

# Documentos de Trabajo

Número 10/23  
Madrid, 9 de septiembre de 2010

**Análisis Económico**

## **Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú**



# Resumen

**BBVA Research<sup>1</sup>**

Javier Alonso  
Jasmina Bjeletic  
David Tuesta

El presente estudio realiza un análisis del esquema de cobro de comisiones del sistema de pensiones en el Perú, y evalúa el tránsito desde un esquema de comisiones por flujo hacia uno que se aplique sobre el saldo administrado, el cual posee varias ventajas. Entre las virtudes de este último esquema resalta el hecho que se hace más transparente la relación de cobro por el servicio prestado por la compañía de pensiones, al considerarse como base el objeto de gestión (el fondo de pensiones), y no la remuneración del afiliado. El estudio concluye que en el momento actual, el sistema privado de pensiones peruano ha alcanzado suficiente madurez como para considerar la implementación de un esquema de cobro sobre el saldo administrado, el cual contribuiría a incorporar mayor transparencia a la gestión y supervisión del sistema.

---

1: Los autores agradecen los comentarios por parte de Gonzalo Camargo y Gino Bettocchi.

# 1. Introducción

El diseño de un sistema de ahorro para la vejez, con un componente de capitalización individual, y bajo administración privada, requiere la presencia de agentes especializados encargados de generar valor a los fondos acumulados. Estas entidades, que toman el nombre de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), y de acuerdo a las regulaciones existentes, son encargadas de varias funciones dirigidas a brindar valor a los trabajadores que pertenecen a este esquema de ahorro. Entre dichas funciones, se encuentra el registro del afiliado al sistema, la administración en el cobro de los aportes a su cuenta individual (que por Ley es obligatorio para los trabajadores dependientes) y la inversión de dichos fondos en instrumentos financieros idóneos (de acuerdo a la regulación establecida) y que contribuya a maximizar su rentabilidad, sujeto a criterios de riesgos. También está entre las funciones de las AFP, el asesoramiento del afiliado, como por ejemplo, cuando el afiliado requiera hacer un cambio en su perfil de portafolio, así como en trámites de diferente índole relacionados. Asimismo, es labor de la AFP establecer los mecanismos necesarios para apoyar al afiliado en la recuperación de su bono de reconocimiento para ser incorporado en el futuro flujo de pensiones que recibirá. En la etapa de desacumulación o pago de las pensiones, la AFP está también encargada de asesorar entre los diferentes esquemas con que cuenta el afiliado para recibir su pensión, pagarla de ser el caso, o derivarlo a las compañías de seguros si es que la modalidad elegida por el afiliado así lo requiera.

Todo lo mencionado, corresponde a un listado de algunas de las funciones realizadas por las compañías de pensiones que se plasma en valor para el afiliado. En cualquier mercado, este valor debiera reflejar un determinado precio que debe ser cobrado al receptor del servicio, y el mismo se considera adecuado en tanto el valor recibido por el cliente sea suficientemente mayor que el precio que debe pagar por el mismo. Este precio, en la industria de los sistemas de pensiones privados, lo constituye la comisión cobrada por las compañías de pensiones, que se compone de retribuciones monetarias que realizan los cotizantes y a las que tienen derecho las AFP como contraprestación por los servicios en los que incurren para atenderlos. Cabe indicar que por las características propias de la industria, ésta requiere una regulación por parte de un organismo especializado, a fin de que, técnicamente, supervise el funcionamiento del mercado en sus diferentes ámbitos, siendo la determinación de las comisiones, un rol relevante.

En la mayoría de países de Latinoamérica que cuentan con un Sistema Privado de Pensiones (SPP), el cobro de comisiones que realizan las AFP se basa en la remuneración o salario, esquema conocido como cobro de comisión por flujo. En Chile, país pionero en el establecimiento de un Sistema de Capitalización Individual en el año 1981, las cinco AFP de la industria de pensiones realizan el cobro en base al salario y adicionalmente hasta el año 2008 recaudaban una comisión fija (recientemente derogada pero con vigencia futura). En otros países como Colombia o Uruguay se utiliza el mismo esquema de comisión por flujo, mientras que en México, país de la región que cuenta con el mayor número de afiliados y volumen de fondo administrado, se utiliza un esquema único de cobro de comisión por saldo desde mediados del año 2008. Para los países de Europa Central y Oriental, fundamentalmente, se observa un cobro de comisiones en función, tanto al aporte realizado, como al saldo acumulado en la cuenta del afiliado.

En el caso particular de Perú, desde la puesta en marcha del SPP en junio de 1993 las AFP estaban autorizadas a efectuar el cobro de la comisión compuesta por uno de los siguientes rubros o una combinación de los mismos: (i) comisión fija, (ii) comisión sobre la remuneración y (iii) comisión sobre el saldo administrado. Estas entidades optaron por aplicar un esquema de cobro de comisiones en base a la remuneración del afiliado, el cual se mantiene hasta la actualidad. Adicionalmente, se cobraba una comisión fija, la cual fue eliminada en 1996, simplificándose así el cobro de comisiones por parte de las AFP al esquema inicialmente mencionado. Se utilizó este esquema debido a la juventud del sistema, ya que no se contaba con los fondos suficientes para aplicar un esquema alternativo como el de comisión por saldo.

En la actualidad, dada la madurez del sistema, podría ser viable la aplicación de una comisión sobre la base de los saldos administrados. Entre las ventajas que se puede considerar de este sistema está el hecho que se hace más transparente la relación de cobro por el servicio prestado por la compañía de pensiones, al considerarse como base el objeto de gestión (el fondo de pensiones), y no el salario que perciba el afiliado. Así, el estudio plantea como objetivo analizar los esquemas de comisiones que se contemplan en la industria de gestión de fondos de pensiones y comparar las ventajas y desventajas que justifiquen un tránsito hacia un esquema de comisiones por saldo administrado.

Para alcanzar el objetivo anteriormente mencionado, el trabajo se divide en cuatro secciones. La primera contiene un resumen conceptual de los diferentes esquemas de cobro de comisiones utilizados en la industria del manejo de fondos, haciendo un repaso sobre los esquemas utilizados en diferentes países de la región. Para poder realizar una comparación entre las comisiones cobradas en las diversas geografías, se introduce un indicador común y de fácil elaboración: ingreso por comisiones como porcentaje del fondo administrado, teniendo en cuenta que aunque se tiene un mismo indicador existen factores que condicionan una comparación directa entre el cobro de comisiones realizados por las compañías administradoras de los diferentes países analizados. En la segunda sección se describe la evolución en el cobro de comisiones por parte de las AFP en Perú, desde los inicios del SPP en el año 1993 hasta la actualidad, poniendo énfasis en la importante disminución que registra el porcentaje de ingresos por comisiones sobre saldo administrado, desde un 9% en el año 1996 hasta 1.5% en el 2008. En la tercera parte se analiza con mayor detalle el esquema de cobro de comisiones por saldo acumulado, identificándose las principales ventajas que promueven su aplicación así como las limitaciones que deben tomarse en cuenta. Finalmente, se presentan las conclusiones y recomendaciones orientadas a contribuir a un cambio en el esquema actual de cobro de comisiones considerando las ventajas que este cambio representaría para ambas partes, afiliado (y futuro pensionista) y AFP.

## Experiencia internacional y análisis comparado

En los países que cuentan con un sistema privado de pensiones, las compañías encargadas de la administración de los fondos ahorrados para la jubilación, cobran una comisión por administración de cuentas activas (cuentas de afiliados que aportan regularmente) y por el pago de pensiones (existe, además, una variedad de otros servicios por los que se autoriza algún cobro). Dependiendo de las características del sistema, puede no cobrarse por administración de cuentas inactivas y se obliga a aplicar las mismas tasas de comisión en forma uniforme a todos los afiliados (en algunos casos se acepta descuentos por permanencia). Actualmente, en pocos países se cobra sobre resultados de rentabilidad o se cobra comisión fija. Se puede destacar el caso de México en Latinoamérica, donde se efectúa el cobro de la comisión sobre el fondo administrado.

En los siguientes párrafos se clasifica los esquemas de cobro de comisión por la administración de fondos de pensiones bajo la siguiente tipología:

- **Comisión Fija:** No depende del nivel de salarios ni del tamaño del fondo. Se puede atribuir como principal ventaja el hecho de que puede ser fácilmente entendible por los afiliados. En Latino-América esta comisión, por ejemplo, era permitida y se aplicaba en algunos países como Chile y Uruguay. Según la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), para el caso de Chile dos de las cinco AFP aplicaron un cobro promedio de US\$ 1.1 hasta septiembre de 2008, mes en el cual se puso en marcha la última reforma del sistema chileno que ordenó se dejará de utilizar esta modalidad. En Uruguay, sólo una de las cuatro AFP que operan en este país cobraba una comisión fija de US\$ 0.76, la misma que fue anulada en octubre de 2008. Hay que resaltar que en ambos países se cobraba adicionalmente una comisión por flujo, esquema que continúa vigente en la actualidad.
- **Comisión sobre aporte:** Comisión de tipo variable que depende del nivel salarial de los afiliados y cobrado a partir de una parte alícuota determinada. En general, este tipo de comisiones son adecuadas cuando los sistemas tienen pocos años de operación y los volúmenes a gestionar son todavía reducidos. En los casos de un fondo de pensiones obligatorio, por el hecho de recibir los beneficios a largo plazo, sumado a los bajos ingresos de algunos colectivos, y la falta de información respecto a los beneficios del ahorro previsional, el afiliado puede llegar a percibir esta modalidad como un "sobre costo" que puede reducir sus incentivos a incrementar los fondos gestionados.
- **Comisión sobre saldo:** Comisión de tipo variable que se cobra como un porcentaje de los fondos individuales administrados. Este esquema guarda mayor cercanía al objetivo de gestión de la administradora de los fondos. Adicionalmente, puede cumplir con el objetivo de alinear los incentivos hacia una maximización de los activos gestionados. Como ya se ha mencionado, a partir de marzo de 2008 México emplea esta estructura. En este país se daba simultáneamente el cobro de una comisión por flujo y una comisión en función del saldo. Sin embargo, con las modificaciones planteadas en la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (SAR)<sup>2</sup>, se ordenó eliminar la primera con el objetivo de facilitar la comparación de precios entre las diferentes opciones ofrecidas a los trabajadores, y así incrementar la importancia que se le da al rendimiento en la decisión de los usuarios. Otro país de la región que también utiliza este esquema es Bolivia, país en el que las dos AFP que operan en el SPP utilizan ambos esquemas: comisión por flujo y sobre saldo, con porcentajes iguales de 0.5% y 0.21%, respectivamente.

2: Las modificaciones a la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (SAR) entraron en vigor el 15 de marzo de 2008.

- **Comisión sobre rentabilidad:** Comisión de tipo variable, donde la administradora de fondos de pensiones cobra la comisión en base a un porcentaje de la rentabilidad obtenida por los fondos. Hasta el momento ésta viene siendo usada en pocos países, entre éstos Kazajistán y Costa Rica. Si bien el objetivo de este esquema puede estar enfocado a que las administradoras compitan en función a mejorar la gestión en base a brindar al afiliado mayor rentabilidad, esto sólo puede funcionar eficientemente si se tiene en cuenta una composición del portafolio orientada al largo plazo, más que a generar ganancias especulativas en el corto plazo. En todo caso, requeriría primero la definición de un portafolio objetivo (o benchmark) definida por el regulador, que permita comparar la gestión que cada administradora viene realizando. Así, se necesitarían pasos previos para implementar su aplicación, y conjugaría mejor como un esquema complementario a uno de cobranza por la gestión del fondo administrado.
- **Comisión de traspaso/salida:** Cobro que podría realizar una administradora como penalidad si el afiliado decide transferir sus fondos de pensiones a otra administradora. Se justifica la presencia de este tipo de comisión en tanto se entiende que el requerimiento de traslado o salida significa una carga que incrementa de manera importante el costo de administración de las compañías de pensiones. Dependiendo de la estructura vigente, este costo puede ser permitido o no por el regulador. Las comisiones por retiro de fondos pueden ser fijas, o variar según el tiempo de permanencia del afiliado.

A partir del estudio de Tapia y Yermo (2008) para países emergentes de Latinoamérica y Europa Central, fundamentalmente, se observan diferentes esquemas en el cobro de comisiones, aunque concentradas en el esquema sobre la remuneración y sobre el saldo acumulado.

Tal como puede apreciarse en la Tabla 1, en la gran mayoría de los países de Latinoamérica las AFP cobran la comisión en base al flujo mientras que en los países europeos utilizan un esquema dual: cobro de comisión sobre el flujo y sobre el saldo administrado.

Tabla 1

**Estructuras de Comisiones en Sistemas Privados de Pensiones**

País	Comisión fija	Comisión sobre aporte	Comisión sobre saldo	Comisión sobre rentabilidad	Comisión de traspaso/salida
<b>Países Latino América</b>					
Bolivia		x	x		
Colombia		x			x
Chile		x			x
Costa Rica		x		x	
El Salvador		x			
México			x		
Perú		x			
Uruguay		x			
<b>Países de Europa Central y Oriental</b>					
Bulgaria		x	x		x
Estonia			x		
Hungría		x	x		x
Kazajistán			x	x	
Lituania		x	x		
Polonia		x	x		x
Eslovaquia					
<b>Otros Países OCDE</b>					
Australia	x	x	x		x
Suecia			x		

Fuente: Tapia, W. y J. Yermo (2008)

Analizando la Tabla 1, se observa que en siete de los ocho países de la región analizados se utiliza un esquema de comisión por flujo o sobre aporte. En algunos países se presenta algunas variantes, una de las más importantes es la del sistema mexicano. Los Anexos, ubicados en la parte final del documento, contienen un detalle de los esquemas utilizados en los países más importantes de la región: Chile, México y Colombia.

La Tabla 2 recoge estadísticas de comisiones cobradas por las compañías de pensiones de los ocho países de la región. También se presentan los límites, en caso los hubiera, que impone el regulador en materia de cobro de comisiones.

Tabla 2

**Comisiones Sistema Privado Pensiones, 2008**

País	Comisión sobre aporte	Comisión sobre saldo	Comisión sobre rentabilidad	Comisión fija	Límites
Bolivia	0.5% del salario	0.21%	-	-	0.5% del salario; 0.223% del saldo
Colombia	1.59% del salario	-	-	-	3% (a) del salario
Chile	1.73% del salario	-	-	-	-
Costa Rica	3.59% del aporte	-	7.75%	-	4% aporte; 8% rentabilidad
El Salvador	1.5% del salario	-	-	-	3% (a) del salario
México	-	1.69%	-	-	-
Perú (b)	1.95% del salario	-	-	-	-
Uruguay	1.95% del salario	-	-	-	-

(a) Un límite de 3% incluyendo tanto la comisión por administración y la comisión por el seguro.

(b) El dato de Perú está actualizado a abril de 2009 con fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Fuente: Tapia, W. y J. Yermo (2008)

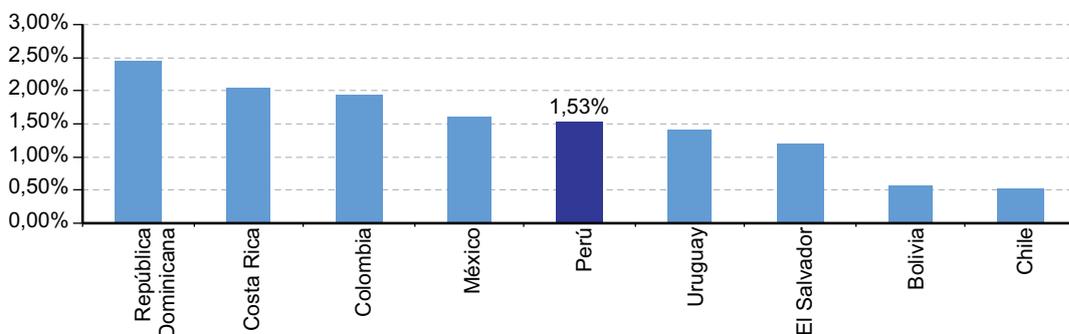
Como se observa en la Tabla 2, en Perú las AFP cobran una comisión promedio de 1.95%. Hacer una comparación directa entre las comisiones recaudadas en Perú y otros países de la región sería inadecuado ya que las AFP efectúan diferentes cobros y brindan servicios que no necesariamente son iguales en los Sistemas de Pensiones entre países. Por ejemplo, en varios países no se utiliza un único esquema, se regula el cobro de comisiones, se realizan cobros adicionales al de la administración de fondos, entre otros aspectos que dificultan aún más concluir que sistema presenta los costos más bajos o altos dependiendo del análisis que se quiera realizar.

Tapia y Yermo (2008) coinciden con estas apreciaciones y en su estudio proponen un indicador sencillo y de fácil construcción a fin de comparar las comisiones cobradas entre los países. Así, se emplea como medida el cociente de ingresos anuales por comisiones sobre el fondo total administrado, indicador utilizado por los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para comparar el costo de la gestión de los fondos. Sin embargo, es relevante mencionar que para contrastar este ratio entre países hay que tomar en cuenta algunos criterios que serán discutidos posteriormente, siendo el más relevante de éstos la madurez con la que cuenta el sistema de pensiones.

El Gráfico 1 muestra los porcentajes de ingresos por comisiones sobre el saldo administrado para un grupo de países de la región, siendo República Dominicana y Costa Rica los que registran los porcentajes más altos.

Gráfico 1

**Ingresos por comisiones como porcentaje del total de fondos administrados, 2008**

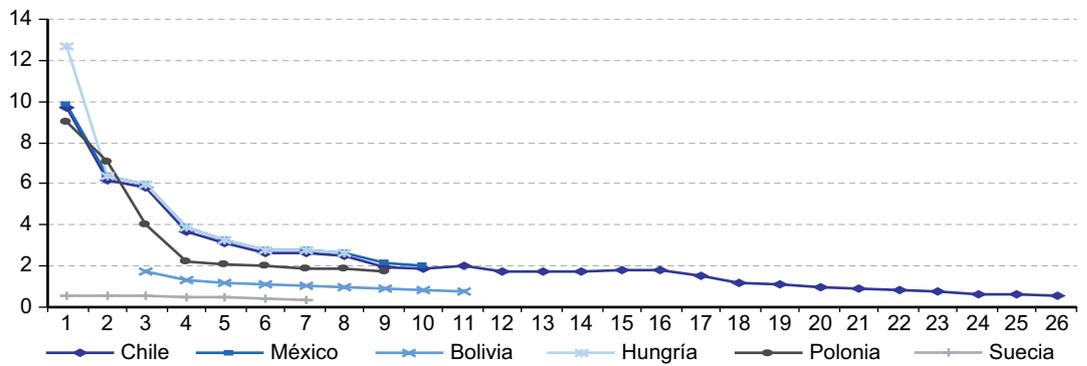


Fuente: AIOS, diciembre de 2008

El gráfico 2 refleja la evolución de este ratio para seis países, desde el inicio de sus respectivos sistemas. Al compararlos, se observa que el ratio disminuye en todos los casos. Una mayor caída es típica de los sistemas más jóvenes, y los niveles más bajos se alcanzan en los países con sistemas más maduros.

Gráfico 2

**Evolución de ingresos por comisiones como porcentaje del total de fondos administrados**



Fuente: Tapia, W. y J. Yermo (2008)

A pesar de contar con un indicador de cobro de comisiones común, cuando se intentan realizar comparaciones de este ratio entre países, es importante tener en cuenta que ello no puede hacerse de forma directa, tal como concluye Tapia y Yermo (2008). Ello se debe a que una determinada estructura de costos tiene detrás características económicas, institucionales y regulatorias particulares que la afectan, las que se abordarán en los próximos apartados.

**a) De carácter económico**

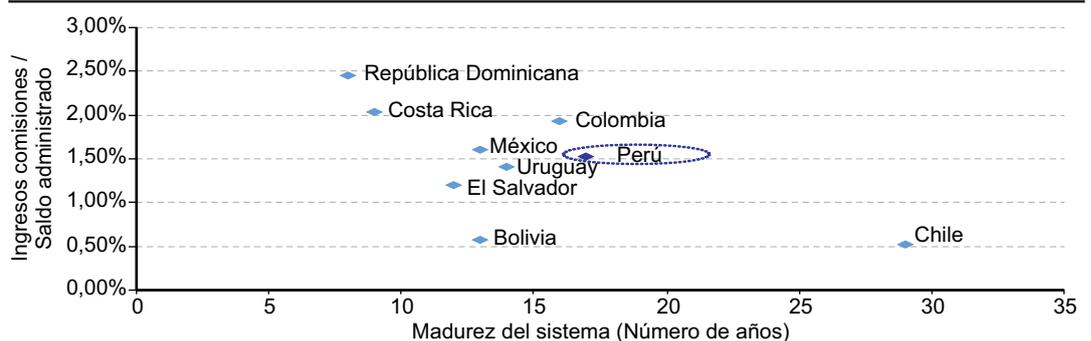
Desde un punto de vista económico, la estructura de la industria se caracteriza por poseer importantes economías de escala, donde el volumen de gestión es clave. Este factor lleva a que, fondos menos maduros tiendan a tener comisiones más altas que otros que ya han logrado incorporar mayores participantes y, por tanto, acumulen un mayor nivel de recursos a gestionar, lo que hace que los costos fijos se repartan mejor.

Así, mientras más años tenga el sistema en funcionamiento, el ratio de ingresos por comisiones sobre fondos administrados disminuirá debido a una mayor acumulación de fondos.

Tal como se aprecia en el Gráfico 3, el sistema más antiguo en América Latina, Chile, presenta comisiones más bajas que el resto de sistemas de la región. Sistemas más jóvenes como los de República Dominicana y Costa Rica presentan las tasa más altas. Sin embargo, esta premisa no se cumple en todos los casos ya que en países como Colombia y Perú, con tiempos similares de funcionamiento de sus Sistemas Privados de Pensiones, se observan diferencias importantes en sus ratios. Así, el SPP colombiano registra un ratio cercano a 2%, mientras que para el caso de Perú la tasa es 20% menor, aproximándose a 1.5%. Esta diferencia responde no tanto a que en Colombia se cobre una comisión por flujo mayor que en Perú, sino al diferente crecimiento que han tenido los saldos administrados por los fondos de pensiones en cada país, debido a una regulación financiera más flexible en Perú, que permite la inversión en diversos tipos de activos (bonos y acciones) respecto al caso colombiano, muy sesgado a la inversión en renta fija por cuestiones regulatorias. Así, una legislación más flexible en Perú, ha permitido mayores ganancias en rentabilidad, mayores activos administrados, y por tanto, un ratio de ingresos por comisiones como porcentaje del total de fondos menor.

Gráfico 3

**Madurez del Sistema e Ingresos por comisiones como porcentaje del total de fondos administrados, 2008**



Fuente: AIOS, diciembre de 2008

**b) De carácter institucional**

Desde un punto de vista institucional, pueden presentarse diferentes exigencias legales en cada país que puede llevar a que las cargas de las gestoras se incrementen o que tengan que asumir directamente costos. Ello se daría, por ejemplo, en determinadas actuaciones legales donde la compañía de pensiones, actuando por un problema generado por el Estado, sea la que se vea obligada a hacerse cargo de los gastos judiciales. Asimismo, pueden presentarse costos procesales generados por la propia estructura judicial en cada país. En esta línea tampoco se puede descartar las diferentes cargas financieras o tributarias que afectan indirectamente en los costos.

En el caso de Perú, los costos judiciales encarecen significativamente el funcionamiento de las AFP. Sólo por citar un ejemplo, las AFP están obligadas a iniciar procesos judiciales a los empleadores que retienen los aportes de los afiliados. En caso las AFP no lo hagan, deben ellas mismas realizar los aportes de sus propios recursos. Además, si el empleador no pagó el aporte de un trabajador en diferentes meses, la AFP tiene que abrir un proceso judicial diferente en cada uno de los meses. Según cifras de la Asociación de AFP de Perú, a inicios de 2009 eran 375,000 juicios los que mantienen las AFP por este concepto. Esto representa importantes costos en términos de tasas judiciales, honorarios de abogados y declaraciones de insolvencia que las Administradoras tienen que asumir.

**c) De carácter regulatorio**

En tercer lugar se encuentran exigencias propias de los diferentes grados de intervención por parte de la regulación, llevando a ejercer mayor o menor intervención sobre el valor que les está permitido determinar a las compañías, con las consecuencias propias que ello puede generar sobre el resultado óptimo del mercado para los actores, en términos de bienestar y eficiencia.

En este punto la distribución de activos o *asset allocation* también juega un papel importante al momento de explicar las diferencias en cobro de comisiones. Así tenemos que la inversión en bonos e instrumentos de renta fija es más barata que la realizada en acciones. El costo de invertir en el extranjero o en el mercado local también puede diferir. Esto, en parte, explica los bajos costos aplicados en países como Bolivia, en el cual las dos AFP que operan en el SPP invierten aproximadamente el 90% de los fondos en bonos gubernamentales.

## 2. Evolución de las Comisiones en el caso peruano

En diciembre de 1992, se creó el Sistema Privado de Pensiones (SPP) como alternativa al Sistema de Reparto o Sistema Nacional de Pensiones (SNP), el cual enfrentaba una situación de severo desbalance financiero, económico y actuarial.

Así se crea el SPP, basado en el autofinanciamiento de la pensión a través de la capitalización de aportes individuales que se registran en una cuenta personal denominada Cuenta Individual de Capitalización (CIC), la misma que se incrementa mes a mes con los nuevos aportes y la rentabilidad generada por las inversiones del fondo acumulado. Estas cuentas son gestionadas por las AFP. Los afiliados al SPP, están obligados a realizar tres tipos de aportes a sus respectivas AFP:

- Aporte obligatorio, el que equivale al 10% de la remuneración asegurable.
- Prima de seguro, que le da derecho a recibir las prestaciones de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio. El pago de este concepto tiene un tope, que es la remuneración máxima asegurable, la cual se publica los primeros días de enero, abril, julio y octubre.
- Comisión que debe pagar el afiliado a la AFP por administrar su CIC, la que es establecida por cada AFP y se calcula como un porcentaje de su remuneración máxima asegurable. La tasa de comisión de las cuatro AFP en el primer trimestre de 2010 fluctuó entre 1.75% y 2.30%, con un promedio simple de 1.95%<sup>3</sup> para el sistema.

La comisión promedio que cobran las AFP se ha ido reduciendo, cayendo desde un aproximado de 2.4% a inicios del 2000 al nivel actual de 1.95% (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4

### Evolución de las comisiones



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS); abril 2010

El porcentaje que se carga a los afiliados que realizan sus aportaciones podría tener un espacio mayor de disminución, en tanto se pudiera ampliar el número de afiliados que efectivamente coticen al sistema. Como comentáramos anteriormente, el volumen de fondos gestionados es un elemento clave para la disminución de costos, dadas las economías de escala existentes en la industria.

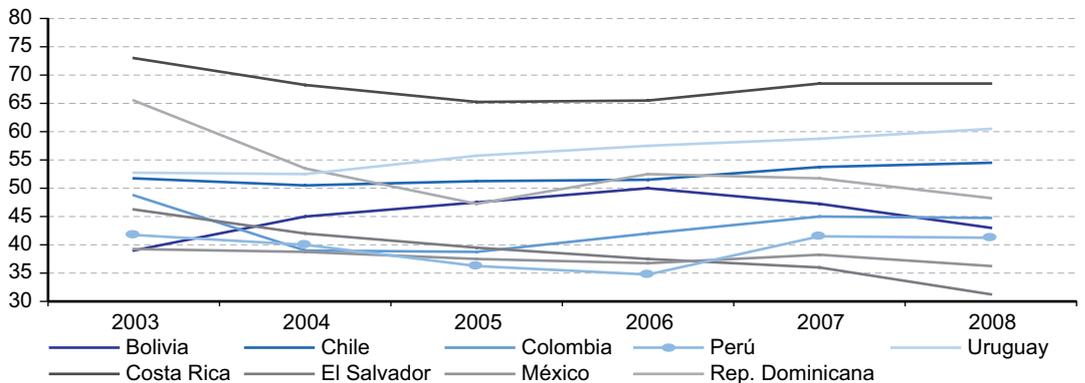
Las cifras, sin embargo, indican que a pesar de que el número de afiliados ha venido creciendo sostenidamente, el porcentaje que realiza aportaciones regularmente no lo ha hecho en la misma magnitud, dificultando así que se efectúe un mayor ajuste en las tarifas cobradas por las AFP. Según datos de la SBS, a lo largo de los últimos años el número de afiliados ha crecido sostenidamente, alcanzando un nivel cercano a los 4,513,569 a abril de 2010, mientras que el número de cotizantes, es decir el número de afiliados que realizan aportes (sea por pagos del mes o por pagos devengados en meses anteriores), suma en el mismo mes 1,892,183. Así, el índice de cotización, proporción de los afiliados que efectivamente aportan, se mantiene alrededor del 40% desde hace varios años<sup>4</sup>, siendo uno de los índices más bajos de la región.

3: Promedio Ponderado de 1.91%. Este promedio está ponderado por el número de cotizantes. La información de cotizantes utilizada es con dos meses de rezago.

4: Tomando como referencia los datos de la SBS, el promedio del índice de cotización desde el año 1998 a la fecha es de 41%.

Gráfico 5

**Índice de cotización**

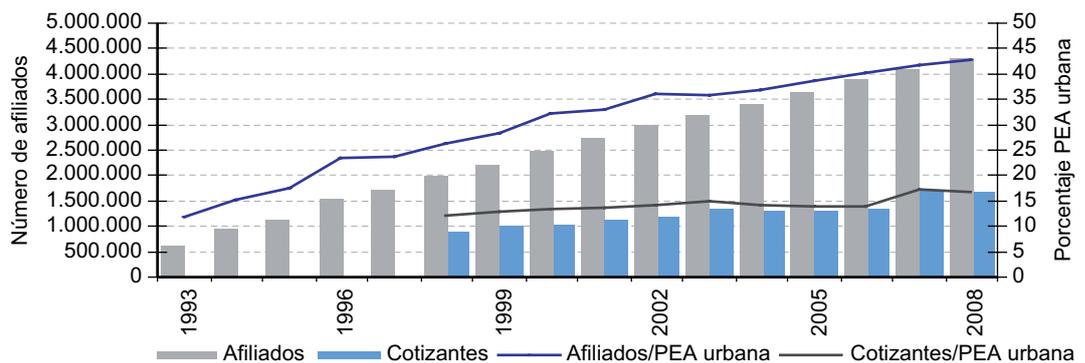


Fuente: AIOS, junio 2009

Observando otros indicadores, se aprecian similares contrastes. Así, mientras el ratio de cobertura en nuestro país (afiliados sobre PEA) se incrementó al pasar de 23.5% en 1996 a 43.5% en diciembre 2009, el ratio de cotizantes sobre PEA es significativamente menor. Esta relación también se ha mantenido sin grandes cambios en los últimos años, reflejando las dificultades estructurales del mercado laboral para permitir incrementar la masa crítica necesaria (Ver Gráfico 6).

Gráfico 6

**Afiliados y cotizantes SPP**



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo

El hecho de que el número de cotizantes como proporción de la PEA no se haya incrementado se debe a problemas estructurales que se presentan en la economía peruana y en particular en el mercado laboral. Entre estos, hay que destacar el grado de la economía informal, el alto nivel de la pobreza del país, y la desigual distribución de la riqueza. Quizá, uno de los aspectos que mejor sintetiza la problemática laboral, es el de la informalidad. Según Loayza (2007), el 60% de la actividad económica en el Perú es informal, con un 40% de la fuerza laboral subempleada en microempresas informales, y además, contando a las personas que trabajan para las grandes empresas, sólo el 20% de esta fuerza laboral tiene un plan de pensiones. Una importante reforma fue introducida a mediados del año 2008 con la finalidad de incluir a más trabajadores al sistema de pensiones<sup>5</sup>. Se trata de la Ley de Promoción y Formalización de la Micro y Pequeña Empresa (Mype) que ofrece a los trabajadores de este tipo de empresas acceso a ventajas como seguro social y pensiones. Teniendo en cuenta que en Perú las micro y pequeñas empresas representan el 54% del PIB y el 62% de la fuerza laboral, esta reforma podría tener un impacto importante sobre la formalización del empleo, en la medida que se vaya implementando.

En línea con la ampliación de la cobertura, otro aspecto que debe abordarse es la afiliación de los trabajadores independientes, brindándoles derechos y obligaciones en materia previsional similares a los de trabajadores dependientes. Reformas de este tipo repercutirían positivamente en una mayor afiliación.

5: Se creó el Sistema de Pensiones Sociales, de carácter voluntario para los trabajadores y conductores de la microempresa que no estuvieran afiliados a algún Sistema de Pensiones (Público o Privado).

### 3. Razones que justifican una comisión por el saldo administrado de los fondos de pensiones

Tomando como base el estudio de Whitehouse (2001) se realiza un contraste entre los esquemas que usan una base de cálculo de comisión por flujo y de comisión por saldo, describiendo las ventajas y limitaciones de cada uno de los sistemas. El cobro de comisión por flujo (esquema adoptado desde un inicio por las AFP en Perú) cuenta como principal ventaja el ofrecer ingresos para hacer frente a los gastos operacionales desde el inicio de la actividad previsional. Esto en contraposición a un esquema de comisión por saldo, el cual no puede ser utilizado desde el inicio ya que los afiliados no tendrían fondo alguno del cual se pueda extraer el cobro de la comisión. Otra ventaja de este tipo de cobro es que permite al afiliado tener una mayor precisión sobre el monto de la comisión que paga (el mismo efecto tiene el cobro de una comisión fija).

Sin embargo, el esquema de comisión por flujo, presenta algunas desventajas que requieren tomar en cuenta en su diseño final:

- Puede ser desincentivador de la cotización al suponer una reducción del salario disponible del trabajador.
- No se ajusta a la estructura de costos, ya que si esta tasa es la única que se cobra, entonces las AFP buscarán afiliar a trabajadores que perciban mayores salarios.
- Al trabajador que cotiza se le detraen gastos que no paga el que no cotiza: sólo los afiliados activos soportan las cargas del sistema. Esto genera que no se cobre a las cuentas inactivas y que, por lo tanto, suba el costo impuesto a los cotizantes.

Frente a las limitaciones mencionadas, es importante considerar que el sistema de pensiones peruano ya ha alcanzado un volumen considerable de fondos administrados, con lo que puede ser conveniente para los afiliados y para el sistema introducir un cambio en la estructura del cobro de comisiones hacia uno basado en el saldo administrado de fondos.

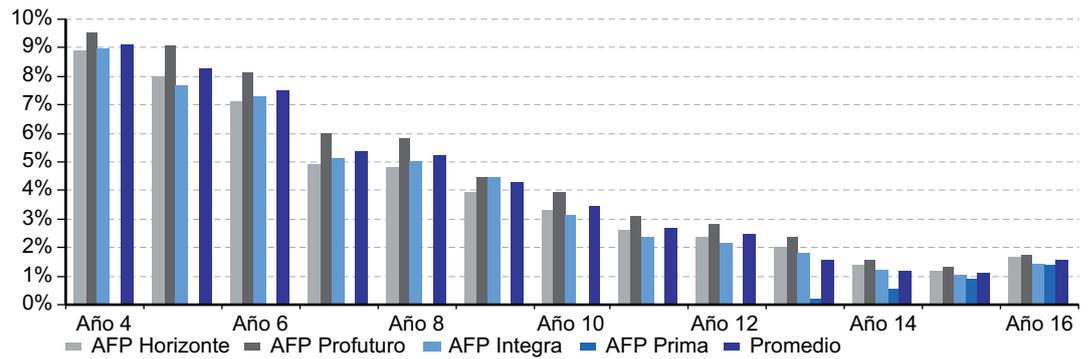
¿Cuáles son las ventajas que se perciben con la implantación de un nuevo esquema de comisión sobre el saldo administrado? Revisemos lo más resaltante:

- El esquema permite alinear los incentivos de la AFP y del afiliado con el fin de alcanzar un mayor tamaño del fondo, ello porque el cobro de la comisión estaría directamente relacionado con el valor del fondo del afiliado, objeto final de gestión de la compañía administradora.
- Incentiva la cotización: los afiliados no cotizantes y los pensionados pagarían una comisión proporcional a su fondo, y no serían únicamente los trabajadores activos los que soportarían todos los gastos del fondo de pensiones. Los afiliados que inician su carrera laboral soportan menos costes al tener un saldo bajo. Así mismo, el cotizante no soportaría un descuento de su salario para los costes de su administradora de pensiones. Todo su descuento previsional mensual se destina a incrementar el saldo de su cuenta individual de ahorro para la vejez, lo que es un importante estímulo para seguir cotizando.
- Promueve una mayor competencia por rentabilidad entre administradoras de pensiones: el cobro de una comisión porcentual sobre el saldo es prácticamente equivalente a la reducción en el mismo nivel de la rentabilidad aplicada, por lo que el establecimiento de la comisión en cada administradora estaría determinada por su capacidad para generar beneficios financieros.
- Fácil cálculo de la comisión y de la operatividad del cobro de la misma por parte del fondo de pensiones.
- Esta estructura de comisiones es sencilla, transparente y fácilmente comparable. Sería posible priorizar la variable más importante para el cotizante: el rendimiento neto del coste, similar al usado en México, del que va a depender su pensión de vejez.
- Permitiría sustituir el encaje por otro tipo de garantías, ya que los incentivos económicos estarían alineados. De la misma manera, habría menores costos para el sistema e incluso podría disminuir las barreras a la entrada.
- Permite orientar convenientemente un escenario de reducciones de las comisiones en la medida que los fondos vayan incrementándose, al ser más transparente el control ante el regulador.

Un importante argumento que favorece la aplicación del mismo es que durante los últimos años se ha venido reduciendo de forma considerable el porcentaje de comisión sobre fondo que cobraban las AFP. Así en el año 1996, a tres años de haberse implementado el sistema, este ratio ascendía a aproximadamente 9% del fondo, mientras que al año 2008 ha descendido hasta un 1.54% del fondo administrado. Si bien este porcentaje aumentó ligeramente desde el año 2007 (aproximadamente 1%), esto se debe a los efectos coyunturales que tuvo la crisis internacional sobre los fondos de pensiones. Este argumento ha quedado debidamente sustentado con el análisis mostrado en el capítulo anterior en el cual se observa que este porcentaje cae a medida que el sistema va madurando.

Gráfico 7

**Evolución de las Comisiones como % del patrimonio administrado**



Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, diciembre 2008  
Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, diciembre 2008

## Aspectos a tener en cuenta

No obstante, hay que tener en cuenta que la implementación de un nuevo esquema de comisiones por saldo administrado, deberá considerar aspectos que puedan significar desventajas para algunos colectivos, o para brindar incentivos correctos hacia los actores que participan en el sistema. Así, habría que considerar que el grupo de afiliados que no realizan pagos o tienen una alta discontinuidad en sus aportaciones (tal vez por su posibilidad de acceso al mercado laboral) podrían terminar, bajo determinadas circunstancias, con un fondo administrado menor, pues la comisión siempre se cobraría sobre el saldo administrado por las compañías de pensiones, al margen de que realice o no aportes. Por otro lado, no habría que perder de vista el hecho de que el colectivo de trabajadores de altos ingresos, bajo el esquema de comisión por flujo, habría estado pagando ya, implícitamente, una comisión por saldo, con lo que el nuevo esquema podría estar cargándole con esta comisión nuevamente. En ese sentido, será necesario que se estudie detenidamente el número de afiliados que se podrían ver beneficiados o perjudicados con la comisión variable a fin de buscar que el resultado final sea positivo desde el punto de vista social.

Asimismo, de tomarse la alternativa de la comisión por saldo administrado, se debiera evaluar la posibilidad de incorporar en la normativa precisiones importantes del esquema que ya funciona en México, tales como: (i) la obligación por parte de las AFP de presentar anualmente su esquema de comisiones para el año siguiente, el mismo que deberá ser revisado y aprobado o no por el regulador (sin perjuicio de poder solicitar una nueva autorización de comisiones en cualquier otro momento); (ii) en caso de que una AFP incumpla con lo señalado en el punto anterior, estaría obligada a cobrar la comisión más baja vigente en el sistema hasta que presente un esquema de comisiones; (iii) asimismo, en el caso en que una propuesta de AFP no sea aprobada, ésta deberá de cobrar una comisión que corresponda al promedio del sistema hasta que presente un nuevo esquema de comisiones; (iv) no se podrán autorizar aumentos de comisiones por encima del promedio del resto de comisiones autorizadas; (iii) el establecimiento de políticas de dispersión máxima en materia de comisiones.

## 4. Conclusiones

En este documento se han discutido las razones que explican el establecimiento de determinados niveles de comisiones que cobran las compañías de pensiones en los esquemas de contribución definida, particularmente el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones-AFPs en el Perú. Tomando en cuenta la evolución de estas comisiones en la industria, se contrasta con la evolución de las mismas en la región y en otros países donde funcionan esquemas similares, a fin de encontrar determinados patrones de comportamiento así como la posibilidad de transitar desde un esquema de cobro de comisiones sobre remuneraciones (comisiones por flujo) hacia una estructura de cobro sobre el saldo de los fondos administrados por las AFPs (comisión por saldo).

En general se observan una serie de ventajas a favor del cobro de una comisión por saldo en el Perú. Primero, el esquema permite alinear los incentivos de la AFP y del afiliado con el fin de alcanzar un mayor tamaño del fondo. Segundo, se incentiva la cotización dado que los afiliados no cotizantes y los pensionados pagarían una comisión proporcional a su fondo, y no serían únicamente los trabajadores activos los que soportarían todos los gastos del fondo de pensiones. En tercer lugar, se promueve una mayor competencia por rentabilidad entre administradoras de pensiones pues el cobro de una comisión porcentual sobre el saldo es prácticamente equivalente a la reducción en el mismo nivel de la rentabilidad aplicada, por lo que el establecimiento de la comisión en cada administradora estaría definido por su capacidad para generar beneficios financieros. Como cuarto aspecto, consideramos también que la comisión sería de fácil cálculo y más transparente y con ello priorizar una variable importante para el cotizante como lo es el rendimiento neto del coste.

## 5. Bibliografía

AIOS (Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones) (2008). Boletín Estadístico AIOS, Numero 20 – Diciembre de 2008.

Bernal, Noelia, Ángel Muñoz, Johanna Tejada, Hugo Perea y David Tuesta (2008) *Una mirada al Sistema Peruano de Pensiones- Diagnóstico y propuestas* (2008). Editorial Norma.

Gómez, Denisse y Fiona Stewart (2008) *Comparison of costs + fees in countries with private defined contribution pension Systems* Working Paper N° 6, June 2008.

Loayza , N (2007), *Causas y consecuencias de la informalidad en el Perú*, BCRP.

Masías, L. y Sánchez, E. (2005), *Competencia y reducción de comisiones en el sistema privado de pensiones: el caso peruano*. Superintendencia de Banca y Seguros.

Melguizo, Angel, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial (2009) *Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile*. En BBVA Working Paper N° 80. July 2009

Tapia, W. and J. Yermo (2008), *Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 27, OECD publishing, OECD

Superintendencia de Banca y Seguros- SBS [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

Whitehouse, E. (2001), *Administrative charges for funded pensions: An international comparison an assessment*, Pension Reform Primer Series, Social Protection Discussion Paper. World Bank

## 6. Anexos

Al ser Chile, México y Colombia los principales países de la región<sup>6</sup> que cuentan con un sistema privado de pensiones, se presenta una breve descripción de los esquemas usados por las AFP de estos países para realizar el cobro de las comisiones.

### Chile

Para el caso de Chile, referente en el ámbito de pensiones en Latino América, se cobra la comisión como porcentaje del ingreso imponible del afiliado (en el caso del ahorro obligatorio). Esta forma de cobro tiene la característica de ser progresiva, ya que los trabajadores con menor densidad de cotización pagan en su ciclo de vida menos comisión que aquellos cuyos aportes son más regulares.

Adicionalmente, hasta el año 2008 se efectuaba el cobro de una comisión fija que se descontaba del fondo de capitalización individual de cada afiliado. La comisión fija era regresiva, ya que por ley las AFP debían cobrar la misma tarifa a todos sus afiliados, entonces el cobro en relación a saldos era mayor mientras menos saldos/cotización. Esta comisión fija se fue dejando de cobrar y sólo una AFP de las cinco AFP que operan en Chile, seguían cobrándola a principios de 2008. La Reforma Previsional de 2008, que tenía entre sus principales objetivos intensificar la competencia en la industria de servicios previsionales, de modo de promover menores comisiones para los cotizantes prohibió definitivamente la comisión fija, debido a su carácter regresivo, determinándose así que sólo podrán establecerse comisiones sobre la base de un porcentaje de las remuneraciones y rentas imponibles que dieron origen a dichas cotizaciones.

Adicionalmente, es importante tener en cuenta que las AFP pueden fijar libremente las comisiones cobradas a los afiliados, respetando la estructura establecida en la Ley:

- Respecto a la cuenta de capitalización individual, sólo está sujeta a cobro de comisiones el depósito de las cotizaciones periódicas
- Las comisiones son uniformes para todos los afiliados de un mismo tipo a una AFP. Entendiendo tipos de afiliados como: dependientes, independientes, voluntarios y afiliados sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia.
- La comisión por depósito de cotizaciones, llamada cotización adicional, se expresa como un porcentaje de la remuneración o ingreso imponible que dieron origen a las cotizaciones.
- Hasta la reforma de 2008, las comisiones pagadas a las AFP también financiaban el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia que éstas contrataban con las Compañías de Seguros de Vida.
- Las AFP pueden cobrar por retiros que se realicen por renta temporal o retiro programado, y sólo se podrán establecer como un porcentaje de los valores involucrados (porcentaje sobre la pensión).
- Las AFP podían cobrar una suma fija por el depósito de las cotizaciones periódicas; la reforma de 2008 eliminó esta posibilidad.
- La reforma de 2008 elimina la posibilidad de cobrar comisiones por traspaso del saldo de la cuenta desde otra Administradora.
- Los cambios en las comisiones cobradas deben publicarse con 30 días de anticipación en caso de rebaja o 90 días en caso de aumento, indicando la fecha en que comenzarán a regir. Además, la información respecto a los cobros deberá enviarse junto a la cartola cuatrimestral o Estado de Cuentas de Capitalización Individual.
- Las Administradoras pueden cobrar una comisión de salida a aquellos afiliados que traspasen más de dos veces en un año sus saldos entre los Fondos de una misma Administradora. Esta es una comisión fija de cargo de los afiliados (no se puede descontar del fondo de pensiones). Actualmente, ninguna Administradora cobra esta comisión.

6: Cuentan con el mayor número de afiliados y aportantes de la región. A diciembre de 2008, el número de afiliados asciende a 8,372,475, 8,568,274 y 39,063,971 en Chile, Colombia y México, respectivamente.

## México

En este país, antes de las reformas a la Ley del SAR del 15 de junio de 2007, se permitía que las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) cobraran comisiones por la administración de las cuentas individuales por los siguientes conceptos:

- Sobre el saldo de los recursos administrados;
- Sobre el flujo de las cuotas y aportaciones recibidas, o
- Una combinación de flujo y saldo.

Al tener una serie de conceptos distintos para aplicar comisiones resultó complicado comparar las comisiones entre las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), por lo que se diseñó una metodología para el cálculo de "comisiones equivalentes", la cual hacía comparables entre sí las comisiones por flujo y saldo cobradas por las distintas AFORES, convirtiendo todas a saldo bajo ciertos supuestos. Si bien, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar) diseñó el concepto de comisión equivalente como un indicador que intentaba poner sobre una misma base de comparación las comisiones de las AFORES, el indicador fue imperfecto por sus supuestos de individuo representativo y no evitó la confusión.

Con las reformas de 2007, aplicadas a partir de marzo de 2008, las AFORES únicamente pueden cobrar comisiones sobre saldo por la administración de las cuentas individuales, siendo así México el único país donde se utiliza este esquema. Esta medida fue bienvenida tanto por los afiliados como por las Administradoras. Con los cambios introducidos en el 2008, los afiliados pueden conocer de manera transparente los cobros que realizan las AFORES y así realizar una comparación más sencilla entre las Administradoras ya que anteriormente era confuso entender estos cobros debido al sistema dual que se empleaba.

En relación a las AFORES, estas también se beneficiaron con este cambio. El nuevo esquema de comisiones resultó muy atractivo para las AFORES grandes y con varios años en el mercado pues el pasar de comisiones de flujo a sólo saldo se logró estabilidad en sus ingresos ya que las aportaciones en México se hacen bimestralmente. Por otra parte, las AFORES pequeñas o nuevas que dependían más de las comisiones por flujo tenían como opción salir del sistema o fusionarse con otras AFORES más grandes y con mayor tiempo en el mercado.

Es importante señalar que en México el periodo de transición para eliminar la comisión sobre flujo y pasar sólo a saldo fue muy breve (unos 6 meses para dar tiempo sólo del ajuste operativo a las Afore) y no fue acompañado por ninguna medida de compensación para las AFORES que pudieran verse afectadas con el cambio.

Adicionalmente, la reforma se vendió bien al público desde un inicio en términos de que el cambio alinearía mejor los incentivos de las Administradoras con el de los trabajadores pues, se argumentó que al haber sólo una comisión por saldo, las AFORES tendrían incentivos más claros para acrecentar dichos saldos en su propio beneficio y en el del trabajador. Además, para lograr la atención y competencia en rendimientos, se introdujo el índice de rendimiento neto (IRN) como el nuevo indicador para comparar a las Afore, el cual consiste en el rendimiento nominal promedio de los últimos 36 meses (una Proxy de rendimiento de largo plazo) menos la comisión vigente sobre saldo.

Asimismo, a inicios de 2009, se dio otro paquete de reformas. Antes de las reformas del 21 de enero de 2009 a la Ley del SAR, las comisiones autorizadas a las AFORES tenían una vigencia indefinida. Sin embargo, con las reformas de 2009 se estableció la obligación de las AFORES de presentar sus comisiones para autorización cada año a la Junta de Gobierno de la CONSAR.

El objetivo de las últimas reformas de 2009 es conducir a una menor dispersión entre las comisiones que cobran las AFORES por servicios similares, y segundo, inducir a una baja gradual en las mismas pues, la Ley contempla que no se podrán autorizar aumentos de comisiones por encima del promedio del resto de las comisiones autorizadas. La intención final es que las comisiones vayan bajando gradualmente para ayudar a incrementar el indicador de rendimiento neto antes mencionado.

## Colombia

En la actualidad en Colombia se cobra una comisión como porcentaje del ingreso, la cual en promedio corresponde al 1.58% del salario devengado sobre el cual se realiza la cotización. La reforma financiera<sup>7</sup> aprobada durante el mes de junio del 2009, introduce un nuevo componente al esquema de comisión por desempeño. Se mantiene la comisión como porcentaje del salario y se adiciona un nuevo componente por desempeño. Así las AFP no sólo tendrán que cumplir con el rendimiento mínimo igual a la inflación como ordena la Corte Constitucional, sino que serían premiadas si logran hacer inversiones que les provean un buen retorno. Sin embargo, aún no se conocen detalles sobre como operaría esta nueva estructura, por lo que aún falta por desarrollar esta nueva herramienta.

7: La reforma permitirá la creación de la figura de los multifondos.

## Working Papers

- 00/01 **Fernando C. Ballabriga, Sonsoles Castillo**: BBVA-ARIES: un modelo de predicción y simulación para la economía de la UEM.
- 00/02 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas**: Some new results on interest rate rules in EMU and in the US
- 00/03 **Carmen Hernansanz, Miguel Sebastián**: The Spanish Banks' strategy in Latin America.
- 01/01 **Jose Félix Izquierdo, Angel Melguizo, David Taguas**: Imposición y Precios de Consumo.
- 01/02 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas**: A Small Forward-Looking Macroeconomic Model for EMU
- 02/01 **Jorge Blázquez, Miguel Sebastián**: ¿Quién asume el coste en la crisis de deuda externa? El papel de la Inversión Extranjera Directa (IED)
- 03/01 **Jorge Blázquez, Javier Santiso**: México, ¿un ex-emergente?
- 04/01 **Angel Melguizo, David Taguas**: La ampliación europea al Este, mucho más que economía.
- 04/02 **Manuel Balmaseda**: L'Espagne, ni miracle ni mirage.
- 05/01 **Alicia García-Herrero**: Emerging Countries' Sovereign Risk: Balance Sheets, Contagion and Risk Aversion
- 05/02 **Alicia García-Herrero, María Soledad Martínez Pería**: The mix of International bank's foreign claims: Determinants and implications
- 05/03 **Alicia García Herrero, Lucía Cuadro-Sáez**: Finance for Growth: Does a Balanced Financial Structure Matter?
- 05/04 **Rodrigo Falbo, Ernesto Gaba**: Un estudio econométrico sobre el tipo de cambio en Argentina
- 05/05 **Manuel Balmaseda, Ángel Melguizo, David Taguas**: Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España.
- 06/01 **Ociel Hernández Zamudio**: Transmisión de choques macroeconómicos: modelo de pequeña escala con expectativas racionales para la economía mexicana
- 06/02 **Alicia García-Herrero, Daniel Navia Simón**: Why Banks go to Emerging Countries and What is the Impact for the Home Economy?
- 07/01 **Pedro Álvarez-Lois, Galo Nuño-Barrau**: The Role of Fundamentals in the Price of Housing: Theory and Evidence.
- 07/02 **Alicia García-Herrero, Nathalie Aminian, K.C.Fung, Chelsea C. Lin**: The Political Economy of Exchange Rates: The Case of the Japanese Yen
- 07/03 **Ociel Hernández, Cecilia Posadas**: Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial
- 07/04 **Cristina Fernández, Juan Ramón García**: Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos.
- 08/01 **Alicia García-Herrero, Juan M. Ruiz**: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 08/02 **Alicia García-Herrero, Eli M. Remolona**: Managing expectations by words and deeds: Monetary policy in Asia and the Pacific.
- 08/03 **José Luis Escrivá, Alicia García-Herrero, Galo Nuño, Joaquin Vial**: After Bretton Woods II.
- 08/04 **Alicia García-Herrero, Daniel Santabárbara**: Is the Chinese banking system benefiting from foreign investors?
- 08/05 **Joaquin Vial, Angel Melguizo**: Moving from Pay as You Go to Privately Manager Individual Pension Accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean Pension Reform?
- 08/06 **Alicia García-Herrero, Santiago Fernández de Lis**: The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitization Model and Dynamic Provisioning.

- 08/07 **Ociel Hernández, Javier Amador**: La tasa natural en México: un parámetro importante para la estrategia de política monetaria.
- 08/08 **Patricia Álvarez-Plata, Alicia García-Herrero**: To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy
- 09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu**: Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg, Andrea Tesei**: The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 09/03 **Alicia García-Herrero, Santiago Fernández de Lis**: The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools
- 09/04 **Tatiana Alonso**: Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 09/05 **Tatiana Alonso**: Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 09/06 **Ángel de la Fuente, Rafael Doménech**: Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero, Alan Siu**: Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.
- 09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge, Doo Yong Yang**: Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá, Daniel Santabárbara**: What explains the low profitability of Chinese Banks?.
- 09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech, J. Ferri**: Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 09/11 **R. Doménech, Angel Melguizo**: Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech, J. Ferri**: Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers
- 09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta, Joaquín Vial**: Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile
- 09/14 **Máximo Camacho**: MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta, Joaquín Vial**: Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 09/16 **Alicia García-Herrero, Tuuli Koivu**: China's Exchange Rate Policy and Asian Trade
- 09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung, Francis Ng**: Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 09/18 **Alicia García Herrero, Daniel Santabárbara García**: Una valoración de la reforma del sistema bancario de China
- 09/19 **C. Fung, Alicia García-Herrero, Alan Siu**: A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan
- 09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta**: Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica
- 09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta**: Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica
- 10/01 **Carlos Herrera**: Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México
- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta, Alfonso Ugarte**: Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America

- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta, Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America
- 10/04 **Mónica Correa-López, Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.
- 10/06 **Soledad Hormazabal D.:** Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case.
- 10/07 **Rafael Doménech, Juan Ramón García:** ¿Cómo Conseguir que Crezcan la Productividad y el Empleo, y Disminuya el Desequilibrio Exterior?
- 10/08 **Markus Brückner, Antonio Ciccone:** International Commodity Prices, Growth, and the Outbreak of Civil War in Sub-Saharan Africa.
- 10/09 **Antonio Ciccone, Marek Jarocinski:** Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?.
- 10/10 **Antonio Ciccone, Markus Brückner:** Rain and the Democratic Window of Opportunity.
- 10/11 **Eduardo Fuentes:** Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes a los fondos de pensiones: una aproximación a partir del caso de Chile.
- 10/12 **Eduardo Fuentes:** Creating incentives for voluntary contributions to pension funds by independent workers: an informal evaluation based on the case of Chile.
- 10/13 **J. Andrés, J.E. Boscá, R. Doménech, J. Ferri:** Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both.
- 10/14 **Alicia García-Herrero:** Dynamic Provisioning: Some lessons from existing experiences.
- 10/15 **Arnoldo López Marmolejo, Fabrizio López-Gallo Dey:** Public and Private Liquidity Providers.
- 10/16 **Soledad Zignago:** Determinantes del comercio internacional en tiempos de crisis.
- 10/17 **Angel de la Fuente, José Emilio Boscá:** EU cohesion aid to Spain: a data set Part I: 2000-06 planning period.
- 10/18 **Angel de la Fuente:** Infrastructures and productivity: an updated survey.
- 10/19 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta, Javier Alonso:** Simulaciones de rentabilidades en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/20 **Enestor Dos Santos, Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/21 **Máximo Camacho, Rafael Doménech:** MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.
- 10/22 **Enestor Dos Santos and Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/23 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, David Tuesta:** Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú.

Los análisis, las opiniones y las conclusiones contenidas en este informe corresponden a los autores del mismo y no necesariamente al Grupo BBVA.

Podrá acceder a las publicaciones de BBVA Research a través de la siguiente web: <http://www.bbvaresearch.com>

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
[bbvaresearch@grupobbva.com](mailto:bbvaresearch@grupobbva.com)  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)