



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

2024
ENERO

INFORME CEF
MACROFINANCIERO

TEMA DE ANÁLISIS

¿EXISTE INERCIA EN LA INDUSTRIA
PREVISIONAL? RELACIÓN ENTRE
LOS TRASPASOS DE AFILIADOS Y
LAS COMISIONES ENTRE AFPS

¿EXISTE INERCIA EN LA INDUSTRIA PREVISIONAL? RELACIÓN ENTRE LOS TRASPASOS DE AFILIADOS Y LAS COMISIONES ENTRE AFPS

María José Castro

Una de las indicaciones del proyecto de ley de reforma de pensiones, que ya superó todas las etapas y está próxima a convertirse en ley, es la licitación de los stocks de afiliados antiguos. Esta medida, promovida también por el economista y Senior Fellow de la UAI, Salvador Valdés,¹ se justifica principalmente como una forma de abordar el déficit de competencia que exhibe la industria previsional, una problemática atribuida al alto grado de inercia de los afiliados frente a los cobros de comisiones. En este contexto, evaluamos el nivel de competencia de la industria previsional utilizando las medidas más comúnmente empleadas por la literatura para determinar si el sector efectivamente refleja bajos niveles de competencia. Para ello, consideramos tanto medidas de concentración como una medida de elasticidad que refleje la posible inercia de los afiliados.

¿QUÉ FACTORES PERMITEN LA COMPETENCIA EN UNA INDUSTRIA Y CÓMO SE PUEDE MEDIR?

La teoría económica estándar señala que la competencia es un resultado de equilibrio estático en el que las empresas no pueden fijar precios excesivos de manera persistente ni obtener beneficios anormales. Para alcanzar tal situación competitiva, deben cumplirse varios criterios que Cournot (1938)² agrupa en tres: la existencia de un número considerable de rivales, un conocimiento común de las oportunidades de mercado entre los participantes, y la libre entrada y salida de las firmas. Bajo estas condiciones, el exceso de precio sobre los costos disminuye a medida que aumenta el número de productores, siempre que los consumidores dispongan de información perfecta para determinar con exactitud qué empresa ofrece el mejor valor, lo que supone una alta elasticidad-precio de la demanda.

Basándose en esta definición de competencia estática, se desarrolló posteriormente el paradigma "Structure-Conduct-Performance" (SCP)³, cuyo objetivo es explicar la conducta y el desempeño de las empresas a partir de las características estructurales de los mercados en los que operan, tales como el número de firmas y su tamaño absoluto y relativo, entre otros. La idea clave del paradigma SCP es que la estructura del mercado influye en el comportamiento de las firmas; en consecuencia, cuanto más concentrado esté un sector, más fácil resulta para las empresas actuar de manera anticompetitiva. En este sentido, una de las formas más tradicionales de medir el nivel de competencia en un mercado consiste en emplear medidas estructurales como el índice Herfindahl-Hirschman (HHI) y el índice de concentración (CR), que se aplicarán aquí. En específico analizaremos:

1. Índice Herfindahl-Hirschman (HHI): Este indicador mide el grado de concentración del mercado sumando los cuadrados de las participaciones porcentuales de mercado de todas las empresas en la industria. Su valor varía entre 0 y 10.000, donde 0 representa un mercado con un número infinito de empresas de igual tamaño y 10.000 un mercado completamente monopólico. Así, mientras más se acerque a 10.000, mayor será la concentración de la industria. Una gran ventaja de este índice es que aumenta tanto a

¹ Para más detalles, ver la sección de análisis del Informe Julio 2024 en [CEF - Análisis Informe Macrofinanciero, julio 2024](#).

² Antoine-Augustin Cournot (1938), "Recherches sur le Principes Mathématiques de la Théorie des Richesses".

³ Edward Sagendorph Mason (1939), "Price and Production Policies of Large-scale Enterprise", The American Economic Review.

medida que disminuye el número de empresas en el mercado, como también a medida que aumentan la disparidad en el tamaño de las empresas⁴. Las autoridades generalmente consideran que un HHI superior a 1.500 e inferior a 2.500 es un mercado moderadamente concentrado, y los mercados que superan los 2.500 puntos son considerados altamente concentrados.

2. Razón de Concentración de las tres principales empresas (CR3): Representa el porcentaje controlado por las tres firmas más grandes en el mercado. A diferencia del HHI, el CR3 es ideal para mercados donde unas pocas empresas concentran la mayoría de la participación, ya que no se ve afectado por la presencia de muchas empresas pequeñas con cuotas marginales. Según estándares tradicionales, un CR3 entre 50% y 70% representan un mercado moderadamente concentrado, mientras que sobre 70%, ya es una industria altamente concentrada.

Sin embargo, estas medidas de concentración presentan diversos inconvenientes. Uno de ellos es que un comportamiento más competitivo por parte de las empresas tiende a expulsar a las firmas ineficientes del mercado (efecto de selección), lo que puede hacer que cualquier cambio en la concentración refleje diferencias de eficiencia más que una disminución en la intensidad competitiva⁵. Esto demuestra que un aumento en la concentración no puede interpretarse por sí solo como un indicio de menor competencia. Además, podría darse el caso de que el mercado esté distribuido de manera relativamente equitativa, pero los consumidores no cuentan con la información adecuada, lo que permitiría precios excesivos pese a la apariencia de equilibrio.

Con sus importantes limitaciones, estas medidas de concentración siguen utilizándose ampliamente. Es fundamental reconocer que la concentración y la competencia no siempre guardan una relación directa ni evidente.

De esta forma, para disponer de una métrica del nivel de competencia en la industria distinta a las medidas estructurales y, al mismo tiempo, analizar el grado de inercia de los afiliados, estimamos la elasticidad precio de la demanda en función de la entrada de afiliados antiguos entre distintas AFP y las comisiones que estas entidades ofrecen. Las elasticidades son un elemento clave para determinar el grado de poder de mercado que las empresas pueden ejercer y, en consecuencia, para inferir la probabilidad de alta o baja competencia en un mercado. En contextos donde la elasticidad-precio de la demanda es muy negativa —es decir, la demanda es muy inelástica—, las firmas pueden aumentar sus precios sin perder demasiados clientes, lo que indica un menor nivel de competencia; por el contrario, cuando la demanda es elástica, incluso un leve aumento de precios provoca una caída significativa en la cantidad demandada, obligando a las empresas a mantener precios cercanos a sus costos y reflejando así una mayor intensidad competitiva.

⁴ Matemáticamente la fórmula es:

$$HHI = \sum_{i=1}^N S_i^2$$

Donde S_i señala la participación porcentual de la empresa i , y N el total de empresas. Esta fórmula también puede descomponerse como:

$$HHI = \frac{1}{N} + N \times \text{Varianza}(S_i)$$

⁵ Harold Demsetz (1973), "Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy", Journal of Law and Economics.

⁶ Dennis W. Carlton y Jeffrey M. Perloff, "Modern Industrial Organization".

En definitiva, no solo resulta relevante analizar la distribución de participaciones en la industria previsional y la cantidad relativa de cambios respecto al tamaño del mercado, sino también identificar la dirección de dichos movimientos. Es decir, es importante determinar las razones que impulsan las entradas de afiliados antiguos en cada AFP: ¿están fuertemente influenciados por la oferta de menores comisiones? Si la respuesta es afirmativa, un bajo poder de mercado sugeriría la existencia de un nivel alto de competencia; en caso contrario, no se podría asegurar un nivel adecuado de competencia. Este interrogante es precisamente el que intentaremos abordar en la presente sección de análisis.

RESULTADOS INDUSTRIA PREVISIONAL

Indicadores tradicionales de competencia

Como se señaló anteriormente, los indicadores tradicionales de competencia se centran en el análisis de la estructura del mercado. En este estudio, examinamos HHI y CR3, donde niveles altos indican una concentración en pocas firmas, lo que implica menor competencia, y viceversa. En particular, estimamos HHI y CR3 en tres casos. Primero, según el número de afiliados de cada AFP, es decir, aquellas personas que poseen una cuenta individual de cotizaciones obligatorias y/o voluntarias, y que no se han pensionado ni han fallecido. Segundo, en función de los cotizantes, es decir, afiliados que han registrado al menos un pago de cotización. Finalmente, en tercer lugar, según los activos administrados por cada AFP en los fondos de pensiones.

Entre 1990 y 1997, el grado de concentración de la industria previsional era relativamente bajo. Como muestra el Gráfico N°1, durante esos años, el índice HHI, calculado según el número de afiliados o cotizantes de las AFPs, se mantuvo levemente por encima de los 1.500, mientras que el índice HHI basado en el total de activos gestionados por las AFPs permaneció por debajo de este umbral, correspondiente al rango de baja concentración de mercado. Sin embargo, los cambios normativos introducidos por la autoridad reguladora en 1997, especialmente relacionados con los agentes de venta —como la implementación de requisitos más estrictos para su contratación—, provocaron una drástica reducción en el número de vendedores, acompañada de un aumento significativo en la concentración de mercado. Los índices HHI crecieron de manera sostenida desde 1998 hasta 2009, superando los 2.500 en los casos de afiliados y cotizantes, con máximos de 2.898 y 2.833 respectivamente en 2008, mientras que el índice basado en activos alcanzó 2.424 ese mismo año.

A partir de la implementación de la licitación de nuevos afiliados en 2010, que obliga a todos los nuevos afiliados a ingresar a la AFP ganadora (la que ofrece la comisión más baja) y permanecer en ella durante 24 meses, los índices HHI, particularmente aquellos calculados en función del número de afiliados y cotizantes, han mostrado una clara tendencia a la baja que se ha mantenido hasta la actualidad. Este avance es positivo, ya que en 2024 los índices HHI de afiliados y cotizantes alcanzaron su nivel más bajo desde la fase 1990-1997, aunque aún permanecen dentro del rango de concentración moderada. Por otro lado, el índice HHI basado en activos continúa por encima de los valores registrados durante la última década de los 90 y también permanece en el segmento de concentración moderada.

Durante los años noventa, la participación de las tres AFP más grandes (CR3) se encontraba en un rango de concentración moderada. En diciembre de 1997, esta participación correspondía al 69% en términos de afiliados, 67% en cotizantes y 56% en activos. Sin embargo, en 1998, estas participaciones aumentaron de manera significativa, alcanzando el rango de alta

concentración, con incrementos adicionales que llegaron a máximos a finales de 2008: 88% en afiliados, 87% en cotizantes y 78% en activos. Tras la implementación de la licitación de nuevos afiliados, las cifras comenzaron a descender gradualmente, regresando al rango de concentración moderada. Específicamente, en noviembre de 2024, las tres principales AFP representan el 61% del total de afiliados, 60% del total de cotizantes y 69% del total de activos.

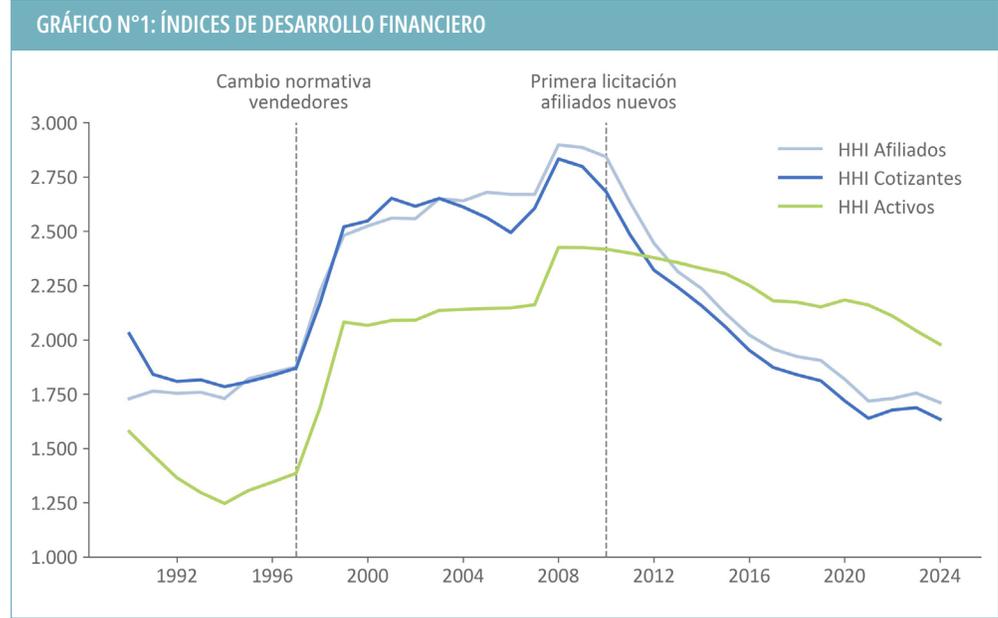
Un aspecto importante a destacar es la relación negativa entre la concentración del mercado y el número total de AFPs. La línea verde del Gráfico N°3, denominada CR3 Mercado Simétrico, ilustra esta relación, ya que representa la participación teórica que deberían tener las tres mayores AFPs si el mercado fuera completamente simétrico. Esto implica que, a medida que disminuye el número de AFPs, mayor será la participación requerida para alcanzar dicha simetría, dado que la fórmula es: $\frac{1}{N} \times 3 \times 100$.

Durante el tramo 1990-1997, el número de AFPs era elevado, alcanzando un máximo de 21 administradoras en 1994. Esto resultaba en una cuota teórica relativamente baja de aproximadamente 14% para las tres AFPs más grandes, necesaria para que el mercado fuese completamente simétrico. Entre 1998 y 2009, el número de administradoras disminuyó drásticamente debido a diversas fusiones, reduciéndose a un mínimo de 5, lo que provocó un aumento significativo en la participación teórica requerida para lograr la simetría, estimada en aproximadamente 60%. Finalmente, entre 2010 y 2024, el total de administradoras volvió a aumentar, primero con la incorporación de Modelo en agosto del 2010 y luego con Uno en octubre del 2019, estableciéndose en las 7 AFPs actuales. En este escenario, las tres mayores deberían registrar una participación cercana al 43% para alcanzar la simetría teórica..

De esta forma, **según los indicadores de concentración de mercado, se pueden identificar tres fases entre 1990 y 2024**. La primera, entre **1990 y 1997**, corresponde a una etapa que podría denominarse **fase competitiva**, la cual concluyó con los cambios normativos relacionados con los vendedores. Posteriormente, se inició una **fase de baja competencia** que se extendió entre **1998 y 2010**. Finalmente, desde la primera licitación de nuevos afiliados realizada en 2010 hasta la actualidad, nos encontramos en una **fase post-licitación** caracterizada por una **competencia moderada**, que recientemente ha mostrado niveles más competitivos.

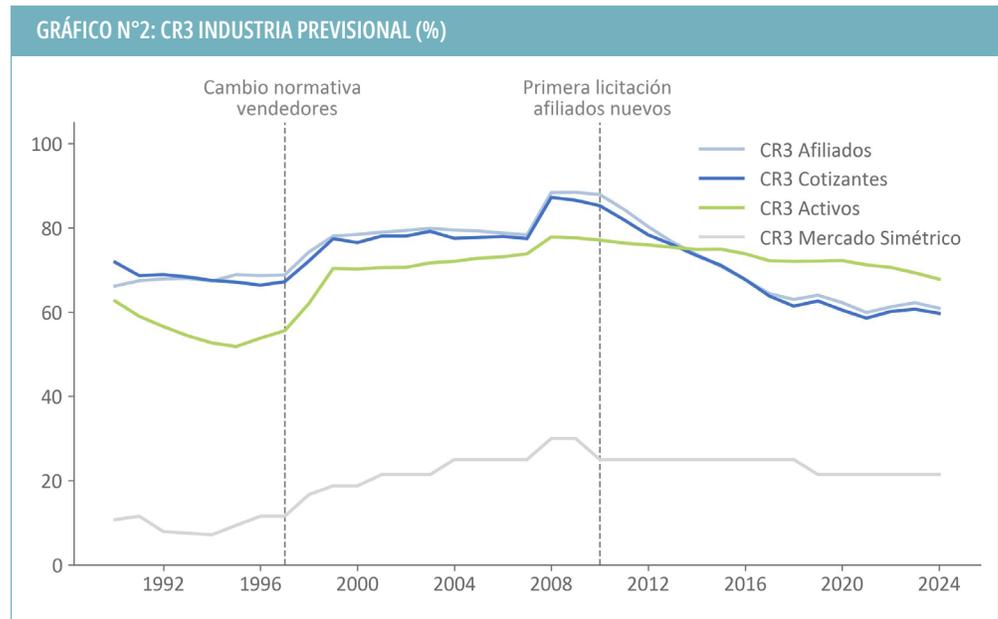
Considerando los indicadores de concentración disponibles, se puede afirmar que persisten desafíos respecto al nivel de competencia en la industria previsional. Aunque no reflejan las peores condiciones posibles, evidencian que aún hay un amplio margen de mejora para lograr una distribución más equitativa en la industria, lo que contribuiría a mejorar los precios.

TEMA DE ANÁLISIS



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a diciembre de cada año, excepto 2024, que es de noviembre.



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a diciembre de cada año, excepto 2024, que es de noviembre.

Otra forma de evaluar el nivel de competencia distinta a los índices de concentración, como se mencionó al principio, es analizar cómo las variaciones en el precio afectan la demanda. Esto cobra importancia porque, aunque dichos índices de concentración puedan señalar una mayor simetría en el mercado, no aseguran que las personas realmente respondan cambiándose hacia las AFPs con comisiones más bajas. Por el contrario, podría tratarse de una mayor atracción ejercida por parte de los vendedores, como probablemente sucedió en la fase competitiva.

Si la elasticidad precio-demanda es negativa, se establecería una condición clave: las AFP tendrían bajo poder de mercado, lo que probablemente implicaría una competencia orientada hacia precios más bajos. En este contexto, la siguiente sección analizará los movimientos de afiliados entre las AFP y evaluará si estos cambios responden efectivamente a la reducción de comisiones u obedecen a otros factores.

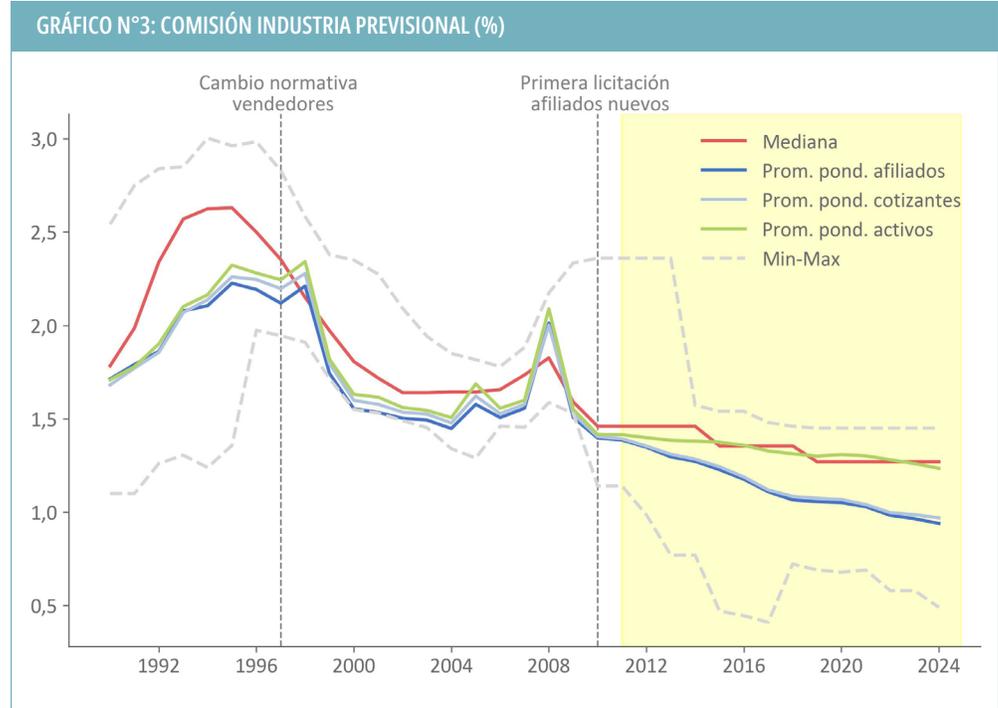
TRASPASOS DE AFILIADOS ANTIGUOS ENTRE AFPS Y SUS RAZONES

Comenzaremos evaluando la evolución de las comisiones como porcentaje del sueldo imponible cobradas por las AFPs, posibles determinantes de los traspasos entre ellas. Estas comisiones corresponden principalmente al cobro por la administración de activos, pero también incluyen costos asociados a la asesoría tanto en el proceso de jubilación como en la etapa de acumulación e inversión de los fondos, entre otros.

Dado que, antes de septiembre de 2008, la comisión incluía, además del componente porcentual del salario, una comisión fija medida en pesos⁷, la comparación con periodos previos no es completamente precisa. Por esta razón, no podemos asegurar con certeza qué ocurrió con la comisión total durante la fase competitiva ni durante toda la fase de baja competencia. Lo que sí podemos afirmar es que, desde 2009, se observa inicialmente una tendencia general descendente en las comisiones, y luego un estancamiento que las mantiene en niveles más bajos. De hecho, las comisiones actuales son menores que en cualquier periodo anterior, ya que, como se mencionó, antes de 2009 habría que añadir una posible comisión fija, lo que incrementaría aún más el costo total, que ya era superior al actual.

De esta forma, la mediana en 2009 se ubicaba en 1,59%, mientras que en 2019 era de 1,27%, nivel que se ha mantenido desde entonces. Algo similar ocurre con los promedios ponderados por la participación de afiliados, cotizantes o activos administrados de las AFPs. Además, la variabilidad en los niveles de comisiones sigue siendo elevada. En 2024, la comisión de la AFP con el mayor cobro era 1,45%, mientras que la de la AFP con el menor cobro se situó en 0,49%, lo que representa una diferencia cercana a un punto porcentual. Esta brecha ha sido consistente a lo largo de casi todos los años anteriores (ver Gráfico N°3).

⁷ Hasta septiembre de 2008, Habitat y PlanVital mantenían una comisión fija no nula, la cual también fue cobrada por Provida hasta abril de 2006 y por Cuprum hasta marzo de 1990. Adicionalmente, hasta julio de 2009, las comisiones incluían el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), cuyo valor podía variar según cada AFP; no obstante, hemos ajustado los datos para excluir dicho componente.



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los estadísticos se calcularon considerando las comisiones promedio anuales de las AFP existentes en cada año.

A partir de ahora, el análisis se centrará en un periodo más acotado, específicamente en los últimos 14 años, comprendidos entre el **2011 y 2024**, como se **muestra destacado en amarillo en el gráfico anterior de comisiones**. La elección de este lapso se debe a diversas razones. En primer lugar, podemos considerar a la AFP Modelo en todo el estudio, ya que esta comenzó sus operaciones en agosto de 2010. En segundo lugar, se conoce la comisión total de las AFPs, medida exclusivamente como porcentaje del sueldo, dado que, como se mencionó, en 2008 se eliminó la comisión fija. En tercer lugar, esta selección facilita las estimaciones, ya que durante este tiempo no se produjo ninguna fusión⁸. Finalmente, para este periodo, contamos con información completa sobre el número total de traspasos dentro del sistema y su destino, es decir, hacia qué AFP se dirigen.

Adicionalmente, cabe destacar dos aspectos importantes: 1) Los traspasos analizados corresponden exclusivamente a movimientos de afiliados ya existentes, dado que los nuevos deben incorporarse a la AFP que ganó la licitación, como se explicó previamente. 2) Nos enfocamos en las entradas que recibe cada AFP por “traspasos de cuentas individuales de cotización obligatoria”, y no en las salidas, ya que estas no forman parte de la demanda directa del servicio⁹.

De este modo, a partir de ahora, cuando nos refiramos a los traspasos de una AFP, estaremos hablando de las entradas de afiliados antiguos, por lo que, en este contexto, los términos "traspasos" y "entradas" serán considerados sinónimos.

⁸ La última fusión ocurrió en abril de 2008, cuando la fusión de Bansantander y Santa María dio lugar a la creación de la AFP Capital.

⁹ De todas formas, estimamos la relación entre las entradas netas —calculadas como la diferencia entre entradas y salidas— y la comisión. Los resultados no muestran diferencias significativas con los obtenidos al considerar únicamente las entradas absolutas. El detalle de estos resultados se explicará más adelante en una nota al pie.

Algunos sostienen que existe inercia en la industria previsional, mientras que sus detractores argumentan que el número significativo de traspasos de afiliados entre AFP indica lo contrario. Durante 2023, por ejemplo, se realizaron 375.002 traspasos, equivalentes al 3,2% del total de afiliados, mientras que hasta noviembre del 2024 se había hecho 438.818 cambios, lo que al anualizarlo representa un 3,7% del total de afiliados de ese mes. Como se aprecia en el Gráfico N°4, esta proporción se ha mantenido relativamente constante en los últimos 14 años, con una caída durante los períodos de pandemia, fluctuando entre un 3% y un 6%. Por otro lado, si se compara con el total de cotizantes, el valor de los traspasos representa una proporción mayor, alcanzando aproximadamente un 7,0% según los datos de noviembre de 2024, cifra que en la última década ha oscilado entre un 5% y un 10%.

Al analizar la distribución de los traspasos entre las AFPs a lo largo del lapso estudiado, se observan principalmente diferencias entre las administradoras, más que variaciones significativas a lo largo de los años. En este contexto, destacan las entradas a ProVida, que registra cifras considerablemente más altas en comparación con las demás durante casi todos los años, mientras que PlanVital presenta una participación baja en el total de entradas anuales de manera casi constante (ver Gráfico N°5).

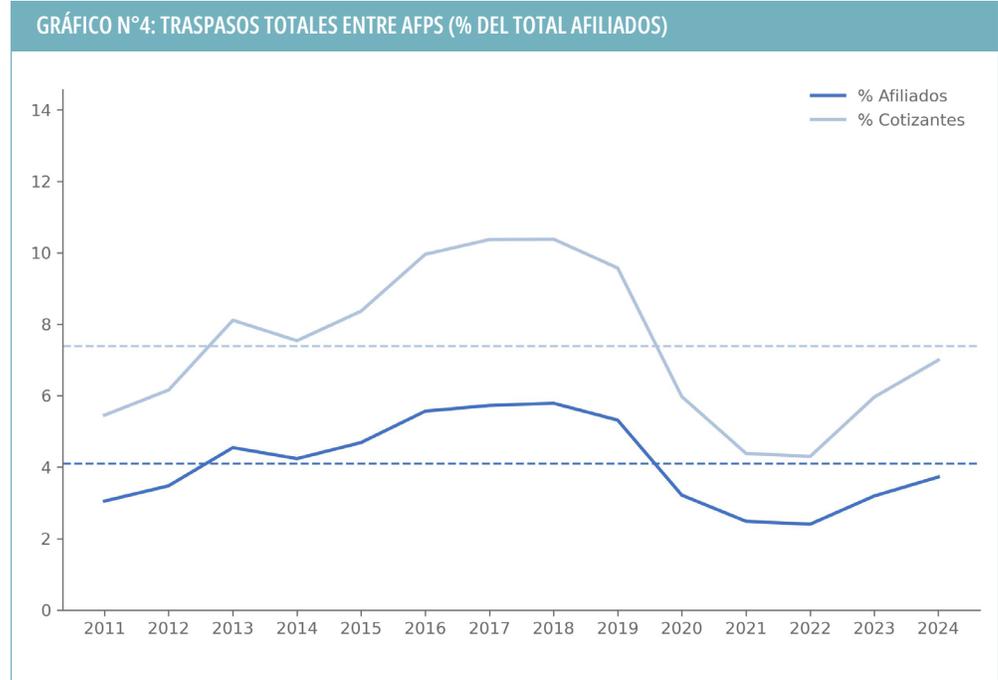
De este modo, la pregunta clave es si los traspasos entre AFPs responden a razones de competencia, como optar por aquellas que ofrecen menores precios (comisiones) o si responden a otros factores como rentabilidad o gasto en marketing. La variabilidad previamente señalada en las comisiones cobradas por las distintas AFPs, junto con las diferencias en las entradas de afiliados entre ellas, permite analizar si este fenómeno se presenta.

Para ello, estimamos la relación entre las entradas y la comisión de cada AFP en dos intervalos de tiempo comprendidos entre 2011 y 2024, los cuales se traslapan pero difieren en la cantidad de AFPs operativas. El primer intervalo abarca los años **2011-2024**, periodo en el que operan 6 AFPs. El segundo corresponde al periodo **2020-2024**, que incluye a AFP Uno, la cual comenzó a operar a finales de 2019, sumando un total de 7 AFPs. Ambos intervalos se ubican después de la licitación de afiliados nuevos y, según los indicadores de concentración, corresponden a la fase de competencia moderada.

Resulta importante destacar que, en cada uno de los análisis de lapsos de tiempo, cada AFP está representada por un único punto, que corresponde a su promedio de traspasos y comisión calculado para el lapso respectivo.

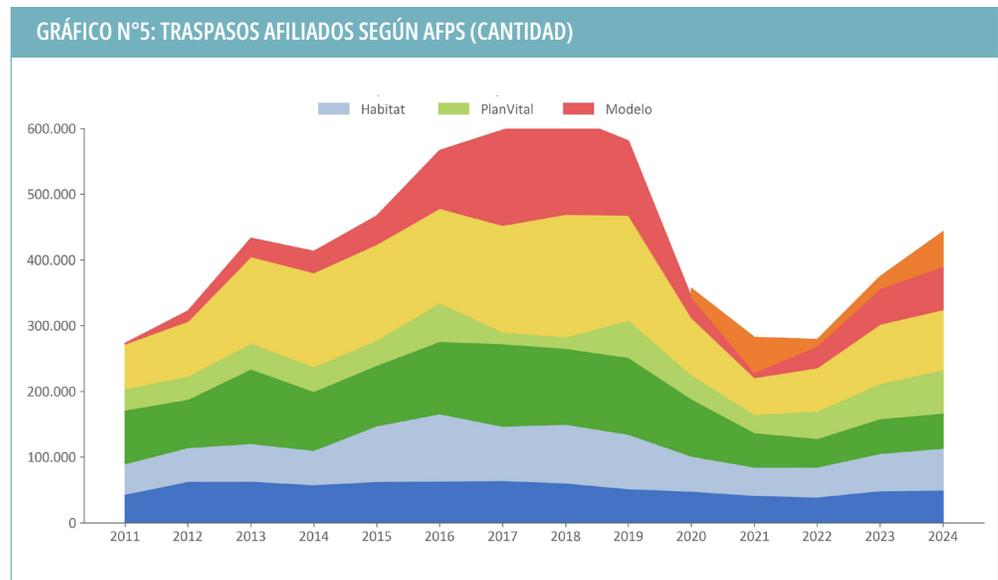


TEMA DE ANÁLISIS



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a la suma anual de traspasos divididos por el total de afiliados o cotizantes en diciembre. Para 2024, los traspasos están anualizados hasta noviembre y divididos por los afiliados o cotizantes de ese mes.



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a la suma anual de entradas de cada AFP, excepto en el caso de 2024, donde los datos están anualizados hasta noviembre.

Como muestra el Panel A del Gráfico N°6, entre los años 2011 y 2024 se observa una asociación predominantemente positiva entre las comisiones promedio y el número de entradas que recibe una AFP. Durante este periodo, ProVida y Capital se encuentran entre las AFPs con las comisiones más altas en comparación con el resto¹⁰, y, a su vez, registran una elevada cantidad de entradas en términos relativos. Por el contrario, PlanVital y Modelo presentan las comisiones más bajas y las menores cantidades de ingresos promedio en los años analizados. No obstante, Cuprum y Habitat presentan una relación algo opuesta: Cuprum mantiene una comisión alta en comparación con las demás AFPs, pero registra un bajo número de traspasos, mientras que Habitat, con una comisión relativamente baja, alcanza un alto nivel de traspasos. En consecuencia, la correlación en este periodo es positiva, con un valor de 0,44. Esto sugiere que, en términos generales, las entradas de afiliados durante estos años tienden a ser mayores en las AFPs con comisiones más altas, lo que resulta sorprendente, pues uno esperaría lo contrario.

El segundo intervalo analizado, que abarca los últimos cinco años e incluye la incorporación de la AFP Uno, muestra nuevamente una relación positiva, incluso mucho más fuerte, entre las comisiones y los traspasos. Como se observa en el Panel C, ProVida, Habitat, Capital y Cuprum se encuentran en el Cuadrante I, que agrupa a las AFPs con mayores ingresos de afiliados y comisiones más altas, mientras que Uno, Modelo y PlanVital están ubicadas en el Cuadrante III, caracterizado por las 3 AFPs con menores ingresos y comisiones. De esta forma, la correlación entre comisiones y traspasos es de 0,77. Este resultado también vuelve a sorprender, ya que sugiere de manera aún más clara que las personas **están eligiendo cambiarse a administradoras que cobran comisiones más altas**¹¹.

Si en lugar de correlaciones estimamos elasticidades para cada período, con el objetivo de determinar la magnitud del impacto y no solo su dirección, encontramos que, como era de esperarse, las elasticidades son positivas en ambos casos. La elasticidad para el periodo 2011-2024 es de 0,53, lo que significa que, si una AFP aumenta su comisión en un 1%, los traspasos hacia esa AFP aumentarán en un 0,53%. En cambio, para el periodo 2020-2024, la elasticidad es más cercana a 1, con un valor de 0,68, lo que indica que, en este periodo, si una AFP aumenta su comisión en un 1%, los traspasos aumentarán en un 0,68%^{12,13}. Por lo tanto, en el segundo período, la elasticidad es cercana a 1, lo que sugiere una demanda elástica, aunque en un sentido contrario a la intuición clásica, donde se esperaría un valor negativo inferior a -1.

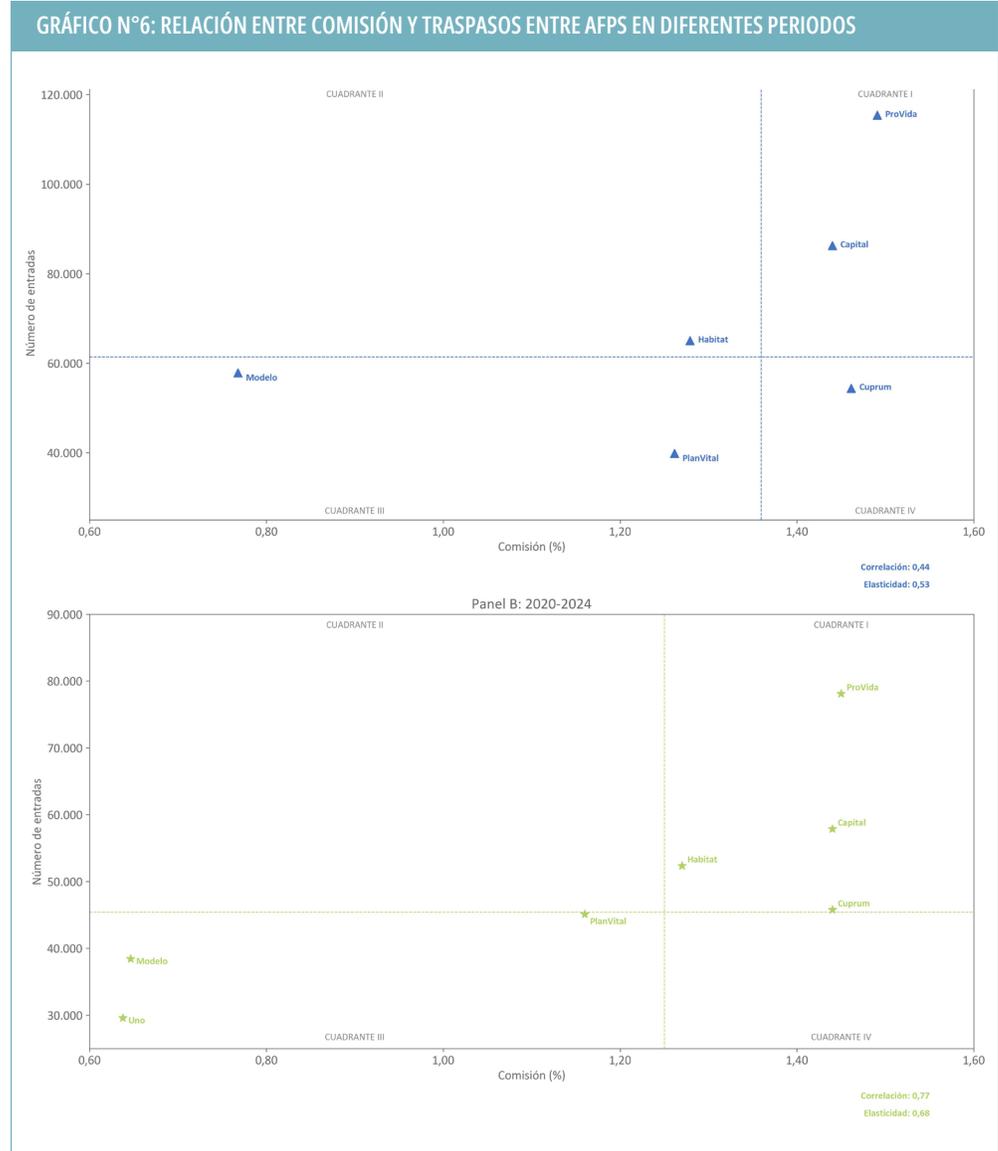
¹⁰ Se considera un grupo con comisiones o traspasos altos cuando su valor está por encima o igual al de la mediana de todas las AFPs, y bajo en caso contrario.

¹¹ Si en lugar de considerar las entradas absolutas analizamos las entradas netas, en el primer período (2011-2024) se observa una correlación negativa, aunque muy débil, de -0,2. No obstante, en el segundo período, con la incorporación de AFP UNO, la correlación es positiva y fuerte, con un valor de 0,54.

¹² Las elasticidades se estiman a partir de los coeficientes de una regresión lineal simple, en la que el promedio de los traspasos de cada AFP (variable dependiente) y las comisiones promedio de cada AFP (variable independiente) durante el periodo analizado se expresan en logaritmos. Esta estimación se realiza de esta manera porque nuestro interés está en estimar el efecto between (entre AFPs), no el efecto within de cada AFP, dado que las comisiones dentro de cada AFP varían poco a lo largo del tiempo. Si, en lugar de calcular el promedio para todo el periodo, consideramos los valores anuales, lo que nos da una muestra mayor, y realizamos la misma regresión en logaritmos controlando por el efecto fijo de tiempo para obtener el efecto between, encontramos que las elasticidades son positivas, aunque algo más altas, en el primer periodo 0,83, y en el segundo de 0,87.

¹³ Cabe señalar que las elasticidades no representan un efecto causal, sino simplemente una estimación del alcance, que podría dar indicios del impacto. Así, advertimos que podrían estar influenciadas por múltiples otros factores que no se consideran.

TEMA DE ANÁLISIS



Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

Nota: Las entradas y comisiones correspondientes a cada periodo son promedios. Los traspasos y las comisiones correspondientes a cada periodo son promedios. Los cuadrantes se organizan de manera que los valores iguales o superiores a la mediana, ya sea en términos de comisiones o traspasos, se ubican en la parte superior, mientras que los valores menores a la mediana se sitúan en la parte inferior, formando así los cuatro cuadrantes.

Las correlaciones y elasticidades encontradas, además de ser poco intuitivas, no coinciden con lo que está ocurriendo con los indicadores de concentración. En etapas de baja concentración, se esperaría una elasticidad-precio de la demanda negativa, mientras que, en fases de mayor concentración, esta podría ser débilmente negativa o incluso positiva. Sin embargo, ocurre lo contrario: la elasticidad-precio de la demanda en los últimos cinco años es más positiva que en los últimos 14, lo que sugiere un aumento reciente, mientras que los indicadores muestran una menor concentración en el mercado. Esto evidencia que bajos índices de concentración no garantizan necesariamente un menor poder de mercado; también se requieren otras condiciones, como que los consumidores cuenten con información completa.

¿Podrían explicarse las relaciones anómalas de precio-demanda encontradas por el hecho de que existen otras variables que afectan la decisión de cambiarse que no se están considerando? Por ejemplo, las mejores rentabilidades que tienden a registrar las AFPs con mayores comisiones, lo que lleva a los afiliados a cambiarse a esas AFPs, a pesar de tener comisiones más altas. Esto estaría en línea con la idea de que las diferencias en rentabilidad compensarían las diferencias en las mayores comisiones, resultando en una rentabilidad neta de comisión que podría ser similar o incluso mayor.

La respuesta probablemente es no, debido a la limitada variación que ha existido siempre entre las rentabilidades de las AFPs. Como evidencia el Gráfico N°7 en los años analizados las rentabilidades entre las AFPs¹⁴ presentan muy poca dispersión. El Coeficiente de Variación ($CV = \text{Desviación Estándar}/\text{Promedio}$) de las rentabilidades para ambos intervalos evidencia una varianza mínima, considerando que los valores por debajo del umbral del 10% indican que los datos están muy concentrados alrededor de la media. En específico, en los dos periodos los CVs, tanto ponderador por la cantidad de afiliados, cotizantes o activos gestionados son inferiores a 5%¹⁵. Esta baja variación se explica probablemente por la garantía de rentabilidad mínima, que establece que, si la rentabilidad de una AFP se encuentra muy alejada de ciertos límites definidos en relación con el promedio del mercado¹⁶, la diferencia debe ser cubierta por las reservas de la AFP provenientes del encaje.

Si bien en términos estadísticos se observa muy poca variación en las rentabilidades, existen estudios que indican que incluso pequeñas diferencias pueden tener un impacto relevante en los resultados finales de la pensión. Valdés y Benavides (2018)¹⁷ evidencian que un punto porcentual adicional de rentabilidad durante 40 años implica un 25% más de pensión. Esto sugiere que una diferencia de 50 puntos base (aproximadamente la diferencia entre el máximo y el mínimo) podría generar un 10% más de pensión, siempre que esa diferencia se mantuviera durante 40 años y no solo en el periodo observado, que es más corto.

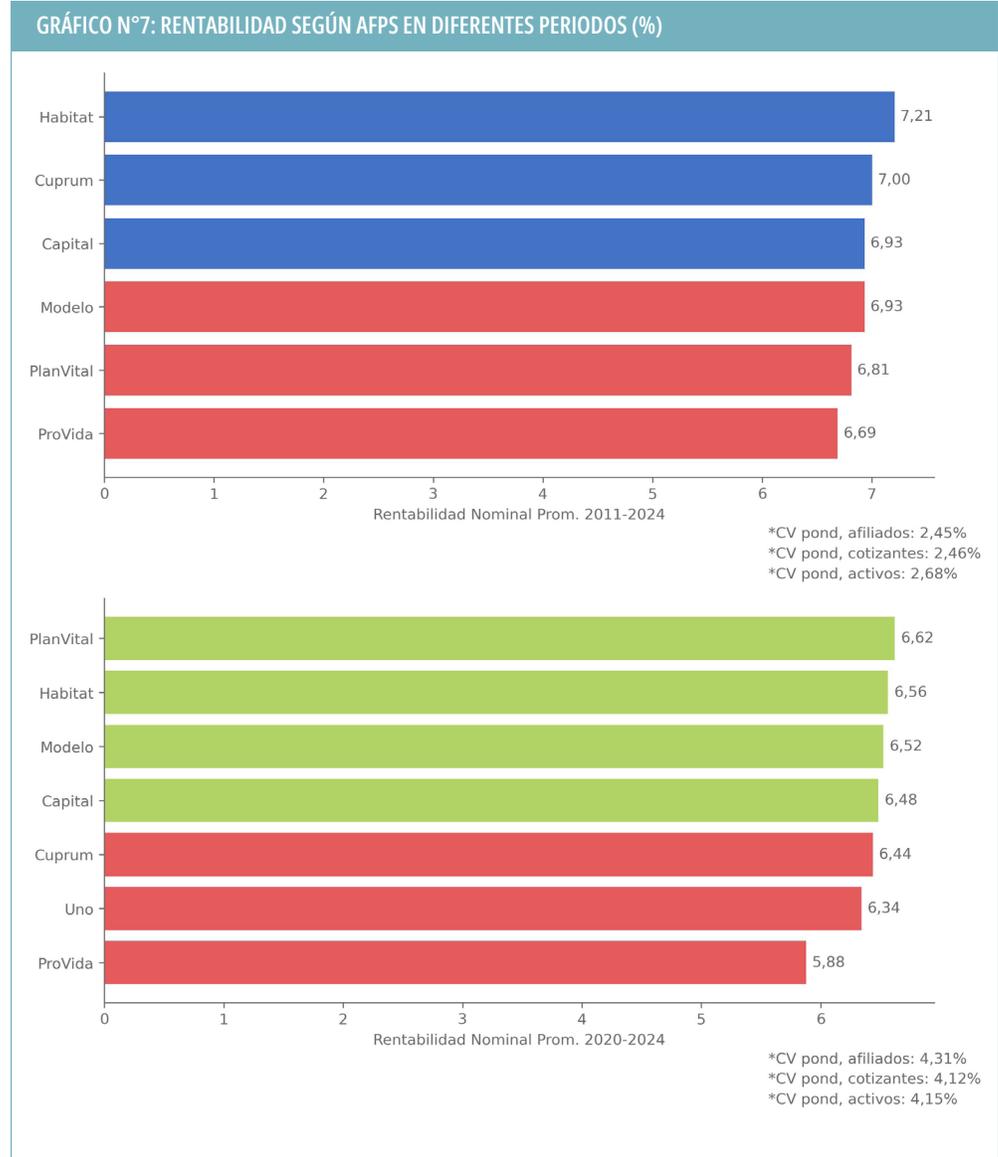
¹⁴ La rentabilidad de una AFP para un periodo determinado se calcula a partir de la rentabilidad mensual (obtenida como las variaciones de los valores cuota) de cada uno de los 5 fondos administrados por la AFP. Para ello, primero se obtiene la rentabilidad promedio geométrica mensual anualizada de cada fondo en el periodo correspondiente. Luego, estas rentabilidades se ponderan según el peso relativo que tiene cada fondo en el total de activos gestionados por la AFP durante dicho periodo. Para el primer intervalo, el cálculo abarca los meses desde enero de 2011 hasta diciembre de 2024, mientras que, para el segundo intervalo, considera desde enero de 2020 hasta diciembre de 2024.

¹⁵ Para todas las demás variables analizadas en esta sección, los CVs superan el umbral del 10%.

¹⁶ Los límites varían para cada fondo: Para los fondos Tipo A y B: el menor entre el promedio del mercado menos cuatro puntos porcentuales o el promedio del mercado menos el 50% de su valor. Para los fondos Tipo C, D y E: el menor entre el promedio del mercado menos dos puntos porcentuales o el promedio del mercado menos el 50% de su valor.

¹⁷ Paula Benavides y Rodrigo Valdés (2018), "Pensiones en Chile: antecedentes y contornos para una reforma urgente".

TEMA DE ANÁLISIS



Fuente: Elaboración propia en base Superintendencia de Pensiones.

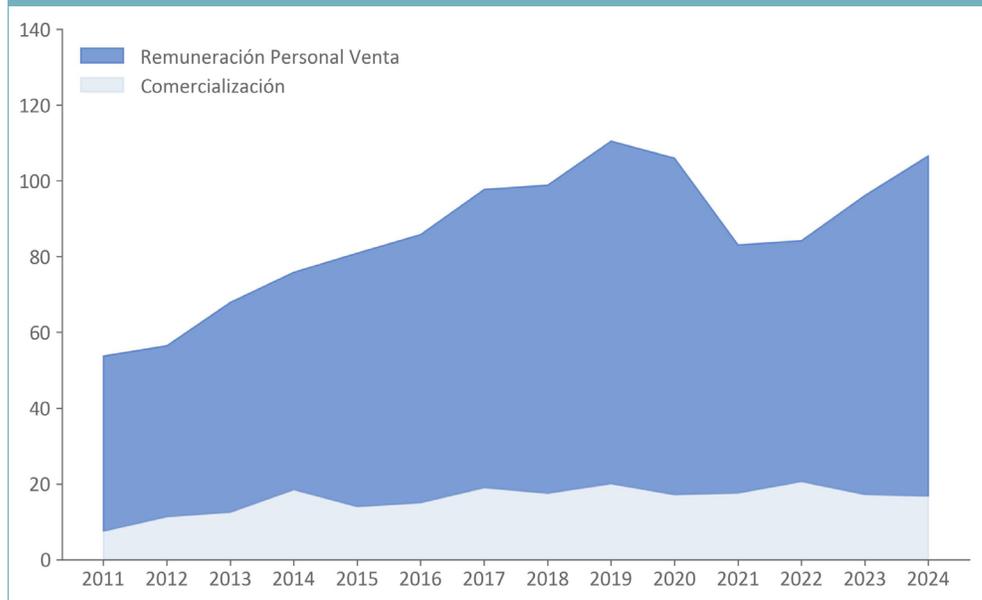
Nota: Las barras azules o verdes representan las AFPs con rentabilidad alta, es decir, mayor o igual a la mediana, mientras que las barras rojas representan las AFPs con rentabilidad baja, menor a la mediana.

En cualquier caso, no parece haber una relación positiva entre la comisión y la rentabilidad que explique la correlación observada entre comisión y traspasos. Es decir, las AFP con mayores comisiones no están ofreciendo una rentabilidad superior que justifique que los usuarios, a pesar de los costos más altos, se trasladen a ellas. De hecho, ocurre lo contrario: las AFP con mayores comisiones tienden a registrar una menor rentabilidad y, dado que estas también concentran la mayor cantidad de traspasos, esto implica que la correlación entre traspasos y rentabilidad es negativa en ambos períodos analizados. Por ejemplo, ProVida, que históricamente ha registrado la rentabilidad más baja en comparación con las demás AFP, ha mantenido consistentemente la comisión más alta en todos los períodos y, al mismo tiempo, ha sido una de las AFP con mayores traspasos.

Por lo tanto, las rentabilidades no parecen ser la principal razón que explique por qué las AFP con mayores comisiones concentran los mayores traspasos. ¿Será que la relación positiva entre comisión y traspasos se debe a que las AFPs que cobran más, al generar mayores ingresos, también destinan más recursos a marketing y ventas, lo que les permite atraer a más afiliados?

Como se observa en el Gráfico N°8, desde 2011, las AFPs han ido incrementando sus gastos en marketing y ventas, con la excepción del periodo de la pandemia, durante el cual se produjo una caída que aún no se ha logrado recuperar por completo. Este aumento ha sido principalmente explicado por un mayor gasto en la remuneración del personal de ventas, alineado con un incremento en la contratación de estos agentes. Este aumento es nominal, es decir, sin considerar la inflación, pero ha superado la variación del IPC. En 2011, las AFP gastaban un total anual de 54 mil millones de pesos, equivalentes a 2,4 millones de UF. Para 2024, este gasto promedio alcanzó los 107 mil millones de pesos (anualizado con base en información disponible hasta el tercer trimestre), lo que corresponde aproximadamente a 3 millones de UF. Esto implica un incremento del 25% en términos reales, equivalente a una tasa promedio anual de 1,7%..

GRÁFICO N°8: GASTO EN PERSONAL DE VENTA Y COMERCIALIZACIÓN EN LA INDUSTRIA PREVISIONAL (MILES DE MILLONES)



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

Nota: Los valores corresponden a la suma anual total de los gastos en salarios, personal de ventas y comercialización de toda la industria previsional, excepto en el caso de 2024, donde los datos están anualizados con base en la información disponible hasta el tercer trimestre.

Efectivamente, estos mayores gastos en marketing y ventas provienen de las AFPs que cobran comisiones más altas, lo cual es lógico, ya que cuentan con mayores ingresos para atraer y capacitar a buenos vendedores. Como se desprende en el Panel B del Gráfico N°9, las cuatro AFPs que cobraron las comisiones más altas durante el periodo 2020-2024, que señalamos previamente, son también las que más gastaron en promedio en sueldos de vendedores y en comercialización durante ese mismo periodo. En contraste, las AFPs con las comisiones más bajas fueron las que menos gastaron. Un caso claro es el de ProVida, que fue la AFP que cobró la mayor comisión entre 2020 y 2024 y, a su vez, la que más gastó, con un promedio aproximado de 23 mil millones de pesos. En contraste, AFP Uno fue la que cobró la comisión más baja y, además, registró por lejos uno de los menores gastos, con alrededor de 0,5 mil millones. De hecho, AFP Uno aún no cuenta con vendedores¹⁸. Por consiguiente, existe una relación muy fuerte entre la comisión y el gasto, con una correlación de 0,96, lo que indica que ambas variables se mueven prácticamente en la misma dirección. Algo similar se observa entre 2011 y 2024 (ver Panel A), donde la correlación entre comisión y gasto es de 0,86.

Así, el gasto explica la relación positiva entre comisión y entrantes observada en los últimos 5 o 14 años, ya que aquellas AFP con mayor gasto también tienen comisiones más altas y, a su vez, atraen a más clientes. Esto se ilustra en el Gráfico N°9: las AFP con mayores comisiones son también las que presentan un mayor gasto, al estar ubicadas en el cuadrante 1, y tienen un mayor número de entrantes, representados por círculos más grandes y oscuros. Intuitivamente, esto sugiere que las AFP con comisiones más altas cuentan con más recursos para invertir en marketing y ventas, lo que les permite contratar más vendedores, haciendo que estén más activas en la atracción de nuevos afiliados y logren captar un mayor volumen de entrantes.

Si estimamos las elasticidades comisión-traspasos, tanto de manera simple como ajustadas por el efecto del gasto en marketing, observamos magnitudes que confirman lo mencionado. Como se muestra en el Gráfico N°10, durante los periodos 2011-2024 y 2020-2024, el coeficiente de elasticidad corregido por el efecto del marketing disminuye, llegando a ser negativo. En el primer periodo, la elasticidad inicial de 0,53 se ajusta a -1,19 al considerar el efecto del marketing, mientras que, en el segundo periodo, pasa de 0,68 a un valor cercano a 0 de -0,11. Esto permite concluir que, al excluir a la AFP Uno y analizar un periodo más extenso, la elasticidad ajustada por el efecto del gasto es negativa y, en términos absolutos, cercana a -1, lo que sugiere una demanda elástica. Sin embargo, en los últimos cinco años, al incluir a la AFP Uno, no se puede llegar a la misma conclusión, ya que, aunque el valor ajustado es negativo, se encuentra muy lejos de -1, el umbral que indica una demanda elástica.

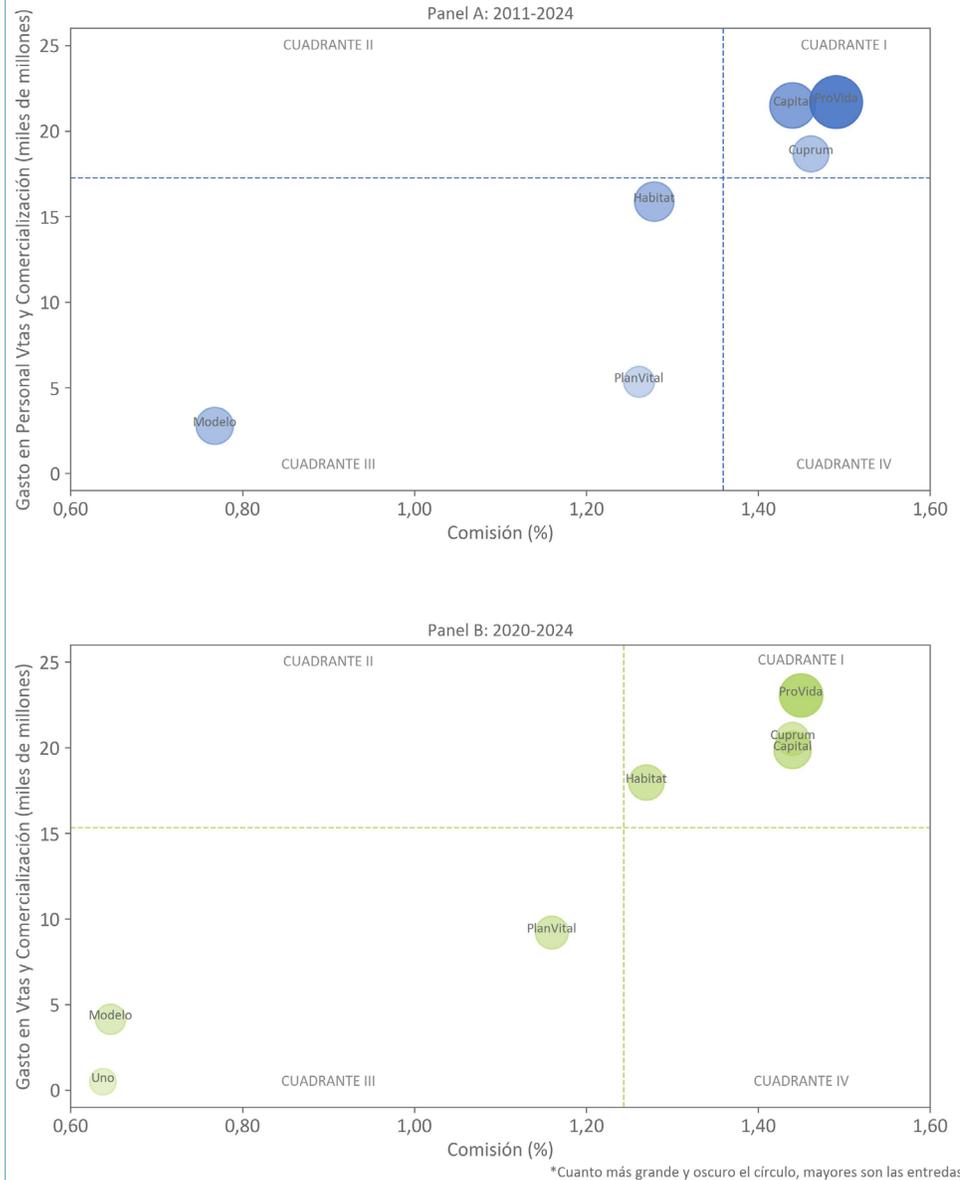
De esta manera, podemos afirmar que el gasto en personal de ventas y comercialización ha sido consistentemente un factor relevante en los traspasos, contribuyendo a impulsarlos. Además, dado que este gasto se relaciona positivamente con las comisiones, se convierte en una variable que, inicialmente, explica la elasticidad positiva entre las comisiones y los traspasos. Por su parte, al analizar la elasticidad comisión-traspasos corregida por este impacto, los resultados no son concluyentes. Excluyendo a la AFP Uno, la elasticidad resulta negativa y elástica, mientras que, al incluirla en un período más acotado, se observa una elasticidad más bien nula. Esto evidencia que no está claro si las comisiones afectan de manera claramente negativamente la demanda del mercado según nuestras estimaciones¹⁹.

¹⁸ AFP Uno fue la última AFP en ganar la licitación de nuevos afiliados entre 2023 y 2025, por lo que no realiza esfuerzos significativos para atraer nuevos cotizantes.

¹⁹ Insistimos en que estas estimaciones no son causales y que la relación obtenida entre comisión y traspasos podría estar sesgada por otras variables adicionales no consideradas.

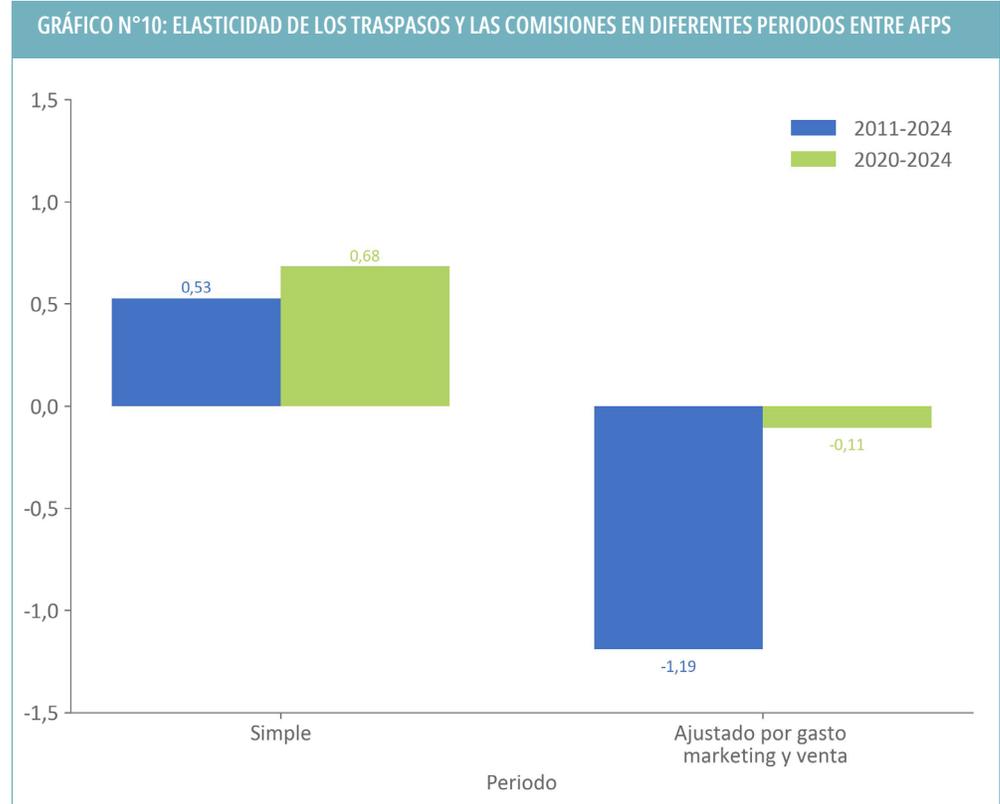
TEMA DE ANÁLISIS

GRÁFICO N°9: RELACION ENTRE COMISIÓN, GASTO EN VENTA Y COMERCIALIZACIÓN Y TRASPASOS ENTRE AFPS EN DIFERENTES PERIODOS



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones.

Nota: Las entradas, comisiones y el gasto correspondiente a cada periodo son promedios. Los cuadrantes se organizan de manera que los valores iguales o superiores a la mediana, ya sea en términos de comisiones o gastos, se ubican en la parte superior, mientras que los valores menores a la mediana se sitúan en la parte inferior, formando así los cuatro cuadrantes.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.

CONCLUSIÓN

Los índices de concentración indican que existe un nivel de competencia moderado en la industria previsional en el último tiempo, ya que, tras la licitación de nuevos afiliados en 2008, estos indicadores han mejorado considerablemente.

Por otro lado, al ajustar la relación precio-demanda por el gasto en marketing, un factor clave en la explicación de los traspasos, los resultados no son del todo concluyentes. A diferencia de los índices de concentración, este indicador sugiere que la competencia en la industria previsional ha empeorado al considerar AFP Uno. En específico, nuestros hallazgos muestran que, en los últimos cinco años, la elasticidad entre comisión y traspasos, ajustada por marketing, se encuentra cercana a 0. Esto sugiere que los demandantes no están generando las condiciones necesarias para que las AFP compitan reduciendo los precios.

Si bien podrían existir factores no considerados que estén sesgando estos resultados, como el hecho de que algunas AFPs ofrezcan servicios de asesorías que influyan en las decisiones de los afiliados más allá del precio, el dato señalado en informes anteriores, que indica que solo un 6,5% de los afiliados conoce el porcentaje de su remuneración imponible que la AFP cobra en comisión por la administración de sus fondos²⁰, refuerza la evidencia de inelasticidad.

²⁰ Para más detalles, consulte sección de análisis e de agosto de 2024 en el siguiente enlace: [Tema de Análisis – Agosto 2024](#).

TEMA DE ANÁLISIS

De este modo, según estos resultados, aún persisten desafíos significativos en el ámbito de la competencia en la industria previsional, por lo que las políticas públicas deberían centrarse en la mejora del sistema en su totalidad. En este contexto, se requieren incentivos adicionales para que las AFPs tengan incentivo a competir por precios más bajos. A su vez, es esencial fortalecer la educación financiera de los afiliados, permitiéndoles tomar decisiones más informadas al comprender factores clave como las comisiones que pagan, y evitando que el gasto en comercialización de cada AFP sea un factor predominante

