

SAFJP

**SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS
DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES**

**SERIE
ESTUDIOS
ESPECIALES**

Número 11

Noviembre de 1997

**Tres años del régimen de
capitalización individual:
rentabilidad, eficiencia
y solvencia de las AFJP**

Hugo D. Bertín*

** Analista de la Unidad de Estudios Económicos y Estadísticas de la Superintendencia de AFJP.*

Se agradecen los comentarios de Rafael Rofman y la colaboración de Andrea Perrotto. Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con las de la Superintendencia.

**TRES AÑOS DEL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN
INDIVIDUAL: RENTABILIDAD, EFICIENCIA Y
SOLVENCIA DE LAS AFJP**

- Hugo D. Bertín -

. INDICE:

Introducción	3
I Posición de las AFJP en el mercado	4
II Rentabilidad	11
III Eficiencia operativa	16
IV Solidez patrimonial	25
Conclusiones	30

. GLOSARIO:

Af.: Afiliados

Ap. de K: Aportes de capital

CAyC: Costos de administración y computación

CCom: Costos en comercialización

Coef. de variación: coeficiente de variación

Com.Adm.: Comisión por administración

Com.Ef.: Comisión efectiva

COp: Costos operativos

Cp: Costos en personal

E: Encaje

Fd: Fondo de jubilaciones y pensiones

Ff: Fondo de fluctuación

ICom: Ingresos por comisiones

IOp: Ingresos operativos

Kexc: Capital excedente

Kmi: Capital mínimo mantenido

Nd: Número de dependientes

OIyE: Otros ingresos y egresos

P: Pasivo total

PNb: Patrimonio neto básico = PN - Gastos diferidos

PSIyF: Primas de seguro de invalidez y fallecimiento

R.noAsig.: Resultados no asignados

RNeto = Resultado neto

ROE: "return on equity": RNeto / PNb

ROp: Resultado operativo = IOp - COp

Suc: Sucursales

TA: Total activo

TRES AÑOS DEL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL: RENTABILIDAD, EFICIENCIA Y SOLVENCIA DE LAS AFJP

INTRODUCCIÓN:

En este trabajo se estudia la performance de las AFJP luego de tres años de funcionamiento del régimen de capitalización individual¹.

El comportamiento de las administradoras es examinado desde cuatro perspectivas:

- . inserción en el mercado de afiliados, aportantes y fondos de jubilaciones y pensiones,
- . rentabilidad,
- . eficiencia operativa y
- . solvencia patrimonial.

A los fines analíticos las empresas fueron agrupadas en tres conjuntos sobre la base de la ponderación -en términos iguales- de dos variables: el número de afiliados y el tamaño del fondo intermediado. El primero segmento corresponde a las administradoras que tienen más del 5% de las variables mencionadas; el segundo agrupa a las que se ubican entre el 2% y el 5%; y en el tercero se encuentran las administradoras que tienen menos del 2% de los afiliados y del fondo de jubilaciones y pensiones.

El desempeño de las AFJP estuvo caracterizado por un aumento en el grado de concentración del sistema. El resultado operativo y neto consolidado fue positivo, a pesar de que las administradoras funcionaron con costos operativos crecientes. Los mayores costos

¹La fuente de los datos proviene de: SAFJP, Memoria Trimestral, vs. números. SAFJP, Boletín Mensual, vs. números. Para un examen de la performance de las AFJP durante los dos primeros años del régimen de capitalización individual se remite a: Bertín, H. (1996): "Desempeño de las AFJP, 1994-1996". Serie Estudios Especiales n° 7. En: SAFJP: Estudios sobre el régimen de capitalización argentino. Bs. As., Fundación del Trabajo. p. 201-238.

fueron el resultado del incremento en los gastos en comercialización, debido al mayor número de promotores contratados y a los gastos en publicidad en general. Las principales variables que explican las diversas performance de las AFJP son: la cantidad de aportantes, los ingresos imponible de los mismos y los costos operativos. Los niveles de liquidez, solvencia y el grado de cobertura de las deficiencias de rentabilidad del fondo administrado se mantuvieron en niveles altos y estables. En la actualidad, los bancos extranjeros son los accionistas principales del sistema, de acuerdo a la magnitud de los fondos que administran a través de las respectivas AFJP.

I. POSICIÓN DE LAS AFJP EN EL MERCADO:

A junio de 1997 las AFJPs administraban fondos por \$ 7.345 millones, equivalentes al 2,22 % del PBI.

En esta sección se analizará la importancia relativa de las AFJP en relación a: los fondos de jubilaciones y pensiones, la recaudación del sistema, la evolución de los afiliados y aportantes, la tasa de aportantes/afiliados y el nivel de ingreso imponible de los mismos.

Tomando en consideración la cantidad de afiliados, aportantes y el monto de los fondos administrados, se observa el importante grado de concentración que existe en el mercado: a fines del tercer año, las AFJP del primer grupo tienen una participación de mercado superior al 78%, las que pertenecen al segundo grupo poseen una cuota inferior al 15% y las restantes tienen niveles inferiores al 10% del total del sistema.

Los ingresos imponibles promedios son mayores para las AFJP de menor tamaño y le siguen en importancia las que pertenecen al primer y segundo grupo respectivamente.

Por otra parte, las proporciones entre aportantes/afiliados fueron similares entre el primer y tercer segmento e inferiores en el segundo.

Cuadro 1: AFJP, market share en porcentaje, cantidades y millones de pesos

	<i>Fondo de jubilaciones y pensiones</i>			<i>Afiliados</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
<i>promedio</i>	11,50	11,92	13,15	11,35	11,60	13,03
<i>acumulado</i>	69,01	71,55	78,93	68,12	69,62	78,16
<i>del 2% al 5%</i>						
<i>promedio</i>	2,92	3,04	2,23	3,34	3,74	3,03
<i>acumulado</i>	20,43	18,21	10,73	23,41	22,46	15,15
<i>menos del 2%</i>						
<i>promedio</i>	1,01	1,02	1,03	0,73	0,79	0,67
<i>acumulado</i>	10,07	10,23	10,33	7,32	7,92	6,69
CONSOLIDADO						
<i>acumulado</i>	1.365	3.839	7.345	3.843.099	5.245.208	5.820.534
	<i>Coefficiente de Variación</i>					
<i>más del 5%</i>	30,61	26,76	26,70	20,47	18,17	23,92
<i>del 2% al 5%</i>	21,59	43,51	50,26	31,27	42,52	53,45
<i>menos del 2%</i>	83,95	82,79	97,69	69,67	64,38	60,29
CONSOLIDADO	109,61	109,32	129,02	105,72	103,63	126,78
		<i>Aportantes</i>				
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>			
<i>más del 5%</i>						
<i>promedio</i>	11,47	11,96	13,30			
<i>acumulado</i>	68,81	71,75	79,79			
<i>del 2% al 5%</i>						
<i>promedio</i>	3,22	3,40	2,69			
<i>acumulado</i>	22,57	20,40	13,43			
<i>menos del 2%</i>						
<i>promedio</i>	0,80	0,78	0,68			
<i>acumulado</i>	8,00	7,85	6,78			
CONSOLIDADO						
<i>acumulado</i>	2.033.393	2.585.854	2.986.667			
	<i>Coefficiente de Variación</i>					
<i>más del 5%</i>	22,67	19,99	25,28			
<i>del 2% al 5%</i>	29,28	39,17	55,17			
<i>menos del 2%</i>	65,34	59,01	65,93			
CONSOLIDADO	106,65	107,58	130,63			

. El proceso de fusiones e incorporación de nuevos socios:

Los bancos privados extranjeros administran, a través de las AFJPs, el 54% de los fondos de jubilaciones y pensiones.

En el mes de junio de 1994 iniciaron actividades veinte y cuatro administradoras; posteriormente, se produjo un proceso de fusiones y se redujo el número de las AFJP a diez y ocho.

Siembra AFJP absorbió a Dignitas AFJP en mayo de 1995 y en el mes de diciembre Anticipar AFJP absorbió a Activa AFJP y Savia AFJP, cambiando el nombre por el de Activa Anticipar AFJP. En el año 1996 Profesión AFJP incorporó como socio a Auge AFJP y en el mes de agosto se produjo la fusión entre Ethika AFJP y Jacarandá AFJP. En

enero de 1997 Orígenes AFJP absorbió a Activa-Anticipar AFJP; en el mes de julio Máxima AFJP absorbió a Patrimonio AFJP y en el mes de septiembre Orígenes AFJP absorbió a Más Vida AFJP; de modo quedarán en el mercado diez y ocho administradoras funcionando.

En el mismo período ocurrieron numerosos cambios en la composición accionaria de los socios de las diversas administradoras; como resultado de los mismos se observó un incremento singular en la participación de los bancos extranjeros. Este proceso es en realidad una consecuencia de la compra de entidades locales por parte de bancos extranjeros ocurrido principalmente en el año 1997.

		<i>pesos</i>
Bancos privados extranjeros	3.971	54,08%
Bancos oficiales	1.080	14,70%
Bancos privados nacionales	807	10,99%
Compañías de seguros	716	9,75%
Gremios	381	5,18%
Compañías no financieras	230	3,13%
Otros	159	2,17%
TOTAL	7.345	31,21%

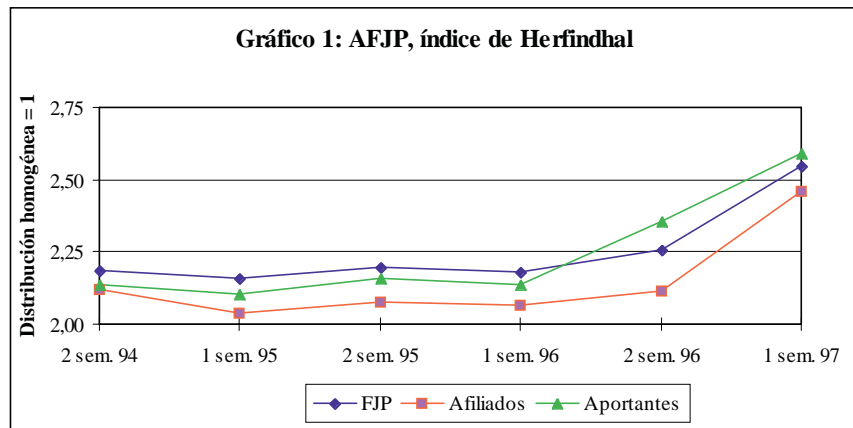
. Importancia relativa de los fondos de jubilaciones y pensiones:

Al finalizar el tercer año de funcionamiento del sistema, los fondos acumulados en las cuentas individuales fueron de \$ 7.345 millones, equivalentes al 2,22% del PBI.

En realidad, desde el inicio existe un grado de concentración alto en la industria. El índice de Herfindhal² ponderado se mantuvo estable en torno a 2.18 (el valor igual a 1 estaría indicando una distribución homogénea entre las AFJP) durante los dos primeros años y creció en el último, reflejando el proceso de fusiones señalado.

Las seis administradoras más grandes concentran el 79% de los afiliados al régimen de capitalización individual; mientras que las seis AFJP más chicas tienen el 10% del mercado

² El índice de Herfindhal se calcula como : $I = S (fi)^2$. Donde $fi = Fi / F$. Mientras que $F = S (Fi)$. Fi es el valor de los fondos de jubilaciones y pensiones de la AFJPi a la fecha de cálculo. El índice de Herfindhal ponderado por el número de administradoras es: $I * n$, donde n representa el número de AFJP en cada momento.



El grupo de las administradoras más grandes manejan, en promedio fondos equivalentes al 13% del total del mercado y acumulan el 79% del mismo; las administradoras intermedias tienen fondos que representan el 3% del total y acumulan el 11%; mientras que el grupo restante tiene fondos promedio del 1% del total y acumulan el 10%.

Dentro del primer grupo se destacan cuatro AFJP que tienen cuotas de mercado entre un 14% y 17% del total, luego hay otras dos con fondos equivalentes al 6% y 11% del total y, posteriormente, existe un grupo más amplio cuyos fondos son menores al 2% del total del sistema. Los coeficientes de variación reflejan el grado de dispersión que existe entre las AFJP pertenecientes a los distintos segmentos (Cuadro 1).

. Recaudación del sistema:

La recaudación acumulada en los fondos de jubilaciones y pensiones, en estos tres años, alcanzó los \$ 8.046 millones y provino, prácticamente en su totalidad, de los aportes obligatorios realizados por los afiliados. A su vez, los ingresos por comisiones fueron de \$2.014 millones (25,1% de los ingresos brutos al sistema).

La recaudación mensual promedio es de \$230 millones. La misma se encuentra fuertemente concentrada: en el pasado mes de junio las seis primeras AFJPs recaudaron el 80% del total y las seis administradoras más pequeñas el 7% del total del régimen de capitalización. El intervalo de variación de la recaudación por afiliado y por administradora es amplio, varía entre \$/Af. 183 y \$/Af. 26, con una media de \$50.

La recaudación del sistema provino prácticamente en su totalidad de los aportes obligatorios

. Evolución de los afiliados al sistema:

La cantidad de afiliados al sistema de capitalización era, a fines del último mes de junio, de 5.820.534. Las cuotas de mercado de los tres grupos son similares a las registradas para los fondos, con niveles ligeramente superiores para el segundo grupo e inferiores para el tercero.

En el primer sector se destacan cuatro administradoras que concentran entre el 13 y 17% del mercado cada una; dos AFJP participan con cuotas entre el 8% y el 10% y las restantes registran valores inferiores al 3%. Nuevamente seis administradoras concentran el 78% de los afiliados al sistema.

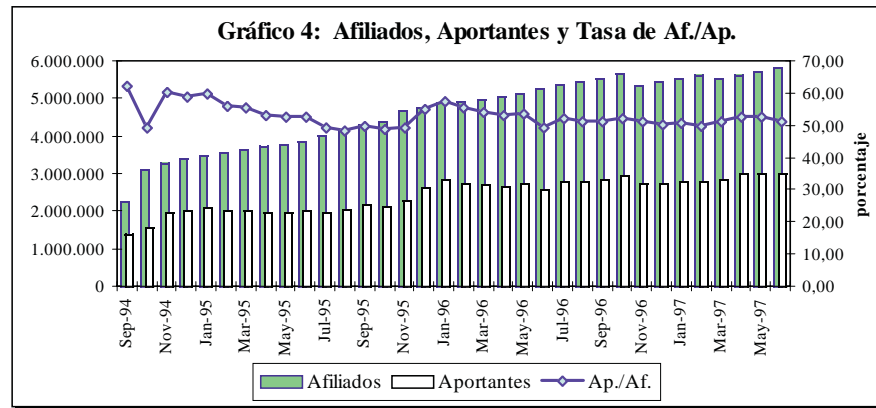
La diferencia en los niveles de los coeficientes de variación de los distintos segmentos refleja el grado de dispersión que existe entre las administradoras pertenecientes a los mismos.

El índice de concentración de Herfindhal permaneció estable en torno del valor 2,07 en los dos primeros años y aumentó significativamente en el último hasta el 2,46.

. Evolución de los aportantes al sistema:

La cantidad de aportantes aumentó de 2.033.393 en el mes de junio de 1995 a 2.986.667 en el mismo mes de 1997 (47%).

La concentración entre las administradoras de los tres segmentos fue similar a la registrada para los afiliados. El índice de Herfindhal se había mantenido alrededor del 2,14 en los dos primeros años y, posteriormente, llegó al 2,59 en el último. La evolución de los aportantes al sistema integrado de jubilaciones y pensiones en general, y al régimen de capitalización en particular, fue sensiblemente menor que la observada respecto al número de afiliados. En el gráfico siguiente se pueden observar el comportamiento de ambas variables y la relación entre las mismas.



. Relación afiliados/aportantes:

La relación aportante/afiliado es equivalente al 66% de las proyecciones originales.

La relación aportantes/afiliados en el régimen de capitalización disminuyó entre el primer y segundo año de funcionamiento del nuevo régimen y se estabilizó en el tercero en torno al 52,4%; la misma siempre se mantuvo debajo del 60%.

Las diferencias de los tres grupos no son significativas, pero se destaca, sin embargo, los valores de los coeficientes de variación del tercer segmento. En efecto, en este grupo existe un reducido conjunto de AFJPs que funcionan con niveles de aportantes/afiliados entre el 60% y el 80%.

Cabe señalar que las relaciones entre aportantes y afiliados registradas en este período fueron sensiblemente inferiores a las previstas por las administradoras en los proyectos de inversión iniciales, cuyo promedio había sido del 83%.

Cuadro N° 3

AFJP: ingreso imponible y relación aportantes/afiliados

(en miles de pesos y porcentajes)

	<i>Recaudación por aportante (en pesos)</i>			<i>Aportantes / Afiliados</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
<i>. monto</i>	837,5	852,6	906,1	56,55	52,03	54,60
<i>. variación</i>		1,80	6,27		-8,00	4,95
del 2% al 5%						
<i>. monto</i>	676,0	701,8	724,4	55,96	49,11	46,70
<i>. variación</i>		3,82	3,21		-12,24	-4,91
menos del 2%						
<i>. monto</i>	1.069,8	1.006,2	1.091,6	58,73	51,66	53,05
<i>. variación</i>		-5,95	8,49		-12,05	2,70
CONSOLIDADO						
<i>. monto</i>	817,0	845,9	904,9	56,44	52,34	52,42
<i>. variación</i>		3,55	6,97		-7,26	0,16

Existe una fuerte dispersión en la recaudación por aportante promedio de las administradoras.

. Ingreso imponible promedio:

El indicador de ingreso imponible promedio, calculado a partir de la recaudación por aportantes, creció durante todo el período en estudio, los valores promedios para el sistema fueron de \$817, \$846 y \$905 en cada uno de los años, respectivamente.

Los niveles más altos corresponden al segmento de AFJP con menor cantidad de afiliados y, dentro del mismo, se observan marcadas diferencias entre las administradoras; mientras que en los dos segmentos restantes los desvíos entre las mismas son menores.

. Perspectivas:

Luego de tres años de funcionamiento del régimen de capitalización individual se han conformado al menos tres grupos de AFJPs que tienen características estructurales similares en relación a la cantidad de afiliados y aportantes, el nivel de los ingresos imposables de los mismos, y el tamaño de los fondos de jubilaciones y pensiones administrados.

El primero de ellos está integrado por AFJPs que concentran una porción significativa del mercado de afiliados del sistema; tienen una tasa de aportantes/afiliados similar al promedio y son la que determinan el nivel de ingresos imposables consolidado.

Posteriormente, existe un grupo de administradoras que se ubican en una posición intermedia en relación a las variables mencionadas, al principio estaba más cerca del primer segmento y ahora se encuentra más próxima al tercero.

Finalmente, las AFJP del conjunto restante presentan las diferencias más significativas, como surge del análisis comparado de los coeficientes de variación presentados en los cuadros previos.

Examinado el contenido de estas disparidades se evidencia que si bien todas las administradoras funcionan con una cantidad de afiliados sensiblemente menor que el promedio del sistema, las diferencias principales entre las mismas están referidas a la tasa de aportantes/afiliados y al nivel de los ingresos imposables. Así, las AFJPs que están funcionando con niveles sensiblemente mayores para estas variables que el promedio son, en general, las que obtienen niveles de rentabilidad similares al que han alcanzado las administradoras del primer grupo; mientras que las restantes aún no

han superado el punto de equilibrio operativo.

La cantidad de afiliados al régimen de capitalización aumentó en los dos últimos años a tasas del 36% y del 11%, respectivamente. Para los próximos años el mercado de afiliados podría seguir creciendo, si se tiene en cuenta las diferencias que existen hoy entre los afiliados al sistema integrado de jubilaciones y pensiones y la población económicamente activa. Sin embargo, las diferencias más marcadas, que podrían tener fuertes repercusiones sobre la rentabilidad y eficiencia operativa de las administradoras, deberían provenir de los avances que se puedan alcanzar en la tasa de aportantes/afiliados del sistema, en la medida que disminuyan los altos niveles de evasión que se han registrado hasta el presente. Por otra parte, las variaciones en los niveles de ingresos imposables promedio de los afiliados dependerá de variables exógenas al sistema, ya que están relacionadas con los aumentos en la productividad del trabajo y con la posibilidad de que la misma se traslade, a través del mercado, a los salarios percibidos por los trabajadores. Finalmente, se podría esperar que el proceso de fusiones entre administradoras continúe, hasta que las mismas alcancen un tamaño de escala óptimo en los distintos segmentos en que se han colocado.

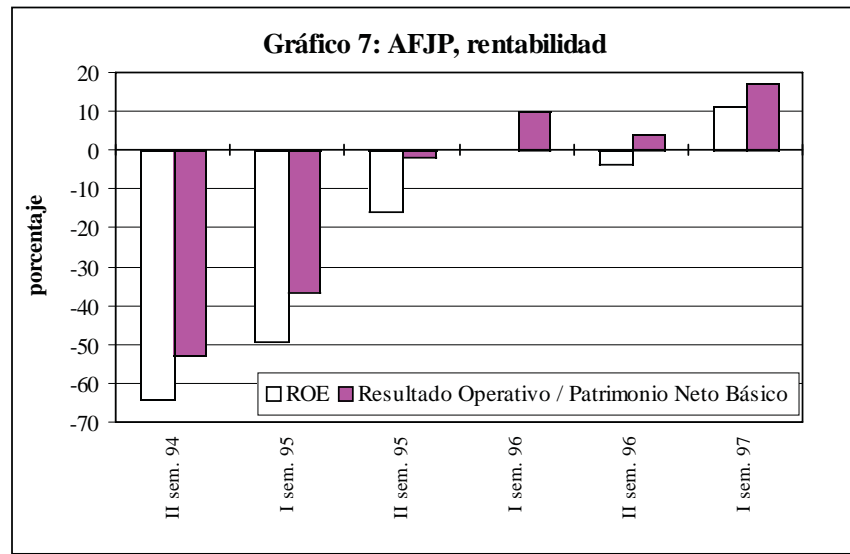
II. RENTABILIDAD DE LAS AFJP:

En esta sección se analiza el origen de las variaciones en los resultados operativos y netos de las administradoras y la evolución de los ingresos operativos.

. Variación de los resultados:

Al finalizar el tercer año, el sistema consolidado superó el punto de equilibrio operativo y obtuvo resultados netos positivos. En realidad, de acuerdo a lo que se observa en el gráfico adjunto, los ingresos operativos fueron mayores que los respectivos costos a fines del primer semestre del año 1996; mientras que los resultados netos alcanzaron cifras positivas en el primer semestre del presente año.

Luego de tres años de funcionamiento del régimen, los resultados netos y operativos consolidados son positivos; sin embargo, existe una fuerte dispersión entre las administradoras.



La mejora de los resultados operativos del sistema fue provocada por el aumento de los ingresos por comisiones, ya que los costos operativos crecieron a lo largo de todo el período.

Por otra parte, si se tiene en cuenta también la amortización periódica de los gastos de lanzamiento, se observa que el resultado neto mejoró, también, de manera sensible; en efecto, el ROE ("return on equity") = $(RN_{\text{Neto}} / PN_{\text{b}})^3$ para el sistema consolidado superó el equilibrio en el último semestre.

Las administradoras de mayor tamaño tuvieron resultados operativos y netos positivos al finalizar el segundo año. Sin embargo, si se examinan los coeficientes de variación se advierte que las diferencias en el interior de este segmento fueron marcadas en especial en el período mencionado. Posteriormente, en el último año, la reducción del citado coeficiente reflejó el comportamiento más homogéneo en la rentabilidad de este grupo.

En el segundo grupo los resultados netos evolucionaron favorablemente hasta el segundo año y luego aumentaron los desequilibrios. Este comportamiento es relativamente similar entre las administradoras pertenecientes a este segmento como surge de la

³ En este caso, y en general cuando se presentan coeficientes que relacionan flujos con stocks, estos últimos son calculados como el promedio simple de los valores al inicio y a fines del período respectivo; mientras que los coeficientes que vinculan stocks son calculados con los datos a fines del período.

En el caso del ROE, el patrimonio neto básico fue calculado como el patrimonio neto menos los gastos diferidos (gastos de lanzamiento que figuran en el activo y son amortizados en siete años), para que el denominador del ROE sea homogéneo a lo largo del tiempo.

evolución de los coeficientes de variación en el transcurso de los tres años.

Finalmente, las AFJP del tercer grupo (menos del 2% de afiliados y del FJP) mejoraron la performance, aunque la misma sigue siendo negativa. Las variaciones en el interior del mismo son marcadas, ya que existen administradoras que han superado el "break even" operativo y tienen también resultados netos positivos. En este caso, el saldo del segmento estuvo fuertemente influenciado por el desempeño de alguna de las AFJP pertenecientes al mismo.

Cuadro 4: Rentabilidad porcentaje

	<i>ROE</i>			<i>ROp / PNb</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>. grandes</i>	-150,63	4,41	26,13	-150,63	42,01	43,37
<i>. intermediadas</i>	-141,44	-29,59	-57,66	-141,44	-12,92	-34,15
<i>. pequeñas</i>	-64,57	-33,33	-23,00	-56,91	-23,88	-13,05
TOTAL	-105,99	-4,73	8,95	-85,49	19,56	22,62
<i>Coefficiente de variabilidad</i>						
<i>. grandes</i>	-78,9%	1229,6%	78,2%	-94,1%	121,8%	37,0%
<i>. intermediadas</i>	-74,4%	-91,2%	-65,9%	-81,6%	-141,6%	-83,0%
<i>. pequeñas</i>	-83,0%	-166,6%	-152,6%	-83,1%	-207,0%	-187,2%
TOTAL	-93,8%	-1116,1%	-266,0%	-102,9%	274,3%	-2746,8%

Si se analizan los resultados operativos puros, excluyendo los efectos de las amortizaciones de los gastos diferidos y los otros gastos, se puede apreciar, con mayor detalle, la gestión de las AFJP en estos años.

En este sentido, analizando el comportamiento del coeficiente ROp/PNb (resultado operativo / patrimonio neto básico) se observan, también, cambios relevantes: el sistema en su conjunto superó el punto de equilibrio operativo a fines del segundo año.

Las administradoras de mayor tamaño están funcionando desde hace dos años con ingresos operativos mayores a los respectivos egresos; mientras que para los dos segmentos restantes los costos operativos siguen siendo mayores que los ingresos, aún cuando algunas de las AFJP pertenecientes a los mismos registraron resultados operativos positivos.

Al mes de junio último nueve AFJP sobre veinte tuvieron resultados operativos positivos, seis están en un punto cercano al equilibrio

operativo y las restantes cinco están funcionando con costos marcadamente superiores que los respectivos ingresos (dos AFJP, una perteneciente a cada uno de los últimos subgrupos, fueron absorbidas recientemente).

Los ingresos por comisiones representan más del 90% de los ingresos operativos.

. Componentes de los ingresos:

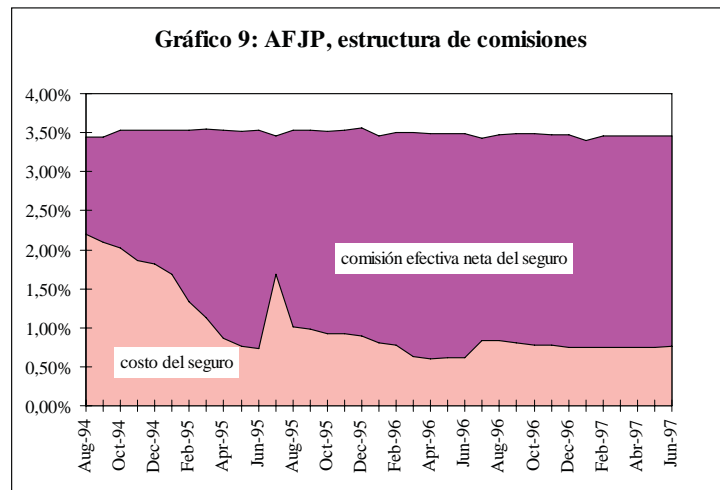
El aumento de los ingresos por comisiones netos registrado en estos tres años fue originada por el aumento de los aportantes al sistema y los mayores niveles de ingresos imponibles de los mismos; mientras que las comisiones efectivas cobradas a los afiliados permanecieron relativamente constantes.

Las variaciones de los resultados netos y operativos se explican analizando la evolución de los respectivos ingresos y costos.

Los ingresos operativos han aumentado sistemáticamente en los tres períodos tanto para el consolidado del sistema, como para cada uno de los grupos respectivos.

Los ingresos por comisiones representaron siempre más del 90% de los ingresos operativos totales de las administradoras. La comisión efectiva promedio cobrada a los afiliados no sufrió cambios significativos: fue del 3,51% en el primer año, 3,52% en el segundo y 3,46% en el último. Sin embargo, las comisiones administrativas (netas del seguro) experimentaron aumentos considerables: para el consolidado del sistema la relación entre la comisión de administración respecto a la comisión efectiva pasó de 50,6% a 77,7% entre el primer y último año. Las administradoras se favorecieron por el descenso en las comisiones de los seguro de invalidez y fallecimiento e incorporaron las ganancias derivadas de la disminución de este componente de los costos, sin trasladar estos efectos a los afiliados al sistema. Este comportamiento de las administradoras fue relativamente homogéneo para los tres subgrupos.

En el gráfico siguiente se observa la evolución de las comisiones totales, "pura de administración" y "costo del seguro" desde el inicio del sistema.



En consecuencia, los mayores ingresos operativos observados son el resultado de la combinación de dos factores: el crecimiento en el número de aportantes al sistema y los mayores niveles de ingreso imponibles de los mismos.

Cuadro N° 5

AFJP: componentes de los ingresos

(en miles de pesos y porcentajes)

	<i>Ingresos Operativos</i>			<i>ICom. / IOp²</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. promedio	63.825	93.884	139.403			
. subtotal	446.777	657.191	836.421	99,43	98,72	97,48
. variación		47,10	27,27		-0,72	-1,25
del 2% al 5%						
. promedio	18.557	24.476	25.710			
. subtotal	92.785	158.311	128.551	97,97	96,04	96,96
. variación		70,62	-18,80		-1,97	0,96
menos del 2%						
. promedio	5.383	8.163	10.064			
. monto	53.825	81.634	90.575	87,47	91,05	92,83
. variación		51,67	10,95		4,10	1,95
CONSOLIDADO						
. monto	593.387	861.207	1.055.547	99,01	96,90	97,49
. variación		45,13	22,57		-2,13	0,61
	<i>Comisión efectiva</i>			<i>Comisión por administración / Comisión efectiva</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	3,56	3,55	3,47	56,23	74,26	78,60
. variación		-0,24	-2,24		32,08	5,84
del 2% al 5%						
. monto	3,54	3,63	3,52	57,95	74,92	75,53
. variación		2,60	-2,96		29,29	0,82
menos del 2%						
. monto	3,38	3,32	3,26	42,81	65,59	75,99
. variación		-1,67	-1,84		53,23	15,86
PROMEDIO						
. monto	3,51	3,52	3,46	50,65	73,19	77,66
. variación		0,31	-1,81		44,51	6,10

. Perspectivas:

Las mejoras en los coeficientes de rentabilidad ocurridos en estos meses fueron el resultado directo de los mayores ingresos por comisiones; mientras que los costos operativos afectaron de manera negativa a los resultados durante los tres años, como se mostrará en la sección siguiente.

En los próximos años, los progresos en los indicadores de rentabilidad, examinados desde el lado de los ingresos, dependerán de las nuevas incorporaciones de afiliados al sistema, del comportamiento de la relación entre aportantes y afiliados y de los niveles de ingresos imponibles de las administradoras y del consolidado del sistema. En cambio, no se debería esperar que la estrategia de mayores ingresos se pueda apoyar en incrementos de las comisiones cobradas a los afiliados al sistema.

III. EFICIENCIA OPERATIVA:

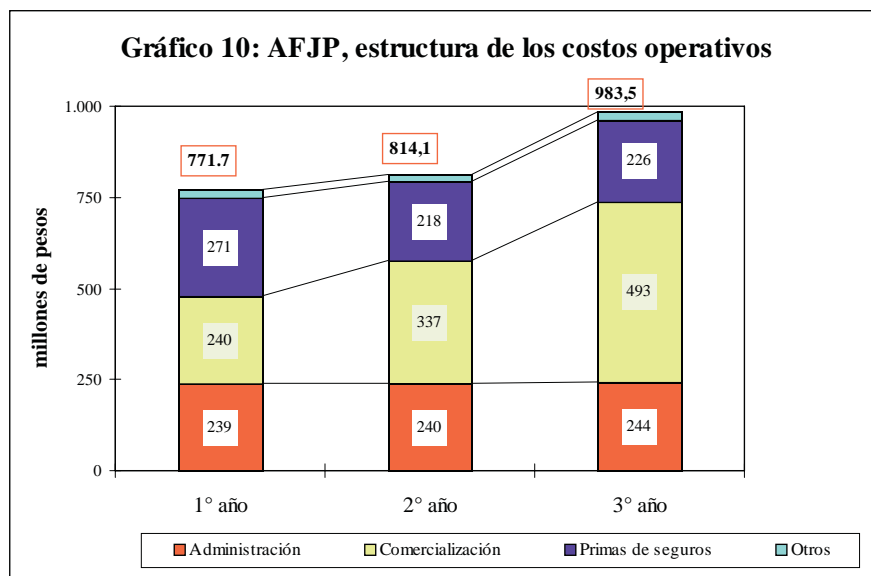
En el tercer año de funcionamiento del régimen de capitalización, los costos operativos de las AFJP fueron de \$ 983,5 millones.

En esta parte del informe se examina la estructura de los costos operativos y la evolución de los elementos que la componen. Además, se estudian los rendimientos y costos por personal ocupado, sucursales y número de aportantes y afiliados al sistema.

. Evolución de los costos operativos:

En términos absolutos los costos operativos consolidados aumentaron a lo largo del período en estudio a una tasa creciente: 5,5% en el segundo año y 20,8% en el último. Los costos operativos totales del tercer año fueron de \$983,5 millones.

El incremento de los mismos fue el resultado del aumento en los gastos en comercialización (incluye la remuneración del personal del área); mientras que los gastos en administración (también incluye la remuneración del personal del sector) y los pagos por las primas de los seguros de invalidez y fallecimiento se mantuvieron estable.



. Composición de los costos operativos:

Los costos en comercialización crecieron en estos tres años y son los más importantes en términos relativos.

En términos relativos, los gastos en comercialización representaron el 50% de los costos operativos totales del tercer ejercicio; los gastos en administración fueron equivalentes al 25%; y las primas de los seguros el 23% de los costos totales del sistema.

El incremento en la participación absoluta y relativa de los gastos en comercialización estuvo centrado, principalmente, en el grupo de las AFJP de mayor tamaño; la importancia relativa de los mismos creció del 32% de los costos totales en el primer ejercicio al 52% en el último.

Por otra parte, se puede señalar que si bien los gastos en concepto de pago de las primas de los seguros permanecieron relativamente constantes en términos absolutos, disminuyó sensiblemente su participación relativa del 35% al 23%. Las causas de este comportamiento fue la combinación del aumento en la cantidad de aportantes sobre los cuales se pagan las comisiones del seguro y, al mismo tiempo, la fuerte disminución en las comisiones que las AFJP pagan a las compañías de seguro; en efecto, la misma bajó del 1,73% (49% de la comisión total) al 0,77% (22% de la comisión total). La evolución de la comisión del seguro fue homogénea para las administradoras del sistema.

Los gastos en administración se mantuvieron estables en términos absolutos y disminuyó la importancia relativa de los mismos; los

costos administrativos tuvieron mayor importancia relativa en las administradoras de menor tamaño.

Cuadro 6: AFJP, estructura de costos

	<i>Costos Operativos</i>			<i>Costos Operativos / Ingresos Operativos</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5% variación</i>	569.753	593.148 4,1%	785.258 32,4%	129,77	91,87	89,63
<i>del 2% al 5% variación</i>	107.763	124.134 15,2%	100.254 -19,2%	146,68	103,89	109,54
<i>menos del 2% variación</i>	94.227	96.876 2,8%	98.031 1,2%	317,15	145,01	118,34
TOTAL variación	771.743	814.158 5,5%	983.543 20,8%	130,06	94,54	93,18

	<i>Gastos en Personal / Costos Operativos</i>			<i>Gastos en Administración / Costos Operativos</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>	33,60	41,58	43,97	16,22	15,75	12,35
<i>del 2% al 5%</i>	40,49	40,76	45,66	20,18	19,88	19,80
<i>menos del 2%</i>	35,94	39,42	40,46	25,00	21,93	23,15
TOTAL	35,07	40,50	43,86	17,92	16,87	14,02

	<i>Gastos en Comercialización / Costos Operativos</i>			<i>Primas de Seguros / Costos Operativos</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>	9,89	13,91	18,47	37,58	25,87	23,19
<i>del 2% al 5%</i>	6,67	11,01	11,70	30,40	26,90	20,80
<i>menos del 2%</i>	9,60	8,73	10,57	26,96	26,68	22,10
TOTAL	9,02	13,46	17,11	35,17	26,79	22,96

. Rendimientos y costos del personal:

La productividad bruta del personal de las AFJP, analizada a través de la relación entre el resultado operativo y el número de dependientes, se incrementó en forma significativa en todo el período.

La cantidad de personal ocupado por el sistema aumentó a lo largo de los tres años de 13.569 (a diciembre de 1994) a 22.749 (a junio de 1997), equivalente al 68%. Desde el inicio, el personal ocupado estuvo fuertemente concentrado entre las administradoras de mayor tamaño y, posteriormente, estas AFJP registraron las mayores tasas de crecimiento.

Dada la mayor cantidad de fondos administrados por las AFJP, la relación entre fondos y personal ocupado por las mismas pasó de \$113.819 en el primer año al \$439.668 en el último.

Mientras que el aumento de los resultados netos, ya comentada, determinó, a su vez, un incremento de los mismos en relación al personal ocupado de \$/Nd -10.422 a \$/Nd 2.549 entre el primer y el tercer año del período en estudio. La dispersión entre los tres

El personal ocupado en el sector creció el 68% entre el segundo semestre de 1994 y el primer semestre de 1997.

segmentos y en el interior de los mismos sigue siendo alta, como se evidencia por las magnitudes de los coeficientes de dispersión.

Un comportamiento similar se puede percibir en la relación de los resultados operativos por personal ocupado, en este caso el coeficiente para el sistema pasó de -\$7.235 en el primer año a \$4.874 en el último.

Por otra parte, los costos operativos por personal ocupado disminuyeron ligeramente en el transcurso de estos tres años de \$/Nd 54,8 miles en el primer ejercicio a \$/Nd 47,7 miles en el último.

En cambio, la relación entre los costos en personal y el número de personas que trabajan en el sistema creció en estos años de \$/Nd 19.202 en el primer ejercicio a \$/Nd 22.915 en el último.

<i>Cuadro 7: AFJP, rendimientos y costos del personal</i>						
<i>(en miles de pesos y porcentajes)</i>						
	<i>Fd / Nd</i>			<i>TA / Nd</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	113,8	272,1	399,4	59,3	61,8	50,8
. Coef. V.	50,8	31,9	21,6	42,7	33,2	24,4
del 2% al 5%						
. monto	97,7	167,9	254,0	76,5	44,7	46,9
. Coef. V.	16,2	11,8	28,1	40,0	41,9	82,8
menos del 2%						
. monto	115,5	231,5	407,1	145,5	89,9	86,7
. Coef. V.	102,8	85,0	76,3	125,6	47,8	49,5
CONSOLIDADO						
. monto	96,8	234,9	356,3	60,1	55,0	47,3
. Coef. V.	89,8	62,5	61,7	218,9	68,1	60,7
	<i>RNeto / Nd</i>			<i>ROp / Nd</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	-10,4	2,0	4,5	-7,7	6,5	6,5
. Coef. V.	-67,5	317,6	98,6	-100,1	107,7	64,4
del 2% al 5%						
. monto	-24,4	-4,2	-9,1	-18,9	-1,7	-4,4
. Coef. V.	-68,0	-108,8	-103,2	-73,4	-179,6	-76,3
menos del 2%						
. monto	-37,2	-6,2	-5,5	-31,4	-4,2	-2,7
. Coef. V.	-139,4	-301,9	-256,0	-125,0	-411,4	-423,6
CONSOLIDADO						
. monto	-15,7	-0,7	1,4	-12,7	2,9	3,5
. Coef. V.	-242,2	-1.983,1	-356,0	-233,9	459,8	-2.432,4
	<i>COp / Nd</i>			<i>Cp / Nd</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	60,1	53,5	51,2	18,9	21,7	22,5
. Coef. V.	39,0	23,6	16,7	27,7	18,9	17,6
del 2% al 5%						
. monto	59,8	43,5	46,7	25,3	18,2	21,4
. Coef. V.	30,8	17,1	38,4	46,3	34,7	40,7
menos del 2%						
. monto	78,0	52,7	52,8	24,6	18,9	19,1
. Coef. V.	109,3	36,0	42,7	93,7	23,0	31,2
CONSOLIDADO						
. monto	54,8	49,8	47,7	19,2	20,2	20,9
. Coef. V.	105,2	31,3	36,1	86,8	24,8	31,3

La cantidad de sucursales se redujo en el 39% desde el inicio del régimen de capitalización individual.

. Rendimientos y costos por sucursal:

Continuando el estudio de los diversos aspectos vinculados con la eficiencia operativa, se analiza a continuación la importancia relativa de las estructuras de sucursales en la determinación de los costos totales.

La cantidad de sucursales de las AFJP (incluyendo las casas centrales) disminuyó de 990 a 608 (-39%) entre el primer y tercer año. Las mismas se encuentran concentradas entre las administradoras de mayor tamaño.

El número sucursales disminuyó para las AFJP del primer y tercer segmento, y aumentó en las del segundo grupo; sin embargo, el comportamiento en el interior de los mismos fue diverso: existen administradoras que han conservado el número original de las sucursales o sólo lo han disminuido ligeramente.

Dado el crecimiento del sistema, se observa que la cantidad de fondos administrados por sucursal aumentó fuertemente de \$/Suc. 1,3 millones en el primer año en estudio a \$/Suc 12,1 millones en el último. De la misma manera, en este período crecieron los resultados netos y operativos por sucursal. Al principio el conjunto del sistema tenía pérdidas operativas de \$/Suc 169,8 miles por semestre; mientras que en el último período obtuvo ganancias de \$/Suc 117,1.

Por otra parte, considerando el comportamiento de los costos y el número de sucursales, los costos operativos por sucursal se incrementaron en el mismo período de \$734,9 miles por sucursal a \$1,6 millones para el consolidado del sistema, y similar comportamiento ocurrió en cada uno de los tres grupos.

En particular, se evidencia también un incremento de los costos administrativos por sucursal de \$131,7 miles en el primer año a \$224,3 miles en el último.

Finalmente, teniendo en cuenta las variaciones inversas entre personal ocupado y sucursales el promedio de los mismos más que se duplicó de 13,4 empleados por sucursal en el primer año a 34,1 en el tercer período.

Cuadro 8: AFJP, estructura distributiva miles de pesos y porcentaje

	<i>Fd / Suc</i>			<i>RNeto / Suc</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	2.545,6	8.805,7	15.349,2	-297,1	58,5	209,0
. Coef. V.	93,3	46,4	37,8	-64,3	425,0	107,5
del 2% al 5%						
. monto	2.986,3	7.707,6	8.664,0	-707,1	-121,9	-232,6
. Coef. V.	31,3	32,8	45,1	-64,5	-115,3	-50,8
menos del 2%						
. monto	2.671,2	7.039,9	19.493,4	-1.037,9	-293,8	-159,0
. Coef. V.	85,7	80,1	78,9	-98,7	-229,4	-250,1
CONSOLIDADO						
. monto	1.299,3	6.160,9	12.080,4	-210,6	-14,1	46,3
. Coef. V.	159,5	75,8	75,9	-380,5	-3569,0	-524,1
	<i>ROp / Suc</i>			<i>COp / Suc</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	-234,0	170,6	282,7	1.271,4	1.435,2	2.071,0
. Coef. V.	-69,7	165,6	78,8	73,6	62,4	37,0
del 2% al 5%						
. monto	-541,7	-35,3	-127,3	1.792,7	1.809,9	1.706,2
. Coef. V.	-72,3	-302,5	-46,7	34,6	28,4	31,0
menos del 2%						
. monto	-903,8	-301,3	-82,2	1.957,8	1.760,3	1.912,3
. Coef. V.	-92,2	-252,6	-374,3	71,3	49,2	53,0
CONSOLIDADO						
. monto	-169,9	58,3	117,1	735,0	1.009,5	1.599,3
. Coef. V.	-393,3	990,6	1.863,6	156,9	81,8	44,7
	<i>CAyC / Suc</i>			<i>Nd / Suc</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
más del 5%						
. monto	200,3	225,8	240,4	23,7	33,0	33,9
. Coef. V.	82,4	72,0	27,0	63,3	37,1	45,1
del 2% al 5%						
. monto	360,1	352,4	327,1	30,7	47,7	56,8
. Coef. V.	38,9	25,9	29,2	28,7	40,4	78,1
menos del 2%						
. monto	540,9	368,6	424,4	33,8	39,2	39,9
. Coef. V.	109,2	45,6	50,0	76,0	69,9	61,8
CONSOLIDADO						
. monto	131,7	170,3	224,3	13,4	26,2	26,0
. Coef. V.	334,3	97,0	50,2	150,1	85,4	71,4

. Rendimientos y costos por afiliado:

La cantidad de afiliados al sistema se incrementó de 3.843.099 en el primer año funcionamiento del sistema a 5.820.534 en el último (51%).

En este período la relación entre los fondos de jubilaciones y pensiones y la cantidad de afiliados pasó de \$/Af. 326 a \$/Af. 1.188 en el mismo período.

Los mayores niveles de ingresos operativos generaron un mayor grado de cobertura de los costos operativos y, en consecuencia, se produjo una mejora en los resultados de gestión de las AFJP. Los

Si bien mejora la relación de los resultados operativos por afiliados, queda aún un margen de maniobra en la medida que aumenta la relación aportante/afiliado.

resultados netos pasaron de -\$55 a \$5 por afiliado por año; mientras que los resultados operativos por afiliados aumentaron de -\$44 a \$13 por afiliado por año entre el primer y tercer ejercicio.

Por otra parte, la incorporación continua de nuevos afiliados al sistema implicó una mejora en las relaciones entre afiliados-personal ocupado y afiliados-sucursales.

Cuadro 9: AFJP, rendimiento y costos por afiliado (en pesos, cantidades y porcentajes)

	<i>Fd / Af.</i>			<i>RNeto / Af.</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
. monto	325,9	710,5	1.188,3	-45,8	1,6	7,4
. Coef. V.	20,0	12,8	20,8	-96,1	1.179,3	264,6
<i>del 2% al 5%</i>						
. monto	320,2	582,6	955,5	-75,3	-13,7	-21,4
. Coef. V.	14,6	16,8	15,1	-63,2	-107,1	-61,5
<i>menos del 2%</i>						
. monto	439,7	1.011,0	1.850,8	-294,1	-100,1	-25,2
. Coef. V.	62,4	63,1	73,3	-162,3	-199,7	-216,5
CONSOLIDADO						
. monto	339,3	715,7	1.261,9	-55,0	-2,4	5,1
. Coef. V.	58,7	66,0	69,4	-628,2	-5.915,8	-319,3

	<i>ROp / Af.</i>			<i>COp / Af.</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
. monto	-36,9	14,9	14,3	182,9	165,9	175,0
. Coef. V.	-114,0	122,4	132,0	20,4	22,9	16,8
<i>del 2% al 5%</i>						
. monto	-58,8	-5,5	-9,9	192,0	165,1	165,8
. Coef. V.	-72,2	-213,9	-31,4	22,0	8,4	13,4
<i>menos del 2%</i>						
. monto	-261,8	-109,4	-15,0	422,1	376,8	245,5
. Coef. V.	-161,0	-230,8	-302,2	97,4	85,3	37,1
CONSOLIDADO						
. monto	-44,4	10,0	12,9	191,9	173,5	175,9
. Coef. V.	-690,9	1.797,6	-940,9	158,1	139,5	36,2

	<i>Af. / Nd</i>			<i>Af. / Suc</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
. monto	341	383	366,2	7.482	12.472	11.183
. Coef. V.	41,8	28,1	27,2	81,9	42,7	38,2
<i>del 2% al 5%</i>						
. monto	308	295	293,8	9.389	13.459	10.085
. Coef. V.	16,8	18,8	51,7	27,7	33,9	26,7
<i>menos del 2%</i>						
. monto	407	222	216,0	8.265	6.915	13.968
. Coef. V.	186,7	43,1	35,2	144,2	50,6	111,0
CONSOLIDADO						
. monto	285	328	309,2	3.829	8.608	9.573
. Coef. V.	183,3	35,3	43,3	231,0	61,8	89,1

Los resultados netos por aportante para el sistema consolidado fueron positivos, aunque evidencian una gran dispersión entre las AFJP.

Rendimientos y costos por aportante:

Teniendo presente la evolución de la relación entre aportantes/afiliados en estos tres años, resulta conveniente extender el análisis realizado en el punto anterior para examinar la productividad

y eficiencia del sistema y de las administradoras respecto al número de aportantes al mismo.

Los aportantes, en realidad, son la fuente de ingresos primarios para las AFJPs, mientras que los afiliados influyen sobre el tamaño de escala que tienen que cubrir las administradoras con su estructura operativa. La cantidad de aportantes se incrementó de 2.033.393 en el primer año a 2.986.667 en el tercero (47%).

La relación entre los fondos de jubilaciones y pensiones y los aportantes se incrementó de \$685 en el primer ejercicio a \$2.459 en el último.

El aumento de los aportantes efectivos y el mantenimiento de las comisiones totales cobradas por las AFJP generaron un fuerte crecimiento en los ingresos por operaciones.

Cuadro 10: AFJP, rendimiento y costos por aportante en pesos, cantidades y porcentajes

	<i>Fd / Ap.</i>			<i>RNeto / Ap.</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
. monto	653,5	1.463,9	2.331,1	-93,1	-0,2	14,3
. Coef. V.	14,8	9,8	11,9	-98,2	-222,3	321,1
<i>del 2% al 5%</i>						
. monto	664,7	1.286,4	2.068,5	-154,2	-30,0	-52,1
. Coef. V.	10,2	12,3	10,8	-67,0	-103,2	-69,3
<i>menos del 2%</i>						
. monto	782,4	1.849,3	3.288,6	-792,7	-248,6	-90,9
. Coef. V.	44,5	47,3	51,7	-186,5	-174,0	-170,4
CONSOLIDADO						
. monto	685,3	1.484,3	2.459,2	-109,3	-4,9	11,8
. Coef. V.	36,7	43,5	47,0	-968,1	-640,5	-255,4
	<i>ROp / Ap.</i>			<i>COp / Ap.</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
. monto	-75,2	29,1	29,9	367,9	350,5	394,7
. Coef. V.	-116,1	127,6	146,7	21,9	17,9	14,1
<i>del 2% al 5%</i>						
. monto	-121,1	-12,3	-23,4	382,8	349,0	384,7
. Coef. V.	-76,1	-194,8	-36,6	26,4	7,5	8,7
<i>menos del 2%</i>						
. monto	-706,1	-264,3	-57,0	1.012,9	761,1	533,4
. Coef. V.	-185,2	-204,7	-196,5	131,5	93,2	24,3
CONSOLIDADO						
. monto	-88,1	20,4	29,7	381,4	352,5	405,7
. Coef. V.	-1.064,9	-718,6	-444,7	251,3	147,9	25,9
	<i>Ap. / Nd</i>			<i>Ap. / Suc</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
<i>más del 5%</i>						
. monto	169	186	185	3.773	6.051	5.757
. Coef. V.	43,0	29,2	31,4	85,9	44,0	43,5
<i>del 2% al 5%</i>						
. monto	148	132	127	4.492	6.043	4.691
. Coef. V.	15,4	15,5	34,0	28,0	32,8	30,8
<i>menos del 2%</i>						
. monto	156	117	115	3.512	3.605	6.449
. Coef. V.	123,6	57,0	51,8	92,4	57,6	90,6
CONSOLIDADO						
. monto	141	158	159	1.896	4.151	4.912
. Coef. V.	96,9	39,8	45,5	153,3	61,9	73,3

Los resultados netos se transformaron de una pérdida de \$/Ap./año 109,3 en el primer ejercicio a una ganancia de \$/Ap./año 11,8 en el último. Las variaciones en los coeficientes de variación en los tres segmentos reflejan las diferencias en el desempeño de las distintas administradoras.

Los costos operativos por aportantes también se incrementaron para el sistema consolidado de \$/Ap./año 381 a \$/Ap./año 406.

La relación entre aportantes y personal ocupado por las AFJP se mantuvo relativamente constante, ya que aumentaron ambos conceptos. La proporción entre aportantes y personal ocupado fluctuó entre 141 y 159 en el primer y tercer año respectivamente; los niveles mayores correspondieron a las administradoras del primer grupo.

Por otra parte, dada la disminución comentada en la cantidad de sucursales abiertas por las administradoras, la relación entre aportantes y sucursales aumentó en el transcurso del período estudiado.

Perspectivas:

Los indicadores de eficiencia operativa no registraron variaciones importantes para el sistema consolidado, sin embargo mostraron mejoras significativas en forma selectiva, a lo largo de estos tres años de funcionamiento del sistema.

En el último año los costos operativos registraron un incremento significativo, impulsados por los mayores gastos en comercialización realizados por las administradoras en general, y las de mayor tamaño en particular. El número de empleados ocupados en el sistema - básicamente promotores- creció en forma constante, mientras que el número de sucursales se redujo en estos años.

En este sentido, se debe señalar que aún cuando la tasa de crecimiento de la cantidad de afiliados no mostrase los niveles propios de las fases iniciales de lanzamiento del sistema, queda un margen de maniobra amplio para trabajar sobre la eficiencia operativa en la medida que mejoren los niveles de aportantes efectivos respecto al total de afiliados al sistema y que se siga trabajando sobre los diversos componentes de los costos operativos del sistema.

IV. SOLIDEZ PATRIMONIAL:

En esta sección se analizan la posición de liquidez y solvencia de las administradoras y el grado de cobertura de rentabilidad del fondo de jubilaciones y pensiones y de la rentabilidad propia de las administradoras.

. Liquidez:

Los niveles de liquidez se mantuvieron altos en el período estudiado.

La liquidez del sistema, medida a través de la relación entre activos y pasivos corrientes, se mantuvo relativamente estable para el sistema consolidado. Los niveles están relacionados de manera inversa con el tamaño de las administradoras, debido a la importancia relativa que tienen las inversiones del capital mantenido respecto a los pasivos de corto plazo.

Cuadro 11: AFJP, solvencia y liquidez

porcentaje

	<i>Capital mínimo / Pasivo</i>			<i>Activos corrientes / Pasivos corrientes</i>		
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>
. <i>más del 5%</i>	98,4	101,4	105,4	138,7	166,1	169,2
. <i>variación relativa</i>		3,1%	3,9%		19,8%	1,8%
. <i>del 2% al 5%</i>	267,1	342,0	208,0	265,3	324,7	211,3
. <i>variación relativa</i>		28,0%	-39,2%		22,4%	-34,9%
. <i>menos del 2%</i>	631,8	721,5	326,9	474,5	447,6	277,8
. <i>variación relativa</i>		14,2%	-54,7%		-5,7%	-37,9%
TOTAL	143,1	130,0	119,1	172,7	179,8	175,2
. <i>variación relativa</i>		-9,2%	-8,4%		4,1%	-2,6%
	<i>Coefficiente de variación</i>					
. <i>más del 5%</i>	35,1%	75,1%	54,8%	23,9%	42,0%	38,7%
. <i>del 2% al 5%</i>	49,4%	93,8%	108,7%	58,7%	93,3%	90,3%
. <i>menos del 2%</i>	94,1%	86,8%	60,6%	90,3%	94,7%	50,5%
TOTAL	329,2%	405,6%	87,2%	193,6%	191,8%	64,1%

. Solvencia:

Los coeficientes de solvencia del sistema consolidado son altos, tanto en relación a los pasivos de terceros como al capital invertido.

En los tres primeros años de funcionamiento del sistema las AFJP cumplieron con los requisitos de capital mínimo establecidos por la legislación.

En este período los niveles de capital excedente mantenido por las administradoras fueron aumentando para la mayoría de las AFJP y para el conjunto del sistema como se observa en los cuadro 13.

Del mismo modo se advierte que los coeficientes de solvencia se

mantuvieron en niveles importantes, tanto en relación a los pasivos de terceros como respecto al total del capital invertido. En este sentido, si se considera la relación entre el capital mínimo y el pasivo total (esto es entre el patrimonio neto deducido los gastos diferidos registrados en el activo y el encaje) se observa que para el sistema consolidado esta relación nunca fue menor que uno. Es decir, que el "patrimonio libre", así definido, fue siempre mayor que el pasivo total de las AFJP. Del mismo modo, el patrimonio neto básico (patrimonio neto menos gastos diferidos) en relación al activo total (neto de los gastos diferidos) se mantuvo siempre por encima del 60% para el sistema en su conjunto.

. Cobertura de rentabilidad del FJP y de la rentabilidad propia:

El indicador de cobertura de las deficiencias de rentabilidad amplio fue equivalente a 4,13 puntos del fondo de jubilaciones y pensiones.

Teniendo presente que las AFJP deben garantizar la rentabilidad de los fondos que administran con los montos acumulados en el fondo de fluctuación, con el encaje que deben integrar y con los recursos adicionales que forman parte del capital excedente en cada período; es posible construir una serie de indicadores para evaluar, en una primera aproximación, el grado de cobertura de la rentabilidad del FJP y la rentabilidad propia con los recursos disponibles.

El indicador amplio de cobertura de rentabilidad del fondo tiene en el numerador la suma del fondo de fluctuación, el encaje y el capital excedente y en el denominador el monto del fondo de jubilaciones y pensiones respectivo. El coeficiente restringido vincula el capital excedente que tienen las AFJPs con el fondo de jubilaciones y pensiones que administran. En consecuencia, estos coeficientes, calculados para una administradora en particular, muestran la cobertura, en puntos porcentuales, de caída de la rentabilidad por debajo del límite inferior con los fondos acumulados al efecto.

El indicador restante relaciona el capital excedente con el patrimonio neto básico propio y muestra el grado de financiamiento de los resultados negativos derivados de la gestión de la empresa con los fondos propios disponibles por las administradoras. Comparando este coeficiente con el ROE, para un período determinado, se puede conocer la magnitud de las necesidades de aportes de capitales frescos por parte de los socios para cubrir las necesidades operativas de la AFJP.

Examinando el indicador amplio de cobertura de rentabilidad para el sistema consolidado se observa que a junio de 1996 los fondos de

garantía cubrían una deficiencia de rentabilidad del fondo administrado de 5,45 puntos, un año después el coeficiente fue 4,13%. Los coeficientes para los tres grupos mostraban niveles de cobertura mayores para las administradoras de menor cantidad de afiliados y fondos administrados.

El indicador de cobertura restringida tuvo un comportamiento similar para el sistema y los tres grupos en estudio. En el mes de junio de 1996 fue equivalente al 2,71% del fondo de jubilaciones y pensiones y un año más tarde fue 1,89%.

A través de estos coeficientes se puede calcular, entonces, la importancia relativa de las denominadas "barreras de defensa", amplia y restringida, contra las deficiencias de rentabilidad del fondo de jubilaciones y pensiones administrado. En este sentido, es oportuno observar que las diferencias de cobertura por administradora son marcadas, como se evidencia del análisis de los respectivos coeficientes de variación; en especial, en el segmento de AFJPs de menos de 2% de afiliados y fondos administrados. Estas diferencias pueden ser decisivas cuando se las confronta con la rentabilidad efectiva lograda por las mismas en un período determinado.

Por otra parte, la disponibilidad de capital excedente del conjunto de las administradoras permitía, a fines de junio del último año, una cobertura de las deficiencias de rentabilidad propias equivalente a 38 puntos del patrimonio neto básico. En este caso, los niveles son mayores para el conjunto de las administradoras que tienen mayor cantidad de afiliados y fondos administrados porque disponen de niveles de capitales excedentes mayores en términos absolutos. Las diferencias entre las administradoras del sistema siguen siendo importantes, en particular, en el segmento de administradoras de menor cantidad de afiliados (ver: cuadro anterior).

<i>Cuadro 12 AFJP, cobertura de las deficiencias de rentabilidad</i>			<i>porcentaje</i>
	<i>Cobertura de las deficiencias de rentabilidad: del fondo de jubilaciones y pensiones</i>		<i>propia</i>
	<i>restringida</i>	<i>amplia</i>	
	<i>junio de 1997</i>		
	<i>KExc / FJP</i>	<i>(E + Kexc + Ff) / FJP</i>	<i>KExc / PNb</i>
<i>más del 5%</i>	2,14	4,09	40,32
<i>del 2% al 5%</i>	0,52	3,45	7,24
<i>menos del 2%</i>	2,94	10,55	20,00
CONSOLIDADO	1,89	4,13	37,28
<i>Coefficiente de variación</i>			
<i>más del 5%</i>	75,91	39,81	46,88
<i>del 2% al 5%</i>	323,34	34,13	320,54
<i>menos del 2%</i>	97,59	55,39	95,19
CONSOLIDADO	118,32	78,69	103,42

. Aportes de capital:

Desde el inicio del sistema los aportes de capital realizados por los accionistas de las AFJPs fueron de \$ 995,8 millones.

Desde el inicio del sistema las AFJP recibieron aportes de capital netos por \$995,8 millones para la constitución del capital original, la financiación de los activos y los resultados negativos, operativos y totales, resultantes de la gestión. La mitad correspondió a la suscripción del capital inicial y la otra mitad fue integrado en estos tres años.

Estos aportes acumulados en el mes de diciembre de 1995 fueron equivalentes al 98% del total del activo del sistema y al 13% de los fondos de jubilaciones y pensiones acumulados en el mes de junio de 1997.

En el caso de las AFJP los aportes de capital realizados en estos meses cumplieron la función de darle credibilidad al sistema, financiar las inversiones de largo plazo de las administradoras y la de absorber los resultados negativos esperados en las primeras etapas de funcionamiento del sistema.

<i>Cuadro 13: AFJP, aportes de capital</i>				<i>pesos y porcentaje</i>	
	<i>Capital excedente</i>			<i>Aportes de capital</i>	<i>Aportes de capital / FJP</i>
	<i>1° año</i>	<i>2° año</i>	<i>3° año</i>	<i>Jun-97</i>	<i>Jun-97</i>
<i>más del 5%</i>	5.686.429	10.752.366	18.674.001	668.864.509	12,8%
<i>del 2% al 5%</i>	815.167	2.215.963	1.152.319	103.813.825	22,8%
<i>menos del 2%</i>	821.727	1.769.849	2.314.570	183.094.931	42,3%
TOTAL	2.692.132	4.729.312	6.601.749	955.773.265	13,0%
<i>Coficiente de variación</i>					
<i>más del 5%</i>	58,4%	77,5%	62,7%		
<i>del 2% al 5%</i>	128,9%	92,7%	223,9%		
<i>menos del 2%</i>	79,2%	131,4%	130,0%		
TOTAL	130,8%	137,8%	148,6%		

Perspectivas:

Los niveles de liquidez y solvencia del conjunto de las administradoras y de los grupos en estudio han sido importantes en el transcurso de estos tres años. Sin embargo, se debe señalar que existen diferencias entre las AFJPs, aunque las mismas son de una magnitud menor si se las compara con las observadas en el análisis de la rentabilidad y la eficiencia operativa.

En los próximos meses no se debería esperar que estas tendencias, a nivel general, se modifiquen; de todas formas es necesario continuar con el examen frecuente de las posiciones de liquidez y solvencia en forma individual, en particular en los casos de las administradoras que están en una situación lejana al equilibrio operativo. Ya que, en estas circunstancias, es necesario la integración de capital fresco en forma periódica, por parte de los respectivos accionistas para cubrir las deficiencias operativas señaladas y las que se podrían derivar de la caída en la rentabilidad de los fondos administrados por debajo de los límites inferiores calculados mensualmente. En este sentido, el monitoreo permanente de corto plazo permite conocer y advertir las potenciales situaciones de iliquidez o insolvencia propias del funcionamiento de cualquier sistema de intermediación de fondos financieros.

V. CONCLUSIONES:

Luego del examen de la performance del conjunto de administradoras durante la fase inicial del sistema de capitalización individual se pueden extraer las siguientes conclusiones:

. Cuotas de mercado: el grado de concentración en la industria de la administración de los fondos de jubilaciones y pensiones es alto y aumentó en el transcurso de los tres años de funcionamiento del régimen de capitalización individual. El mismo fue importante desde el comienzo mismo del nuevo sistema y se incrementó, posteriormente, como resultado del proceso de fusiones y traspasos entre las AFJP.

En el mes de junio de 1997, las seis administradoras más grandes concentraban, prácticamente, el 80% del mercado de los afiliados, aportantes y de los fondos de jubilaciones; mientras que las seis administradoras más chicas tenían una porción inferior al 2%.

En este sentido, no se debería esperar que la fuerte concentración registrada, tanto a nivel de afiliados, como de aportantes y fondo administrado, se revierta; en cambio es probable que este proceso aún no haya terminado, en especial, si se tienen presente la posición de algunas AFJP que están lejos del punto de equilibrio operativo.

Sin embargo, esto no es equivalente a afirmar que las administradoras que tienen un número reducido de afiliados tengan que desaparecer del mercado; por el contrario, dentro de este grupo, existen AFJP que se están posicionando en un lugar específico del mismo, representado por los afiliados de niveles de ingresos imponentes altos. Esta estrategia queda reflejada en la estructura de comisiones que proponen: alta comisión fija y baja comisión variable. En segundo lugar, también existen administradoras que si bien funcionan con una cantidad reducida de afiliados, han logrado una eficiencia operativa decididamente mayor que el promedio y tienen una relación mejor entre aportantes/afiliados. En consecuencia, los niveles de ingresos imponentes y la relación entre aportantes/afiliados determinan, junto con el nivel de los costos operativos, el éxito de las administradoras de este segmento.

. Rentabilidad: luego de tres años de funcionamiento del sistema la

rentabilidad obtenida por las AFJP mostró una mejora substancial. A fines del segundo año se superó el "break even" operativo y, un año después, el resultado neto consolidado también fue positivo.

El desempeño de las administradoras estuvo determinado por el aumento en el número de aportantes, la mejora en los niveles de ingresos imponibles de los mismos y el mantenimiento de las comisiones cobradas a los afiliados; en cambio, los costos operativos crecieron en estos tres años.

Nueve administradoras han obtenido resultados operativos positivos, siete están próximas al equilibrio, mientras que las cuatro restantes mantienen todavía un fuerte déficit.

En perspectiva, las mejoras en la tasa de rentabilidad del sistema, examinadas por el lado de los ingresos, estará en función de las nuevas incorporaciones de afiliados al sistema, del comportamiento de la relación aportantes/afiliados y de los niveles de salario promedio con que trabajen las respectivas administradoras.

. Eficiencia operativa: las AFJP han funcionado con costos operativos crecientes en el transcurso del período en estudio; en particular, en el último año los costos aumentaron en el 32%, alcanzando los \$ 983 millones anuales para el conjunto del sistema.

Los mayores costos operativos fueron el resultado del incremento de los gastos en comercialización (incluido los gastos en el personal del área); los gastos en administración y los pagos realizados en concepto de las primas por los seguros de invalidez y fallecimiento se mantuvieron estables. Sin embargo, es conveniente remarcar que la constancia de estos últimos costos fue el resultado de la combinación del aumento en la cantidad de aportantes al sistema y de una fuerte reducción en las comisiones pagadas por las AFJP a las compañías de seguros. En este sentido, no se debería esperar que las AFJP puedan beneficiarse en el futuro con bajas adicionales en este componente de los costos operativos, si se tiene presente el nivel actual de las comisiones por seguro de invalidez y fallecimiento. En realidad, es probable que en un mediano plazo la composición interna de las comisiones cobradas por las AFJPs a sus afiliados se revierta, al menos parcialmente, en favor de las compañías de seguros.

La cantidad de empleados por el sistema estuvo siempre en

crecimiento y llegó a 22.749 a fines del tercer año, la mayoría corresponde a promotores. En cambio, el número de sucursales se redujo en todo el período, existiendo 608 en la fecha mencionada.

Los principales indicadores de eficiencia operativa del consolidado del sistema no registraron cambios significativos; sin embargo, existieron progresos en forma selectiva. Los mismos estuvieron vinculados con las administradoras que operaron con mejores relaciones entre los costos operativos y los aportantes, empleados y sucursales.

Sin embargo, a futuro, queda un amplio margen de maniobra para mejorar la eficiencia operativa, en especial si se considera que el mercado potencial de afiliados al sistema aún no se ha consolidado (resta aún completar la incorporación de los afiliados de los regímenes provinciales cuyas cajas se transfieran a la nación y opten por el sistema de capitalización) y, en especial, si se tiene en cuenta, también, el recorrido que todavía puede realizar el coeficiente aportantes/afiliados desde los bajos niveles actuales o los niveles de ingresos imponibles de los afiliados al régimen de capitalización individual.

. Solvencia: las administradoras, en su conjunto, tienen coeficientes de solvencia sólidos tanto en relación al capital de terceros como frente al total del capital invertido. En conjunto han cumplido con los requisitos de encaje y capital mínimo establecidos por la legislación. Los aportes de capital realizados por las AFJP desde su creación fueron equivalentes al 98% del total de los activos y al 13% de los fondos administrados en el mes de junio. Los mismos financiaron los activos en general, las inversiones de largo plazo y los resultados negativos previstos en las fases iniciales de funcionamiento del sistema. A su vez, las administradoras mantuvieron un grado de cobertura frente a las potenciales deficiencias en la rentabilidad del fondo administrado equivalente al 4,13% del mismo; y una cobertura de las posibles deficiencias en la rentabilidad propia equivalente al 37% del patrimonio básico de las mismas.

En este sentido, se debe remarcar las diferencias observadas entre las AFJPs; en particular, las que corresponden a las administradoras que están funcionando con niveles de costos operativos sensiblemente

superiores a los ingresos correspondientes.

. Escala óptima: no existe en este momento asociación significativa entre el tamaño de la empresa y la rentabilidad y la eficiencia operativa de las mismas. Si bien los coeficientes de rentabilidad y de eficiencia operativa tienden a mejorar en la medida que las AFJP tienen más afiliados y administran un fondo de pensiones más grande, sigue existiendo, como se ha evidenciado en este trabajo, una fuerte dispersión en los distintos indicadores analizados en el interior de los tres segmentos, de modo que no se pueden realizar conclusiones definitivas.

Las administradoras de mayor tamaño funcionan con resultados netos positivos; el grupo de las AFJP intermedias no han superado aún el "break even" operativo, aunque se encuentran en una posición cercana al mismo; mientras que las diferencias más marcadas se encuentran en el tercer segmento, ya que existen AFJP que obtuvieron resultados netos positivos, otras han llegado al "break even" operativo, y existen un grupo de administradoras que tiene todavía un fuerte déficit operativo.

En consecuencia, si bien parece confirmarse la posición de las administradoras del primer segmento, la situación de las AFJP restantes parece depender del "nicho" de mercado en el que se ubiquen; en relación a estas últimas, los mejores desempeños estuvieron asociados con las administradoras que funcionan con pocos aportantes de altos ingresos y, en segundo lugar, las que obtuvieron los menores niveles de costos operativos por aportantes; mientras que las posiciones más débiles se observaron en las administradoras que tuvieron pocos aportantes, niveles de ingresos imponderables promedios inferiores y que trabajaron con mayores relaciones de costos operativos por aportantes.

SERIE ESTUDIOS ESPECIALES

La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones informa la publicación de la Serie Estudios Especiales, que inicia su colección con los siguientes títulos:

Estudio Especial N° 1:

Cartera de títulos mantenidos a vencimiento
Lic. Sofía Rojo Brizuela y Lic. Claudia Stampacchio

Estudio Especial N° 2:

**Evolución, componentes y efectos
de las comisiones del régimen de capitalización**
Dr. Rafael Rofman

Estudio Especial N° 3:

El valor agregado del sistema de capitalización individual
Lic. Hugo Bertín y Lic. Andrea Perrotto

Estudio Especial N° 4:

Proyección del tamaño de los fondos de jubilaciones y pensiones
Dr. Rafael Rofman y Lic. Gustavo Stirparo

Estudio Especial N° 5:

**El sistema de jubilaciones y pensiones
de la Argentina a dos años de la reforma**
Dr. Walter Schulthess y Lic. Gustavo Demarco

Estudio Especial N° 6:

La movilidad de los afiliados a las AFJP. Hipótesis y evidencias
Dr. Carlos Grushka y Lic. Marcelo De Biase

Estudio Especial N° 7:

Desempeño de las AFJP, 1994-1996
Lic. Hugo Bertín

Estudio Especial N° 8:

Tablas actuariales para Argentina, 1990-1992
Dr. Carlos Grushka

*Para solicitar estas publicaciones,
comunicarse telefónicamente o por fax, al +54 (1) 320 - 5718*

La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones informa la publicación de los libros:

REFORMA A LOS SISTEMAS DE PENSIONES

Coeditado por:

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones
ARGENTINA

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones
CHILE

Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones
PERU

Temario:

- Desarrollo de la previsión social en América Latina
- Los sistemas antiguos
- Etapas de transición
- Descripción de los nuevos sistemas de pensiones
- Características de las administradoras
- Descripción de la industria
- Principales resultados
- Efectos económicos derivados de la reforma
- Desafíos pendientes
- Anexo:
Ley N° 24.241 (Argentina)
Decreto Ley N° 3.500 (Chile)
Decreto Ley N° 28.897 (Perú)

1^{er} SEMINARIO INTERNACIONAL SOBRE FONDOS DE PENSIONES

Temario:

Conferencias y Talleres dictados por autoridades y especialistas de diversos organismos. Los temas abarcaron las áreas legales, de inversiones, médicas, los impactos macroeconómicos en el ahorro y el mercado de capitales, entre otros.

El seminario fue organizado por la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, y realizado en Buenos Aires durante los días 16, 17 y 18 de abril de 1996.

Valor de cada ejemplar: \$25 (más gastos de envío)
*Para solicitar estas publicaciones,
comunicarse telefónicamente al +54 (1) 320 - 5617/10*