beneficiar a otras.

Entre las barreras de entrada para las AFAPs, está la obligación de mantener un Enceje de un 2% del FAP administrado. Si bien este puede ser un buen método para comprometer a los accionistas de las AFAPs para que velen por los intereses de sus afiliados, asegurándoles una rentabilidad mínima, es un requerimiento de capital que, a medida que crezca el fondo, se hará cada vez más significativo.

En la medida en que aumente la diversificación de los recursos, el riesgo de éstos disminuye, por lo que podría ser adecuado reestudiar el mecanismo de encaje, tal vez reduciendo su monto.

3. La tercera norma estructural que vale la pena destacar, se refiere a que debe existir una relativa homogeneidad de los productos en cuanto al precio y a la calidad de éstos.

Como se explica en esta trabajo, con la actual estructura tarifaria es fácil calcular precios comparativos entre las distintas AFAPs pero no hay buenos indicadores de la calidad relativa de los servicios que cada firma entrega. Por otra parte, la evidencia sugiere que ni el precio ni la calidad son - en la actualidad - las variables más importantes para elegir una AFAP, por lo que el análisis de estas variables en las condiciones presentes no parece tan relevante. Esto no quiere decir que si las circunstancias cambiaran, en particular a una situación de verdadera competencia, esta materia podría adquirir mayor importancia.

Se debe considerar que dos años de funcionamiento de esta industria, no ofrecen una "historia" para que los aportantes tomen en cuenta estas variables a la hora de elegir una AFAP.

En líneas generales podría decirse que esta industria presenta deficiencias significativas en su estructura. Parece interesante destacar que parte de estos problemas no son sólo por definiciones explícitas en la implantación del régimen sino que son consecuencias del funcionamiento del mercado.

De ahí entonces que, al ser una industria altamente regulada, el desafío mayoritariamente para el Estado, consiste en identificar los verdaderos orígenes de estas definiciones y consecuentemente, implementar las modificaciones que permitan solucionar los problemas de manera permanente y estable.

En relación a la Conducta se mencionan varios criterios de evaluación, algunos bastante parecidos entre sí por lo que no se analizarán con tanto detalle como en el caso de la estructura.

1. En este sector se estima la presencia de ciertas condiciones que incentivan a las empresas a cooperar en forma implícita o sin necesidad de acuerdos explícitos.

El hecho de que en el mercado exista muy buena información sobre los rivales, con la cual las empresas pueden estimar con bastante precisión el efecto de eventuales estrategias agresivas para ellas y para las demás, hace que la conducta de las empresas pase a ser perfectamente predecible y por tanto a las empresas le resulta más fácil buscar una política que beneficie al conjunto.

Las diferencias observadas en los parámetros que determinarían cierta diferenciación entre las empresas, han sido despreciables, por lo que la homogeneidad de comportamiento hace pensar que la fuerza para competir no sea grande y esto puede producir cierto aspecto de colusión. En la actualidad, el efecto homogeneizador más grande es el requisito que los fondos manejados por las empresas tienen que tener una rentabilidad mínima.

Podría decirse que se estaría desarrollando en la práctica, un esquema de colaboración que sería un gran impedimento para llevar a cabo acciones agresivas y, en general, incrementar la competitividad del sector.

Lo particular de dicho fenómeno es que no es necesario ningún tipo de acuerdo formal o informal entre las empresas para lograr esta "colusión", sino que el mismo resulta por la gestión racional, independiente e incluso, según criterios competitivos de cada una de las AFAPs. Con esto, se elimina la incertidumbre frente a los rivales y desaparece cualquier tipo de tácticas desleales, excluyentes, predatorias o coercitivas que, evidentemente, aparecerían como más notorias de las imperfecciones del mercado.

Un aspecto a destacar en este sentido es que si bien la movilidad de los afiliados incentiva la competencia en la industria, debe reconocerse que una "excesiva" actividad de traspaso de afiliados entre distintas AFAPs podría ser dañina para el sistema en su conjunto, porque encarecería los costos innecesariamente. Por la naturaleza misma de este servicio, el costo y el tiempo necesarios para cambiarse de AFAP podrían llegar a ser ínfimos, con lo que los afiliados podrían llegar a ser extremadamente "volátiles" trasladándose masivamente de una AFAP a otra.

En la medida en que los traspasos adquieran mayor importancia en la industria, esta situación podría prestarse para que los empresarios más poderosos lleven a cabo actitudes agresivas, con la finalidad de quebrar a los rivales, y en general, las AFAPs deberían trabajar en un ambiente de alta incertidumbre sin poder planificar estrategias de mediano y largo plazo, que son las realmente importantes para los afiliados. Obviamente, este tipo de condiciones no es

deseable para el sistema y por lo tanto, debería vigilarse estrechamente por parte de la autoridad.

2. Uno de los criterios de conducta dice explícitamente, que no deben protegerse indefinidamente los productores ineficientes. De acuerdo con el análisis de esta industria, se podría decir que en la actualidad existe una AFAP líder, República AFAP, y se estima que por la posición que disfruta en cuanto a la distribución de renta de sus aportantes, velará por la subsistencia de las menos favorecidas, aunque no por solidaridad, sino por su propia conveniencia, ya que no le interesa hacerse cargo de una cartera poco rentable en el caso que éstas quebraran o se retiraran del sector, y porque le interesaría mantener un número adecuado de firmas en la industria para desincentivar la entrada de potenciales competidores.
3. En una de las normas de comportamiento se establece que, la publicidad debería ser informativa, o al menos, que no confundiera a los consumidores. Este aspecto fue comentado en el trabajo aunque quizás sin presentar evidencia concluyente o detallada. En este sentido, se estima que hay serias dudas respecto al buen desempeño de la publicidad en esta industria.
4. Finalmente, las reglas generales de conducta indican que se debe evitar la discriminación, persistente y dañina, de precios. Como ya se explicó, en este mercado existe discriminación de precios y lo importante sería saber si es dañina o no. Este es un tema de difícil análisis que no se ha pretendido examinar en detalle porque habría que considerar con cuidado los beneficios y los costos de esta diferenciación porque, obviamente, con precios discriminatorios hay algunos consumidores que ganan y otros que pierden.

Lo único que se puede decir es que la actual discriminación de precios de las AFAPs, vale decir, la actual estructura tarifaria, ha provocado costos importantes para el sistema al no incentivar la eficiencia operativa de algunas firmas. Por ende, los aportantes de mayores sueldos relativos en todas las AFAPs, han pagado - en promedio - mayores precios por el servicio que prestan las Administradoras, con relación a los aportantes de menores sueldos.

Como comentario general de la conducta podría decirse que salvo una revisión y encauzamiento adecuado de la publicidad de las AFAPs, es poco lo que se podría hacer para mejorar este elemento, en particular por parte del Estado, ya que las AFAPs han respondido a los incentivos económicos que se supone las deben guiar, a pesar de que los resultados obtenidos no hayan sido satisfactorios.

El caso de la conducta de los afiliados es diferente, ya que ésta parece haber respondido al temor e inseguridad del nuevo sistema previsional y a la minimización de los riesgos en un régimen que recién empieza. Si bien este elemento parece ser racional, habría que realizar

esfuerzos para cambiar el "pesimismo" de las personas, ya sea reforzando la comprensión del sistema, mejorando la información que les llega, etc.

En este sentido se sugiere hacer una encuesta masiva y representativa para determinar los siguientes factores:

- Comprensión del Sistema
- Comprensión de las tarifas y del costo del servicio de las AFAPs
- Aceptación del Sistema
- Criterios de elección de AFAP
- Actitud respecto de la previsión
- Actitud respecto del ahorro forzado y del ahorro voluntario
- Información que reciben y el grado de comprensión de ésta
- Opinión respecto del futuro del sistema

Como se puede apreciar, se intentaría establecer la racionalidad de los consumidores y su opinión general sobre el sistema, además de determinar su nivel de entendimiento e información a que tienen acceso. También interesaría conocer su actitud en relación a la previsión y al ahorro para poder inferir variables que hagan atractivo el sistema y también para evitar características que lo hagan especialmente desagradable.

Por último y para finalizar, nos resta revisar los criterios vistos en el Capítulo V, que definen el "buen" desempeño de un mercado. Estos son:

1. *Ser eficiente, es decir, que no se malgasten recursos y que se satisfaga la demanda cualitativa y cuantitativamente.*
2. *Ser progresista en su producción, incorporando los avances tecnológicos para aumentar la productividad de los recursos y entregando a los consumidores, nuevos y mejores productos para contribuir al crecimiento de largo plazo del ingreso per cápita.*
3. *El funcionamiento de los productores debe facilitar el uso pleno y estable de los recursos, especialmente de la mano de obra.*
4. *La distribución del ingreso debe ser equitativa, es decir, que los productores no perciban beneficios excesivos en relación al servicio prestado.*

Si bien se ha observado una continua reducción en los costos y en las tarifas cobradas por las AFAPs, existe la evidencia y se estima que bastante fundamentada por las simulaciones realizadas en el Capítulo VI en relación a los precios que habría en un ambiente más competitivo, que la eficiencia de algunas empresas de esta industria está bastante lejos de niveles adecuados, es decir, se estarían malgastando recursos. En otras palabras, se estaría incurriendo en un exceso de gastos que no responde a la demanda de los consumidores. Esto adquiere mayor gravedad al

considerar que este es un mercado cautivo o reservado, donde las necesidades "voluntarias" de los consumidores son, probablemente, muy reducidas, tanto que la autoridad ha estimado conveniente imponer esta obligación.

Recuérdese que de acuerdo al análisis del capítulo anterior, los costos operativos mensuales de la industria en los dos períodos analizados podrían haber sido inferiores en más de un 33% respecto de los reales, si tuvieran un nivel que se estima como factible de lograrse dado que corresponde a los valores reales de una de las empresas del sector. Si se considera el nivel de eficiencia máxima, vale decir de mínimos costos, éstos podrían haber sido inferiores en un 45%.

Sin embargo, podría pensarse que siguiendo la tendencia del período analizado, la industria llegará, eventualmente, a lograr la eficiencia deseada. En efecto, los costos operacionales promedio por aportante al mes de 1997 fueron un 27% menores que los del año previo, y los de 1998 fueron un 23% más bajos que los de 1997.

Si bien las empresas no tienen grandes inversiones en activos fijos que les impidan adecuarse rápidamente, dos años de operación del mercado no es un plazo suficiente como para que se produzcan los ajustes correspondientes, además de que no ha habido cambios significativos en el sector que modifiquen las condiciones bajo las cuales empezó a operar esta industria. De otra manera puede decirse que estas ineficiencias pueden explicarse por la novedad del sistema, o porque se estaría en una etapa de transición.

En las condiciones actuales, existen claros incentivos para que las AFAPs persigan la eficiencia operacional, porque en caso de que no se modifique la cartera de clientes que tienen las AFAPs que están en mayor desventaja, o que no se modifique la estructura tarifaria existente, las firmas seguirán operando con pérdidas, por lo que la única salida sería disminuir al máximo sus costos, e incluso lograr un nivel menor al estimado en eficiencia máxima en el Capítulo VI.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que el mercado de los seguros de vida está estrechamente relacionado con las AFAPs, por lo que es posible que las compañías de seguros tampoco estén operando con un nivel de eficiencia adecuado. Este aspecto no fue investigado en el trabajo.

Respecto a lo progresista que debería ser la producción, hay que tener presente que los principales insumos de estas empresas son básicamente dos: personas y computadoras. Por lo tanto, en la medida en que el sistema se vaya estabilizando en sus procedimientos administrativos y que los empleados de las AFAPs adquieran mayor experiencia, la productividad del personal debería aumentar.

Lo anterior significa que con la misma dotación de trabajadores, las firmas deberían ser capaces de

absorber, al menos en parte, el crecimiento esperado del mercado. El problema de este argumento es que si la minimización de costos no es un objetivo primordial de las empresas, la productividad del personal pasa - automáticamente - a segundo plano y no como una meta importante que deba lograrse.

Por otra parte, se espera que a futuro se sofisticue considerablemente la administración de las inversiones de los FAPs, por la mayor diversidad de posibilidades que se presentarán, lo que obligará a las Administradoras a contar con profesionales idóneos para estas funciones y, en consecuencia, a incorporar los últimos adelantos en materia de manejo de portafolios de inversiones. Sin embargo, esto requiere que los aportantes sean efectivamente sensibles a la calidad de la administración de los respectivos fondos. Entre los parámetros principales que miden este aspecto se pueden mencionar la rentabilidad que perciban los FAPs y el riesgo al que estén expuestos.

De acuerdo a lo analizado antes, referente a la conducta de los aportantes, pareciera ser que la rentabilidad y el riesgo de los FAPs, no han sido criterios importantes en la elección de una AFAP. Además, debe recordarse que para elegir una AFAP deben considerarse no sólo la rentabilidad y el riesgo del FAP que ésta administra, sino también las tarifas que cobra. Lo anterior, usando criterios "racionales" de selección de Administradora.

Hasta el momento, si bien las diferencias en las tarifas han sido más significativas que en las rentabilidades, se estima que en general, para los aportantes, los precios no constituyen una guía importante en las decisiones de éstos, lo que dificulta enormemente la racionalidad de los afiliados, elemento básico de un mercado competitivo.

En resumen, sólo habrá incentivos para mejorar la calidad del manejo de la cartera de inversiones de los FAPs en la medida en que sea un elemento valorado por los aportantes, dentro de un marco de análisis objetivo de las diferentes AFAPs por parte de los afiliados, y siempre que no hayan grandes diferencias en las tarifas de las respectivas firmas, o en otros argumentos válidos para la elección de AFAP.

Referente a las computadoras, se debe tener presente que estas herramientas de apoyo a la gestión tienen, indudablemente, un vertiginoso proceso de avance tecnológico, el que es probable que se mantenga a futuro. Desde el punto de vista de las AFAPs, al igual que cualquier otro tipo de institución, es natural pensar que irán incorporando los avances que se implementen en el área. Sin embargo, un poderoso incentivo para adquirir esta nueva tecnología es la posibilidad que la misma brinda de ofrecer nuevos y mejores servicios para lo cual se requiere, a su vez, que las AFAPs estén motivadas en este sentido, lo que no parece ser el caso de esta industria en la actualidad.

Un poderoso elemento inhibitor de estas iniciativas podría encontrarse en una regulación excesivamente estricta y en demasiadas restricciones impuestas por la legislación vigente.

Como conclusión de lo progresista que tendría que ser la industria, puede decirse que surgen dudas importantes en este tema para las AFAPs, según lo que se ha analizado del funcionamiento del mercado en las actuales circunstancias. En particular, se postula que este aspecto podría ser mucho más dinámico en un ambiente competitivo, sin perder la eficiencia general del sistema por la misma razón de competencia.

En relación a la estabilidad y al pleno empleo de los recursos puede comentarse que, mientras exista algún grado de malgasto de ellos, no se puede asegurar estabilidad en su empleo. Sólo en la medida en que haya eficiencia en la asignación de los factores, será posible llegar a una deseada estabilidad, sin que haya que incurrir innecesariamente, en costos directos o indirectos.

Debe tenerse en cuenta que esta actividad es, en esencia, muy poco cíclica, debido a que la demanda obligatoria por este servicio es altamente regular, lo que a su vez da un respaldo importante para que los recursos empleados por esta industria tengan las características de estabilidad y pleno empleo.

Por la importante función social que cumplen las AFAPs, la equidad es un tema que adquiere especial relevancia. En particular, las utilidades que obtengan las Administradoras versus las tarifas que cobren y, en última instancia, las pensiones que otorgue el sistema.

Desde este punto de vista, rentabilidades muy altas son inconvenientes porque pueden ser percibidas por los afiliados como excesivas en relación a los servicios dados y a lo que se considere como una "justa retribución" por llevar a cabo esta función, aunque este fenómeno de altas utilidades sólo ha ocurrido en una de las empresas del sector.

En este mercado coexisten una empresa líder y rentable con otras de resultado notablemente inferiores, e incluso negativos. Tal como puede verse en el Capítulo IV, la rentabilidad bruta anual sobre los activos operacionales de República AFAP fue en el primer semestre de 1998 de 59,44%, mientras que la firma que se acercó más a esta rentabilidad, alcanzó una tasa de -18,80%.

En términos de retorno sobre el patrimonio, la situación es análoga: República obtuvo un 61% anual, mientras que la rentabilidad más cercana fue de -23%.

Un aspecto relacionado con lo anterior es el análisis de la estructura tarifaria, es decir, el costo que deben pagar los aportantes en relación a su ingreso. Como se vio, en la actualidad el esquema es completamente proporcional a las asignaciones computables imponibles de cada trabajador. Es

justamente esta tarifa la causante de las consecuencias indeseables que se están gestando en la actualidad en cuanto a la eficiencia y competitividad general del mercado.

Otro tópico considerado como importante entre las normas de evaluación del desempeño de un mercado y que no fue mencionado dentro de los cuatro criterios principales, dice que los gastos de promoción no deben ser excesivos. Se debe tener presente que la característica de "exceso" es relativa e incluso un tanto subjetiva. Sin embargo, por los montos que representan del total de costos operacionales los rubros de comercialización y de remuneraciones a vendedores, es fácil detectar que, sin lugar a dudas, hay un exceso de gastos de promoción en la industria de las AFAPs, que, como cualquier otro costo en esta industria, es pagado en cierta medida por los aportantes de mayores ingresos, a través del precio que se les cobra e incluso por los mismos accionistas, los cuales han tenido que aportar capital para poder cubrir las pérdidas.

En este caso, el exceso se orienta a "trasladar" al pequeño porcentaje de aportantes rentables - los de altos ingresos - de una AFAP a otra, hecho que no agrega ningún "valor" al sistema en su conjunto.

Este elemento adquiere mayor relevancia para los trabajadores considerando la obligatoriedad de incorporarse al sistema, mientras que la relevancia para los accionistas de las AFAPs es menor, en el sentido de que ellos no están obligados a seguir operando en un mercado, donde en cierta proporción han tenido que financiar con capital propio, el servicio que están ofreciendo a los afiliados.

De continuar esta situación algunas de las empresas existentes en el sector se verán obligadas a abandonar el mismo.

El último criterio de evaluación, pero tal vez el más importante de todos, estipula que el éxito - económico - debería llegar a aquellos productores que mejor satisfagan a los consumidores. Como es sabido, el fin del sistema es entregar pensiones y por lo tanto, las mejores AFAPs serán aquellas que otorguen las mejores pensiones.

El problema de este servicio es que es un proceso irreversible, es decir, los aportantes sólo podrán evaluar si decidieron acertadamente al momento de pensionarse, pero cuando ya es demasiado tarde para arrepentirse. Nótese además, que nada garantiza que una AFAP que en un momento dado es la que otorga las mejores pensiones, seguirá otorgándolas en el futuro.

Por lo anterior, los aportantes deben elegir "apostando" a que seleccionaron la mejor Administradora. Se concluye entonces, que el éxito debería asociarse con las AFAPs que mejor cumplan con los parámetros en los que deberían fijarse los aportantes para elegir su

Administradora. Estos son: rentabilidad del FAP, tarifas, atención y seguridad, los que fueron analizados en la sección "Conducta de los Aportantes" del Capítulo V.

Vale la pena destacar que no sólo es importante para los aportantes el simplificar y estandarizar los métodos de apreciación y comparación de las distintas AFAPs, sino que también, para que esto sirva de orientación de las estrategias de las propias empresas hacia esos fines. La evidencia indica que la empresa líder de esta industria no ha cumplido, necesariamente, en satisfacer de la mejor manera con los intereses de sus aportantes.

En líneas generales podría decirse que se advierten varias ineficiencias en el desempeño de algunas empresas de este mercado, unas en mayor grado que otras, y no todas son cuantificables ni de la misma naturaleza. Por esta razón, es difícil establecer la relevancia de cada una. Además, debe tenerse presente que la importancia relativa de cada problema dependerá del punto de vista con que éste se analice.

Cabe mencionar también, que por la novedad del sistema, no existe una historia larga y representativa de la evolución de este mercado como para poder contrastar la industria en dos momentos diferentes y de ahí poder inferir si, en promedio, ha mejorado o ha empeorado su desempeño en el período transcurrido.

En todo caso, en el Capítulo VI se hicieron estimaciones numéricas sobre los que podrían ser los precios de mercado en un ambiente más competitivo y, en consecuencia, más eficiente. De acuerdo con estos análisis, los resultados de las ineficiencias no son, en absoluto, despreciables o mínimos; es decir, sugieren que las magnitudes de las distorsiones sí son importantes, lo que les da a las observaciones conceptuales de este trabajo una importante urgencia práctica, por lo que ellas deberían ser abordadas seria y rápidamente.

BIBLIOGRAFIA

- Banco Central del Uruguay
Memoria Trimestral del Régimen de Jubilación por Ahorro Individual Obligatorio
Números 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 y 8

- Carmelo Mesa-Lago
Fabio Bertranou
Manual de Economía de la Seguridad Social
1998

- Christine Ennew
Trevor Watkins
Mike Wright
Mercadeo Estratégico de Servicios Financieros
1991

- Dennis W. Carlton
Jeffrey M. Perloff
Modern Industrial Organization
1989

- Donald A. Hay
Derek J. Morris
Industrial Economics and Organization
Theory and Evidence
1991

- F. M. Scherer
Industrial Market Structure
An economic performance

- Fundación de Cultura Universitaria
Texto y Contexto
Reforma Jubilatoria: El Nuevo Modelo Previsional
Ley No. 16.713 de 3 - IX - 1995

- George Stigler
The Organization of Industry

1983

- Giles H. Burgess, Jr
Industrial Organization
1988
- Hotelling, H
"Stability in Competition"
Economic Journal, 39
1929
- J.M.Henderson
R.E.Quandt
Teoría Microeconómica
1975
- Jean Tirole
The theory of Industrial Organization
1992
- Lancaster, K.J.
"A new Approach to Consumer Theory"
Journal of Political Economy, 74
1966
- Michael Porter
Estrategia Competitiva
1990
- Nelson Larrañaga Zeni
El nuevo modelo de previsión social uruguayo
1996
- Oz Shy
Industrial Organization
Theory and Applications
1996
- Pension Funds

Retirement - Income Security and Capital Markets
An International Perspective
1997

- **Plan: Implementación de la ley 16.713**
Ley N°. 16.713 de 03 de setiembre de 1995
Modificativas y decretos reglamentarios con Índice Temático-Analítico

- **Richard A. Brealey**
Stewart C. Myers
Alan J. Marcus
Fundamentals of Corporate Finance
1995

- **Richard Schmalensee**
Robert D. Willig
HandBook of Industrial Organization
Volume II
1989

- **Robert H. Frank**
Microeconomía y Conducta
1996

- **Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Argentina**
Reformas a los Sistemas de Pensiones
1996

- **Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, Chile**
Evolución del Sistema Chileno de Pensiones
Número 3 (1981-1997)
Marzo 1998

- **Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, Chile**
El Sistema Chileno de Pensiones
Cuarta Edición
Abril 1998

ANEXO I

Estado de Situación Patrimonial

- 1.0.0.0 Activo**

- 1.1.0.0 Disponibilidades**
 - 1.1.1.0 Caja**
 - 1.1.2.0 Bancos**
 - 1.1.3.0 Valores a Depositar**

- 1.2.0.0 Créditos**
 - 1.2.1.0 Fondo de Ahorro Previsional**
 - 1.2.2.0 Casa Matriz, Empresas Controlantes / Controladas / Vinculadas**
 - 1.2.3.0 Documentos a Cobrar**
 - 1.2.4.0 Anticipos y Retenciones Impositivas**
 - 1.2.5.0 Pagos por Adelantado**
 - 1.2.6.0 Deudores Varios**
 - 1.2.7.0 Saldo deudor de Cuentas de Directores**
 - 1.2.8.0 Diversos**
 - 1.2.9.0 Menos Previsiones**

- 1.3.0.0 Inversiones**
 - 1.3.1.0 Depósitos Bancarios**
 - 1.3.2.0 Valores Públicos**
 - 1.3.3.0 Colocaciones en Instituciones Públicas**
 - 1.3.4.0 Valores Privados**

- 1.4.0.0 Inversiones de la Reserva Especial**
 - 1.4.1.0 Valores emitidos por el Estado Uruguayo**
 - 1.4.2.0 Valores emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay**
 - 1.4.3.0 Depósitos a Plazo**
 - 1.4.4.0 Valores emitidos por empresas públicas o privadas**
 - 1.4.5.0 Valores representativos de inversiones**
 - 1.4.6.0 Colocaciones en instituciones públicas o privadas para préstamos personales a afiliados.**

- 1.5.0.0 Bienes de Uso**