riesgo a un rango entre el 3 y 3,5% y el total de la tasa de costo de capital tiene un mínimo de 7%. La moción parlamentaria propone reducir el premio por riesgo al rango de 1 a 1,5% y sin piso para el total. Sin duda el 7% mínimo puede resultar elevado en el contexto actual de baias tasas de interés, a diferencia de lo que se daba en 1989 cuando se dictó la lev, pero eliminar el piso de la tasa no es consistente con lo que ocurre en otros sectores regulados en la legislación nacional, que han buscado disminuir el riesgo regulatorio por esta vía. Además, decidir a priori cuál será el premio por riesgo de la industria parece ser injustificado.

La moción parlamentaria propone que hava transparencia durante el proceso y no sólo transparencia una vez que éste haya finalizado. Si bien la literatura económica ha resaltado que la mayor dificultad de la regulación tarifaria es la asimetría de información y que procesos más abiertos a la opinión de usuarios sería un avance, es difícil que usuarios tengan los recursos suficientes para darle seguimiento a estos engorrosos procesos. Creemos que es más importante que la SISS continúe ahondando en el proceso de obtener "contabilidad regulatoria", que ya ha logrado construir series de ingresos y costos, y ahora está cubriendo los egresos por inversiones. De esa manera la autoridad tendrá tiempo para comparar adecuadamente los costos de diversas empresas y valorizar sus activos con la mayor información posible.

Por último, se debe perfeccionar lo actualmente establecido en la norma respecto a los descuentos que se deben realizar por la provisión de servicios no regulados por parte de la empresa. Estos descuentos son muy relevantes, ya que no existe argumento alguno para que la empresa esté usando recursos, financiados por las tarifas, para proveer otros servicios, sin que los consumidores se vean favorecidos con ello. Además, si no se realizan estos descuentos, se corre el riesgo de que la empresa pueda monopolizar otros mercados, potencialmente competitivos, por las ventajas de costos que tendría al emplear elementos financiados por las tarifas reguladas para proveer esos otros servicios. En este contexto la Moción procura que las empresas sólo puedan proveer servicios no regulados cuando ellos sean de interés público, y agrega que el 50% de las utilidades asociadas debiesen transferirse a los usuarios vía tarifas reguladas. La verdad es que no parece razonable evitar la provisión de servicios no regulados, ya que ellos son socialmente útiles y, por otro lado, lo más eficiente es tipificar formalmente en la norma los aspectos centrales del cálculo de los descuentos, evitando la ambigüedad que hoy existe en la literalidad de la ley que hace referencia a la "proporción en que sean utilizados los activos".

En definitiva, creemos que hay espacio para mejorar la normativa que define la tarificación de los servicios sanitarios, y que es urgente que ello se haga con el objeto de superar las falencias que aún prevalecen en la regulación, las cuales han sido relevadas en las discusiones académicas y sectoriales de los últimos años. En este contexto, sería óptimo que el debate parlamentario se alimentara de estas discusiones con el fin de enriquecer las propuestas.

2017, EL AÑO **EN QUE LAS AFPS SALIERON** A BUSCAR LEGI-TIMIDAD

Fernando López Ph.D. en Finanzas. Washington University in St. Louis. Estados Unidos. Académico FEN UAH

El año 2016 se observaron al menos cuatro expresiones concretas de descontento contra la industria de AFP. En primer lugar, tomó fuerza el movimiento "No + AFP", que tiene entre sus aspiraciones la desaparición de la industria de administradoras privadas. Este movimiento convocó cuatro marchas masivas entre julio v noviembre de 2016, que contaron con miles de manifestantes en varias ciudades del naís.

Segundo, la discusión de una reforma al sistema de pensiones se posicionó como una de las prioridades del Gobierno. Entre las medidas de las que se ha hablado, hay varias que afectarían el corazón del negocio de las AFP. Algunos ejemplos son las licitaciones de afiliados antiguos, la devolución de comisiones cuando los fondos tengan rentabilidades negativas o que las comisiones que los fondos pagan a inversionistas extranieros sean de cargo de las

Tercero, el número de traspasos netos desde las administradoras más caras a las más baratas superó en 2016 los máximos históricos observados desde 2011. En efecto, las cuatro administradoras que cobraban las mayores comisiones experimentaron la salida neta de 184 mil afiliados, que supera en 50% la salida observada en 2015 y en 34% la mayor salida de los últimos cinco años (ver Tabla 1).

El cuarto evento fue la respuesta de los afiliados al llamado que hizo el movimiento No+AFP a cambiarse al Fondo E. Si a diciembre de 2010 menos de 3% de los afiliados había optado por el Fondo E, en diciembre de 2016 este porcentaje se multiplicó por un factor de 6.6 veces (ver Tabla 2). Es decir, más de la mitad de este incremento coincide con el llamado de No+AFP. Cabe señalar que estos traspasos tienen un impacto mínimo en los resultados de las administradoras pero podrían afectar negativamente a los afiliados. Más allá de las rentabilidades observadas en los últimos meses, los afiliados que por su tolerancia al riesgo optarían por el Fondo A, en el largo plazo podrían tener efectos negativos y significativos en la rentabilidad de sus fondos de pensiones.

Pero su impacto en los resultados de la industria fue acotado

En contraste con la magnitud del impacto reputacional, los eventos observados en 2016 tuvieron un efecto acotado en los resultados de las administradoras. Las ganancias de la industria (antes de impuestos) crecieron 4.8% real, pasando de US\$616 millones en 2015 a US\$645 en 2016 (Tabla 3). Adicionalmente, a pesar de que hubo llamados específicos a abandonar Cuprum y Provida, sus ganancias antes de impuestos crecieron un 2,1% y 12,4% real en relación al año anterior, respectivamente. Al considerar el volumen de traspasos de afiliados. Provida sólo perdió 3.4% de sus afiliados y Cuprum sólo 3,2%. Del mismo modo, los ingresos por comisiones de Provida cayeron un 0,8% real y los de Cuprum aumentaron en 1.2% real.

Aunque los eventos observados en 2016 no tuvieron un impacto significativo en los resultados financieros de la industria, se produjo un aumento en su riesgo regulatorio. En efecto, si se implementaran algunas de las medidas señaladas anteriormente, la industria podría experimentar un deterioro significativo en sus resultados.

REACCIÓN DE LAS ADMINISTRADORAS Y SU POSIBLE IMPACTO

La reducción de comisiones anunciada por AFP Provida es el anuncio más llamativo de 2017. Esta iniciativa tiene un foco comunicacional con el que la administradora apunta a dejar de ser identificada como "la AFP más cara de la industria". Al considerar su efecto en los precios relativos podemos constatar que su comisión por cotizaciones obligatorias –su principal fuente de ingresos- pasará de 3.8 a 3.5 veces lo que cobra Planvital y de 2 a 1,9 veces lo que cobra Modelo. Una reducción acotada en las comisiones por cotizaciones obligatorias tiene sentido porque los afiliados son poco sensibles a las diferencias en comisiones. Adicionalmente, si la reducción en las comisiones por cotizaciones obligatorias se hubiese implementado en 2016, las ganancias de la administradora hubiesen caído en unos US13 millones, pasando de los US\$168 millones que efectivamente obtuvo a US\$155 millones. Este cálculo no considera el impacto que la iniciativa pudo haber tenido en la salida de afiliados y, por lo tanto, es conservador

Adicionalmente. las administradoras han anunciado una serie de iniciativas para acercarse a los afiliados, como la creación de comités de afiliados, el aumento en las inversiones para promover la educación v el ahorro previsional v la posibilidad de presentar sus resultados en cuentas públicas. Estas iniciativas apuntan a construir una relación de confianza v cercanía con los afiliados, avudándolos a comprender el quehacer de las AFP y la manera en que contribuyen a meiorar sus pensiones.

Es difícil anticipar el efecto de la estrategia impulsada por las AFP porque la ciudadanía también escuchará lo que digan otros actores, como candidatos presidenciales y movimientos sociales. Lamentablemente, el bajo nivel de educación previsional de los afiliados implica que el apovo popular no estará necesariamente basado en el mérito de las propuestas. sino que en la simpatía y en la confianza proyectada por quienes las propongan.

TABLA 1 Traspaso neto de afiliados experimentado por cada AFP (Cifras expresadas en miles de afiliados)

	Sistema	Capital	Cuprum	Habitat	Modelo	Planvital	Provida	4 más caras
2011	206	-25	8	-28	332	1	-82	-127
2012	311	-39	9	-20	418	2	-58	-109
2013	256	-25	7	-30	401	-8	-90	-137
2014	221	-44	8	-42	264	65	-30	-108
2015	215	-51	4	-23	5	331	-51	-121
2016	217	-44	-20	-14	22	379	-105	-184

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones

Porcentaje de los fondos elegidos por los afiliados

	(Cifras expresadas en porcentaje)						
		Α	В	C	D	Е	
	2010	36,8	36,7	20,2	3,5	2,8	
	2011	34,9	36,0	20,2	4,1	4,8	
	2012	32,7	34,9	20,4	4,5	7,5	
	2013	32,1	34,1	20,6	4,6	8,5	
	2014	29,4	33,6	21,7	4,8	10,5	
	2015	28,5	32,9	23,0	4,9	10,6	
	2016	22,8	29,8	23,4	5,5	18,5	
Fuente: Superintendencia de Pensiones.							

Utilidad antes de impuestos alcanzada por la industria

(Cifras expresadas en millones de US\$ de diciembre de 2016)

	2015	2016	Var%
Capital	121	115	-5,2
Cuprum	114	117	2,1
Habitat	169	175	3,1
Modelo	34	37	8,4
Planvital	-3	0	-101,8
Provida	180	202	12,4
Industria	616	645	4,8

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile

Decano: Jorge Rodríguez Grossi

Fono Facultad: 2889 7366 e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl

fen.uahurtado.cl