



# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

EL PAPEL DE LOS FONDOS DE PENSIÓN DE CAPITALIZACIÓN  
INDIVIDUAL EN EL SISTEMA FINANCIERO Y SU EFECTO SOBRE  
LA ECONOMÍA MEXICANA (1997-2005)

SEMINARIO CURRICULAR

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LIC. EN ECONOMÍA

PRESENTA

NELY NOGALES HERNÁNDEZ

ASESOR: LIC. JOSÉ ALFREDO AGUILAR SÁNCHEZ

Marzo, 2007



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## ÍNDICE

|  |     |
|--|-----|
| Introducción   |     |
| <i>Capítulo 1. Sistema financiero, ahorro y planes de pensión.</i>   |     |
| 1.1 El sistema financiero  | 6   |
| 1.2 El ahorro  | 9   |
| 1.3 Planes de pensión  | 17  |
| <i>Capítulo 2. Antecedentes de la reforma y justificación</i>  |     |
| 2.1 Anterior sistema de pensiones  | 23  |
| 2.1.1 Seguro de Invalidez, Vejez, Cesantía en edad avanzada y Muerte (IVCM)  | 23  |
| 2.2.2 Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)   | 25  |
| 2.2 Justificación de la reforma  | 27  |
| 2.3 Privatización de los fondos de pensión   | 32  |
| <i>Capítulo 3. Desarrollo de los fondos de pensión</i>   |     |
| 3.1 Régimen de inversión   | 40  |
| 3.2 Evolución de los fondos de pensión   | 43  |
| 3.3 Diversificación de los fondos de pensión   | 50  |
| <i>Capítulo 4. Situación del sistema financiero mexicano, marco regulatorio y reformas a otros sistemas de pensiones</i> |     |
| 4.1 Situación del sistema financiero mexicano  | 62  |
| 4.2 El papel del marco regulatorio dentro del sistema financiero   | 65  |
| 4.3 Reformas a los sistemas de pensiones   | 69  |
| 4.3.1 Reformas en América Latina   | 71  |
| 4.3.2 La reforma de pensiones en Chile   | 73  |
| <i>Capítulo 5. Desempeño de los recursos de los fondos de pensión en el sistema financiero y la economía</i>             |     |
| 5.1 Efectos de la reforma  | 78  |
| 5.1.1 En el ahorro financiero  | 80  |
| 5.1.2 En el mercado de capitales   | 82  |
| 5.2 Inversión de los fondos de pensión   | 84  |
| 5.2.1 Inversión en instrumentos públicos   | 84  |
| 5.2.2 Inversión en instrumentos privados   | 89  |
| 5.3 Últimas reformas al régimen de inversión   | 91  |
| Conclusiones   | 95  |
| Bibliografía   | 103 |
| Anexos   |     |

## ***INTRODUCCIÓN***

Durante las últimas décadas, las crisis en los sistemas de pensión se han convertido en una constante para diversos países de todo el mundo, pues, las características del manejo y desarrollo de estos sistemas y los cambios en la estructura de la población han provocado la necesidad de aplicar reformas que resuelvan los problemas que éstos han presentado.

México, al igual que otros países de Latinoamérica, durante la última década del siglo pasado, aplicó una reforma estructural al sistema de pensiones de los trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social; a partir de la cual, se cambiaba el anterior modelo de reparto por uno de capitalización individual manejado por instituciones privadas.

Con esta reforma, no sólo el gobierno transfería una obligación pública a manos privadas para resolver la crisis del anterior sistema de pensiones, sino también, buscaba otros beneficios; entre ellos, un crecimiento económico impulsado por el ahorro interno generado por la introducción de una parte de las cotizaciones por concepto de pensiones de los trabajadores, al sistema financiero.

Con el surgimiento de la Nueva Ley de Sistemas de Ahorro para el Retiro de 1996, que transformaba el sistema de pensiones, se buscaba también, que los recursos captados por el sistema financiero a través de las cuentas de capitalización individual fomentarán un crecimiento económico y un posterior bienestar social, a través de la canalización de los recursos hacia la actividad productiva nacional, para la generación de empleo, la construcción de vivienda, el desarrollo de infraestructura y el desarrollo regional. El problema es, si estos objetivos se están cumpliendo o por lo menos se han propiciado las bases para realizarlos.

Para comprobar lo anterior, es importante estudiar el comportamiento que han tenido los fondos de pensión dentro del sistema financiero y la economía mexicana, analizando la diversificación de la cartera de inversión de las instituciones encargadas de ellos; y así poder evaluar si los objetivos del gobierno están siendo cumplidos.

La hipótesis de la presente investigación plantea que a ocho años de que se aplicó la reforma, no se ha logrado ver que todos los objetivos de la reforma se estén

cumpliendo; pues la concentración en instrumentos financieros de deuda pública ha impedido la inversión hacia instrumentos que canalicen eficientemente los recursos a la actividad productiva. Además, de que los recursos captados por los instrumentos de deuda del gobierno, no están siendo utilizados directamente para la creación de vivienda o infraestructura.

Para explicar lo anterior, a lo largo de cinco capítulos se hace un análisis del desempeño que han tenido los fondos de pensión dentro del sistema financiero y la economía mexicana durante ocho años que lleva la reforma, de 1997 al 2005, abarcando desde las bases teóricas de los sistemas de pensiones y de la reforma hasta la trayectoria del comportamiento de los recursos.

En el primer capítulo, que desempeña un papel de marco teórico, se abordan las características y funciones del sistema financiero como lugar donde se desarrollan los recursos del sistema de pensiones privatizado; así como algunas teorías del ahorro como la del ciclo vital de Modigliani y la del ingreso permanente de Friedman, que marcan las bases teóricas para estudiar el desempeño del nuevo sistema de pensiones basado en el ahorro del presente y su posterior consumo llegado el período de jubilación. Dentro de este mismo capítulo, se abordan las principales características de los dos tipos de planes de pensión que se desarrollan en nuestra economía, el plan de reparto manejado por el Estado y el plan de capitalización individual, manejado por instituciones privadas.

En el capítulo dos se estudian las características del actual sistema de pensiones basado en la capitalización individual, así como de las instituciones que surgieron con la reforma. Al principio del capítulo se aborda brevemente el anterior sistema de reparto (IVCM) y el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR92), para poder reconocer las problemáticas que dieron paso a la reforma del sistema y la justificación a ella.

Dentro del capítulo tres, se analiza el régimen de inversión que enmarca el desarrollo de los fondos de pensión durante el período estudiado; analizando mediante estadísticas y gráficas el comportamiento que han tenido los recursos acumulados en las cuentas de capitalización individual, considerando la evolución de los recursos, su inversión en los diferentes instrumentos financieros y el rendimiento generado.

En el cuarto capítulo se habla de la importancia que tiene el sistema financiero y el marco regulatorio para el buen funcionamiento del nuevo sistema de pensiones, estudiando la situación del sistema financiero mexicano a través del análisis del indicador de profundización financiera. Dentro de este mismo capítulo, se mencionan brevemente las reformas a los sistemas de pensión en otros países de América Latina y de Europa; poniendo énfasis en la reforma aplicada en Chile a principios de los años 80'S, por ser el primer país en aplicar una reforma basada en cuentas de capitalización individual.

En el capítulo cinco se hace referencia a los efectos en el ahorro financiero y en el mercado de capitales que trae consigo la reforma. Un punto importante en este capítulo es el análisis más específico que se hace de la inversión de los recursos en instrumentos públicos y privados, para conocer el uso y posibles consecuencias en la economía que han traído los recursos durante el período de estudio. Finalmente se mencionan las últimas reformas al marco regulatorio y las repercusiones que ésta trae.

Con el desarrollo de estos cinco capítulos, podremos ver el desempeño que han tenido los fondos de pensión privatizados, y si es que éstos están cumpliendo con el objetivo, por un lado de brindar en un futuro mejores pensiones a los trabajadores vía los rendimientos que generen, y por otro lado, el de generar ahorro que propicie un bienestar para la economía y para la sociedad en general.

## **CAPITULO 1. SISTEMA FINANCIERO, AHORRO Y PLANES DE PENSIÓN**

### **1.1 EI SISTEMA FINANCIERO**

El proceso de privatización de los fondos de pensión en nuestro país llevado a cabo en 1997, implicó la entrada de millones de pesos al sistema financiero mexicano provenientes de las cuentas del SAR de trabajadores afiliados al IMSS; por ello es de suma importancia analizar su estructura y funcionamiento.

El sistema financiero desempeña un papel muy importante para la economía de un país, tanto para las entidades privadas (personas físicas y/o empresas), como para entidades públicas (como el gobierno y empresas a su cargo); pues así como lo menciona Ramírez (2001; p.41):

Los mercados financieros tienen una importante función en la economía, porque permiten la movilización de los fondos sin oportunidades de inversión productiva, hacia quienes tienen la oportunidad. Al hacerlo contribuyen a una mayor producción y eficiencia de toda la economía.

Éste está compuesto por diversos elementos como son: las instituciones, los procedimientos o técnicas, los instrumentos y los mercados; que se interrelacionan para cumplir la función de intermediación, canalizando los recursos de las unidades superávitaras o ahorradores que buscan una ganancia de su capital ocioso, hacia las unidades deficitarias o prestatarios que tienen la necesidad de financiamiento.

A la par de cumplir esta función fundamental el sistema financiero debe:

- Propiciar los mecanismos que permitan la canalización de los recursos hacia actividades donde se ocupen eficientemente y produzcan los mayores rendimientos;
- Tratar de resolver los desequilibrios que se producen entre los diferentes sujetos y sectores que participan en los mercados financieros;
- Proporcionar a los inversionistas diferentes opciones que combinen la liquidez, la solvencia y la rentabilidad de los activos;

- Evaluar el riesgo dentro del sector, tanto de los instrumentos como de los mercados;
- Fomentar el ahorro;
- Gestionar los medios de pago; y
- Participar en los procesos de estabilidad monetaria financiera.

Para que las anteriores funciones logren resultados positivos y contribuyan a la mejora de la economía del país, deben ser desempeñadas por un sistema financiero eficiente; la eficiencia puede ser medida desde la asignación de los recursos, la parte operativa y la información, así, un mercado financiero será eficiente cuando asigne los recursos en actividades prioritarias que produzcan los mayores rendimientos a un nivel dado de riesgo con los menores costos posibles y con información completa para todos los participantes. Para ello se debe contar con mercados financieros completos<sup>1</sup>, los cuales sean capaces de adoptar los cambios que la innovación financiera trae consigo para hacerlos más eficientes.

El proceso de innovación o modernización financiera se ha convertido en una necesidad del sistema financiero, que, como señala Leopoldo Solís (1997), debe seguir dos objetivos básicos: primero, que el sistema financiero canalice en forma eficaz los excedentes financieros generados por los sectores ahorradores hacia aquellas actividades productivas más dinámicas, que permitan alcanzar altos niveles de crecimiento; en segundo lugar, el sistema financiero debe ser amplio, diversificado y eficiente, para que sea capaz de apoyar y promover la productividad y competitividad de la economía nacional, para que su inserción a la economía internacional se efectúe de manera eficiente.

Durante la segunda mitad del siglo XX, los sistemas financieros comenzaron a transformarse, adoptando diversos cambios que en el marco mundial se iban definiendo – como son el proceso de globalización, la internacionalización de capital, el surgimiento de nuevos mercados, intermediarios e instrumentos y su liberalización, además del uso de nuevas tecnologías.

Las economías desarrolladas iniciaron este proceso a finales de la década de los 70'S y principios de los 80'S, mientras que las autoridades de las economías en desarrollo,

---

<sup>1</sup> Oliver Ma. Dolores en *El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española*, define que un mercado financiero es completo si para cualquier posible contingencia existe un activo financiero específico.

apoyándose en el argumento de la “represión financiera” analizados por Mckinnon y Shaw (1973), lo hicieron hasta finales de los 80’S y principios de los 90’S.

La liberalización y desregulación financiera en nuestro país iniciada a finales de los 80’S y principios de los 90’S, implicó un proceso de desregulación interna de los mercados, la globalización de los servicios financieros, una mayor participación del capital extranjero dentro de los mercados mexicanos, además de la creciente internacionalización del capital financiero mexicano.

Este proceso que el sistema financiero mexicano ha llevado acabo por más de una década la podemos dividir en dos etapas, la primera entre 1988 y 1992 donde se dan cambios estructurales en el sistema, y la segunda de 1993 en adelante, donde las reformas están orientadas al marco regulatorio.

La liberación de las tasas de interés activas y pasivas, la entrada de capitales extranjeros y la apertura del mercado de capitales junto con la reprivatización de la banca comercial caracterizaron las transformaciones del sistema durante la primera etapa.

Estos primeros cambios que se dieron en un período relativamente corto, configuraron un sistema financiero débil –prueba de ello fue que a tan sólo dos años, a finales de 1994, el sistema cayó en una crisis de la cual se siguen viviendo las secuelas-; el cual al incorporarse a los mercados internacionales dejaba ver su retraso, principalmente respecto a las economías desarrolladas.

Después de los cambios en la estructura del sistema financiero de la primera etapa, que incluyen también cambios muy importantes en la regulación, desde 1993 y principalmente después de la crisis de 1995, las reformas al marco regulatorio caracterizaron esta segunda etapa. Entre 1997 y el 2000, se aprobaron diversas leyes y modificaciones a las ya existentes, con las cuales se trataban de cubrir y mejorar rubros como la seguridad de acreedores y deudores, ejemplo de ellas es la Ley de Protección al Ahorro Bancario, nuevas reglas de contabilidad de capital básico, el inicio en 1997 de las operaciones del nuevo sistema de pensiones, entre otras.

Entre el 2001 y el 2003, se continuó mejorando el aspecto regulatorio, a través de iniciativas legislativas con dos objetivos: a) Promover la cantidad y calidad de ahorro

financiero y dirigir crédito hacia actividades productivas; b) Fomentar el desarrollo integral de los mercados financieros y propiciar su buen financiamiento. Durante los siguientes años, se ha continuado con el objetivo de modificar algunas leyes como la del Mercado de Valores.

Además de un marco regulatorio eficaz y completo, una parte importante para el desarrollo eficiente de los sistemas financieros es contar con una estabilidad macroeconómica, para Mackinnon, Shaw y Goldsmith, el buen desempeño de las variables macroeconómicas son la base para que los mercados se desenvuelvan eficientemente. Por ello, a pesar de que los sistemas financieros se desarrollen dentro del marco de la liberalización, es necesaria la intervención del Estado para propiciar las condiciones macroeconómicas estables que promuevan la eficiencia en los mercados.

## **1.2 EI AHORRO**

Dentro de los sistemas de pensiones el ahorro es fundamental, desde el punto de vista de un sistema individual, es el ahorro personal de los trabajadores a lo largo de su vida laboral el que les permite financiar sus gastos en el futuro, es decir, el trabajador ahorra para su jubilación.

### ***Composición del ahorro***

El ahorro total de un país proviene de distintas fuentes, de acuerdo a las cuentas nacionales el ahorro total de un país se compone de los siguientes elementos:

Ahorro Total: Ahorro Nacional + Ahorro Externo

Ahorro Nacional = Ahorro Privado + Ahorro Público + Ahorro Previsional

Ahorro Privado = Ahorro de las familias + Ahorro de las empresas

Por lo anterior, el ahorro total estará compuesto por los recursos provenientes de unidades superávitaras provenientes del extranjero, los cuales son invertidos en el país a través de la compra de empresas nacionales, del mercado bursátil y de

préstamos a empresas o al mismo gobierno, es decir el ahorro externo; y por el ahorro que se produce dentro del país, que es el Ahorro Nacional.

El Ahorro Nacional, se compone por un lado, del ahorro generado por el sector público (a través de una disminución del gasto público o un incremento de los impuestos) y por otro lado, por el ahorro generado por el sector privado, el cual proviene de familias y empresas con recursos ociosos. Dentro del marco que se maneja en el presente trabajo, resulta importante el desagregar una parte más del Ahorro Nacional, que es el *Ahorro Previsional*, el cual es generado para el pago de la seguridad social, como lo son los aportes que hacen los trabajadores para su jubilación, que es un ahorro no voluntario y no disponible para cualquier momento de la vida, por lo tanto puede ser definido como *ahorro forzado*.

### ***Factores que influyen en la acumulación del ahorro***

Para que el ahorro se incremente deben conjugarse diversos factores que incentiven a las diferentes unidades a dedicar una mayor parte de sus ingresos al ahorro; estos factores pueden ser de índole económico, institucionales, de política económica y demográficos.

Dentro de los factores económicos, están las condiciones de la economía, es decir, su crecimiento o estabilidad, pues una economía con crecimiento económico resulta más atractiva para las inversiones; además el crecimiento puede transformarse en un desarrollo económico que incremente el ingreso de las personas y con ello su ahorro. Las tasas de interés son otro factor que afecta a la acumulación del ahorro, ya que a mayores tasas de interés se puede atraer un mayor ahorro, aunque al mismo tiempo, altas tasas de interés desincentivan la inversión productiva.

La característica, eficiencia del sistema financiero y sus instituciones son otro factor que contribuye a fomentar el ahorro en un país, pues un sistema financiero que desempeña sus funciones básicas eficientemente resulta atractivo para empresas y familias, incrementando así el ahorro.

La estructura de la población puede ser otro factor que determina los niveles del ahorro si se considera la composición de ésta según edades y situación laboral. Un

país donde el grueso de su población es joven y tiene un empleo, tendrá un mayor ahorro, si por el contrario, hablamos de un país cuya población mayor de 60 años ocupa un porcentaje importante de la población total, su ahorro agregado será menor, pues este segmento de la población desahorra.

Al ser las políticas económicas un factor que puede influir en la formación del ahorro, los gobiernos tienen la posibilidad de contribuir a los cambios en el nivel de ahorro total del país. Las políticas de liberalización y desregulación de los mercados financieros trajeron consigo cambios en el ahorro al atraer una mayor proporción de ahorro extranjero.

Otra política que modifica los niveles de ahorro, son aquellas aplicadas en los sistemas de pensión, la instauración de un plan basado en la capitalización individual obliga a los trabajadores a ahorrar para su jubilación, con lo cual se acrecienta el ahorro previsional y por ende el ahorro nacional.

## **TEORÍAS PARA EL AHORRO<sup>2</sup>**

El ahorro ha sido estudiado desde distintas perspectivas por diversas corrientes de pensamiento. Desde un punto de vista general el ahorro es definido como la parte del ingreso que no se consume; particularmente, los elementos que lo determinan varían de acuerdo a las diversas teorías que lo estudian.

Entre las teorías más significativas dentro del contexto del presente trabajo se encuentran la teoría del ciclo vital de Modigliani y la teoría de la renta permanente de Friedman; las cuales se estudiarán brevemente a continuación.

---

<sup>2</sup> Para mayor información acerca de las teorías del consumo y del ahorro véase: Dornbusch R. *Macroeconomía*, 8ª ed.; Ed. Mc Graw Hill; España 2002. Y Sachs Jeffrey; *Macroeconomía en la economía global*; Ed. Pearson Educación México, 1994.

### Modelo del ciclo de vida para el consumo y el ahorro

El modelo del ciclo de vida expuesto por Franco Modigliani se basa en la idea de que el consumo de un determinado periodo dependerá de las expectativas sobre el ingreso de toda la vida y del período en curso, y así poder mantener un nivel de vida estable a lo largo de toda la vida a pesar de las variaciones del ingreso en los distintos periodos de vida; con lo anterior, se reconoce una heterogeneidad en el comportamiento de las personas en razón de la edad, es decir, que planifican el consumo y el ahorro para toda su vida.

Esta teoría considera que el ingreso tiende a variar a lo largo de la vida de una persona, por ende, el comportamiento respecto al consumo o al ahorro queda determinado por la etapa del ciclo de la vida en el que se encuentre.

Como se observa en la figura 1.1 el ciclo de la vida de una persona tiene dos periodos en los que desahorra y uno en el que puede ahorrar, aquel en el que sus ingresos son mayores a su consumo, el cual se mantiene constante a lo largo de toda la vida.

Cuando una persona es joven, su ingreso es bajo y por lo tanto no ahorra, sino que se endeuda (desahorra) considerando la perspectiva de que en un futuro su ingreso aumentará. Cuando llega a una edad madura sus ingresos han aumentado y tiene la posibilidad de ahorrar; es en ese período de la vida en donde se alcanza un punto máximo de ingresos y las personas ahorran para su jubilación, en donde su ingreso nuevamente es bajo y no tiene la posibilidad de ahorrar, sino que consumirá el ahorro de la etapa anterior, por ello, la propensión al ahorro es diferente de una etapa a otra, dependiendo de la edad de la persona.

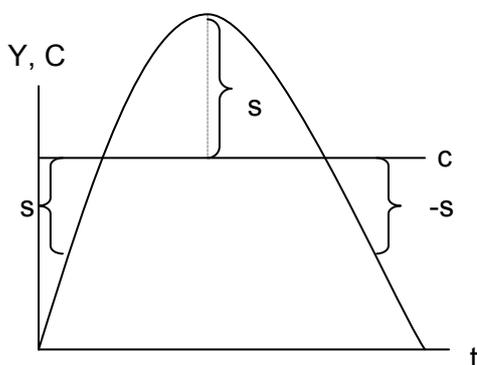


Figura 1.1 Periodos de ahorro y desahorro en el ciclo vital

Así es como las personas planifican el consumo y el ahorro para un largo período con el fin de distribuir sus ingresos a lo largo de su vida, como se puede observar en la figura 1.2, el consumo es constante a lo largo de todo el ciclo de vida, cuando los ingresos son mayores al consumo se produce un ahorro, en tanto que en la parte final del ciclo de la vida se produce un desahorro al consumir el ahorro generado anteriormente, de tal forma que al final los activos son iguales a cero.

Variaciones en el ingreso ya sean permanentes o transitorias pueden tener efectos en el consumo; de acuerdo a la teoría del ciclo de la vida, la propensión marginal a consumir a partir de un incremento permanente del ingreso debe ser igual a la propensión marginal a consumir a partir de un incremento transitorio, es decir, debe ser baja, por ello el consumo se mantiene constante a lo largo de toda la vida.

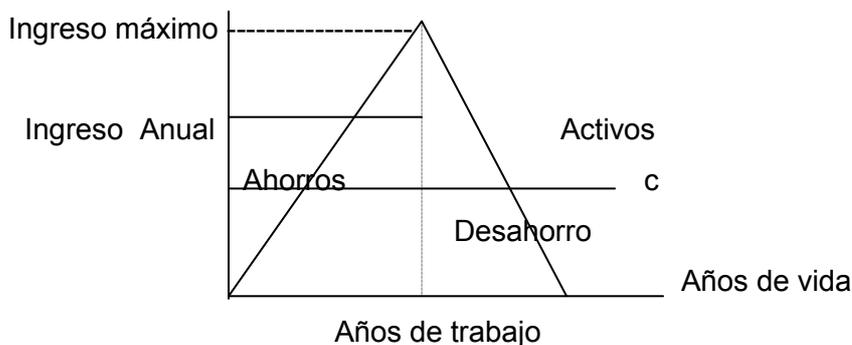


Figura 1.2 Modelo del ciclo de la vida para el consumo y el ahorro

Para otros autores hay diversos factores por los cuales no puede cumplirse esta teoría, por ejemplo, cuando se tiene un sistema de previsión social eficiente, las personas tenderán a ahorrar menos durante su vida laboral para poder hacer frente a su jubilación; en otro caso, el ahorro durante la vida productiva puede deberse a la idea de las personas de dejar un patrimonio para sus hijos, o lo que es lo mismo, ahorran para dejar una herencia.

### ***La teoría del ingreso permanente para el consumo***

La teoría de Milton Friedman sobre el ingreso permanente se basa en la idea de que el ingreso puede tener variaciones drásticas, por lo que es necesario el fijar un ingreso

promedio, distribuyendo el consumo y ahorrando en las épocas de prosperidad para poder desahorrar en épocas donde el ingreso es muy bajo; así, las personas tienden a suavizar su consumo en el presente para tener una trayectoria estable, designando de esta manera, un ingreso permanente a lo largo de toda su vida, por lo tanto las entradas temporales de un mayor ingreso son ahorradas, en tanto que el ingreso permanente es el que se destina al consumo.

El ingreso permanente puede ser definido como la tasa constante de consumo que podría mantener una persona durante el resto de su vida, dado su nivel actual de riqueza y el ingreso que percibe actualmente y que percibirá en el futuro.

De forma más sencilla, se dice que el consumo es proporcional a la renta permanente ( $Y_p$ ):

$$C=cY_p$$

Para poder determinar  $Y_p$  se hace una especie de promedio entre el ingreso presente y el futuro, lo cual resulta algo complicado, pues para determinar cantidades futuras deben de considerarse diversos factores, a los cuales Friedman engloba en las *expectativas sobre el ingreso*.

Como se puede observar en la figura 1.3, la línea de 45° ayuda a encontrar el valor de  $Y_p$  al mostrar la intersección en el punto A con la recta presupuestaria tangente a la curva de función de utilidad intertemporal, que es el único punto sobre la recta presupuestaria que tiene igual producto en ambos periodos.

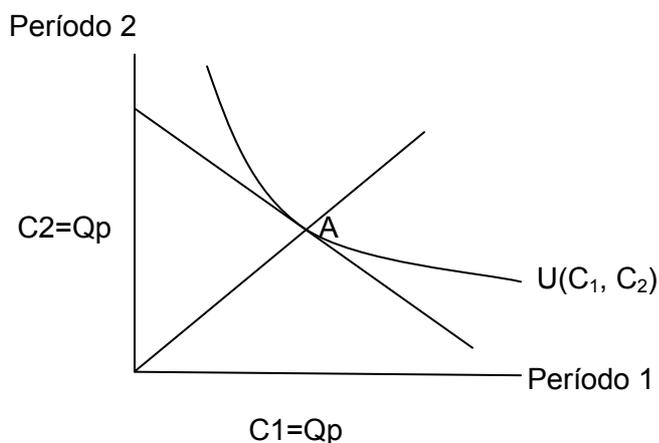


Figura 1.3 Consumo e ingreso permanente

Si se considera que el consumo es igual al ingreso permanente ( $C1=C2=Yp$ ), el ahorro está dado por la brecha entre el ingreso corriente ( $Q1$ ) y el ingreso permanente:

$$S1=Q1-C1$$

$$S1=Q1-Yp$$

Así, tenemos que a medida que el ingreso corriente sea más alto que el ingreso permanente, el ahorro tenderá a ser mayor, si por el contrario  $Q1$  es menor, se dará una tendencia a desahorrar, endeudándose con el consecuente cargo a futuros ingresos.

Ambas teorías ponen énfasis en la constancia del consumo a lo largo de la vida, y no tanto en la uniformidad del ingreso; afirmando que el consumo debe ser más uniforme que el ingreso durante diferentes periodos de vida, ya que el consumo a partir del ingreso variable se reparte a lo largo de muchos años.

### **Ahorro forzoso**

Dentro de los sistemas de pensiones de capitalización individual, en los cuales se obliga a los trabajadores a ahorrar para su período de jubilación, surge un tipo de ahorro que se diferencia del voluntario, se habla de un *ahorro forzoso*, al que anteriormente se había hecho referencia como ahorro previsorio.

El ahorro forzoso es definido como aquel que se genera de manera independiente a la voluntad del individuo y cuyo monto e inversión es determinado previamente por los reglamentos establecidos.

El ahorro generado por los sistemas de capitalización individual se puede obtener a través de la siguiente operación:

$$Af= Ct + Git-1 + D + AVI + DC + Aa - C - B - R$$

Donde:

Af= Ahorro forzoso

Ct= Cotizaciones del año

Git-1= Ganancias por intereses del fondo de pensión del año anterior

D= Dividendos

AVI= Ahorro voluntario y de indemnización

DC= Depósitos convenidos

Aa= Aportes adicionales

C= Comisiones cobradas

B= Beneficios pagados

R= Retiros de cuentas de ahorro voluntario y de indemnización

Dos características esenciales que diferencian a este tipo de ahorro son:

- Se trata de recursos de largo plazo, y
- Se mantiene con aportaciones constantes en períodos similares.

A través de éste, se está promoviendo un mecanismo de ahorro para el consumo en el largo plazo, pues los trabajadores aportan periódicamente (a excepción de cuando el trabajador no desempeña alguna actividad por la cual reciba alguna remuneración) una cuota de la cual podrá disponer hasta que llegue a su período de jubilación, por lo tanto, los recursos pueden ser invertidos en instrumentos de largo plazo, que permitan obtener un mayor rendimiento y beneficios para la economía, al ser utilizados para la inversión productiva o para la creación de infraestructura.

El ahorro forzoso dentro de los planes de pensión puede presentar algunas insuficiencias, ocasionadas por su rigidez. Una de ellas es la liquidez a largo plazo de los recursos para los trabajadores, pues los recursos no son vistos por éstos hasta llegada su jubilación, en donde la acumulación del ahorro se les entrega paulatinamente.

Por otro lado, este ahorro puede provocar una reducción del ahorro voluntario puesto que las necesidades para la vejez ya están cubiertas por este ahorro forzoso, por lo tanto, los individuos ya no ahorran voluntariamente para este concepto.

### ***Ahorro y Crecimiento***

Muchos han sido los autores que han estudiado la relación entre ahorro y crecimiento económico, algunos reconocen que el ahorro es parte fundamental para el crecimiento de las economías, en tanto que otros definen que el ahorro es una consecuencia del

crecimiento, por lo tanto, se habla de una doble causalidad o interdependencia entre estas dos variables.

El ahorro puede ser considerado como un elemento que influye en el crecimiento de una economía a largo plazo, pues altos niveles de ahorro contribuyen a intensificar el uso de capital, incrementar la productividad, acelerar el progreso tecnológico y por ello, un aumento de la demanda de mano de obra y en conjunto mejoras en la economía. Así, el ahorro resulta un factor determinante del crecimiento económico.

Por otro lado, un mayor crecimiento y desarrollo de una economía significa mejores niveles de desempeño de las empresas y un mayor ingreso para las familias, favoreciendo la posibilidad de ahorrar parte de sus ingresos. Tal crecimiento también hace al país más atractivo para el ahorro externo; por lo anterior, el ahorro es una consecuencia del crecimiento.

A pesar de que ambas posturas resultan ciertas, es importante para la economía determinar la estrategia más apropiada respecto al ahorro, que mejore a la economía en su conjunto. Así, si el ahorro determina el crecimiento de acuerdo a la teoría neoclásica, la estrategia se debe enfocar en eliminar los obstáculos al ahorro de familias, empresas y extranjeros, a través de políticas de regulación, incentivos fiscales y contar con un mercado financiero que haga uso eficiente de los recursos, transformándolos en un posterior crecimiento económico.

### **1.3 PLANES DE PENSIÓN**

La evolución de las sociedades junto con sus necesidades, hicieron posible el surgimiento de la previsión social con el objetivo de cubrir los riesgos que podían aquejar a los trabajadores a lo largo de su vida, su posterior formalización sirvió de base para configurar los sistemas de *seguridad social*.

Dentro de la seguridad social, se encuentra la protección ante una reducción o falta del ingreso, producto de diversas causas tales como enfermedad, incapacidad, vejez o muerte; para atender tal necesidad surgieron dentro de la seguridad social los sistemas de pensiones, cuyo objetivo es procurar un ingreso que sustituya el que se dejó de percibir. El ingreso proporcionado es denominado *pensión*:

*“Una pensión es un monto relativamente constante de dinero pagado periódicamente que se inicia cuando el causante tiene una edad relativamente avanzada o cuando queda invalido o muere, y continua hasta la muerte del causante o sus beneficiarios”*

El monto que se otorgará como pensión para los trabajadores o familiares está en función de diversos factores como, el salario del trabajador, los años de trabajo, la causa por la que son acreedores a la pensión y las cotizaciones establecidas por la ley. Para financiar el gasto originado por el pago de pensiones se utilizan diversos principios, que dependerán de las características del plan.

Al ser los sistemas de pensión un componente de la seguridad social, han sido regidos a través de políticas estatales que definen el plan de pensiones que se aplicará a la sociedad, llamadas *políticas de pensiones*, que definen programas estatales para cubrir el pago de pensiones.

Los objetivos de las políticas de pensiones se engloban en dos puntos, los cuales pueden dar origen a una de las clasificaciones de los planes de pensión:

- 1) Ayudar a los ancianos con escasez de recursos,
- 2) Ayudar a los trabajadores activos a vencer su imprevisión, a través de:
  - a) Obligarlos a ahorrar para su jubilación,
  - b) Ofreciéndoles incentivos fiscales para que ahorren voluntariamente, los cuales sean mayores a los incentivos ofrecidos a otros tipos de ahorro.

A raíz de estos objetivos las políticas de pensiones pueden ser clasificadas en tres grupos o “pilares”, a saber:

- *Primer pilar:* También conocidos como planes públicos por estar formados por los programas con financiamiento obtenido por el Estado, cuyo objetivo es redistribuir ingreso hacia los ancianos sin recursos. Se reconocen cuatro diseños de pensiones dentro de este primer pilar: pensión asistencial, pensión mínima, pensión universal financiada con contribuciones y pensión universal financiada con impuestos generales.
- *Segundo pilar:* Está compuesto por un conjunto de programas que intenta aliviar la imprevisión, forzando a los trabajadores cubiertos por el plan a

destinar una parte de su ingreso laboral al ahorro y a seguros para la vejez. El Estado interviene como ente regulador que impone a los trabajadores el ahorro y la inquietud por su jubilación

- *Tercer pilar:* Se forma a través de programas que ofrecen incentivos fiscales (exenciones tributarias o subsidios) a los individuos que adquieran voluntariamente ahorros y seguros para la vejez, siempre que estos incentivos fiscales sean más favorables que los ofrecidos al ahorro con fines generales distintos a cubrir la vejez. Se diferencia porque promueve un ahorro voluntario a través de incentivos y no forzosos como en segundo pilar. Dentro de este tercer pilar se reconocen tres modalidades de planes que se diferencian por la forma de acumulación de ahorros, así, se tiene el plan cuyo ahorro se realiza en forma individual, el que se realiza en forma colectiva a través del empleador y en forma colectiva a nivel de un sector industrial.

Para poder analizar las características de los sistemas de pensión manejados en nuestro país es necesario delimitar la clasificación anterior de los planes de pensión en dos grupos considerando su financiamiento: los sistemas de reparto y los sistemas de capitalización.

### ***Sistema de Reparto***

En este tipo de sistema de pensiones los trabajadores, empleadores y gobierno realizan contribuciones definidas en proporción a sus ingresos, que son utilizadas para pagar las pensiones de los trabajadores jubilados. De esta forma el trabajador acumula derechos –más no recursos- futuros a prestaciones jubilatorias, pues se espera que las generaciones futuras paguen su pensión, por ello este sistema se denomina de financiamiento sobre la marcha o *pay as you go*.

Los ingresos para el sistema se determinan por el número de trabajadores activos que aportan recursos -considerando su salario y tasa de cotización- y los egresos dependerán del número de jubilados – tomando en cuenta la edad de retiro y la tasa de inflación, para actualizar los valores.

Para relacionar los ingresos con los egresos se maneja una tasa de aporte, la cual depende de la relación entre activos y pasivos, denominada *coeficiente de sostenimiento*<sup>3</sup>. Pues los beneficios pagados a los trabajadores inactivos provienen de las entradas de recursos aportadas por trabajadores activos en el mismo periodo. Se puede considerar como un virtual sistema de caja, en donde existe una constante entrada y salida de recursos.

A través de los sistemas de reparto se lleva a cabo una redistribución del ingreso intergeneracional, que traslada recursos de las aportaciones de las generaciones activas y más jóvenes, hacia las generaciones mayores que viven su período de jubilación. Este equilibrio entre los ingresos y egresos entre generaciones puede ser expresado en la siguiente fórmula;

$$tN = bs$$

Donde:

t= Tasa de aporte

w= salario promedio

N= Número de aportantes al sistema

b= Haber jubilatorio promedio

s= Número de beneficiarios del sistema

Con el paso del tiempo, el desarrollo de este tipo de plan conlleva a problemas de tipo actuarial, donde la diferencia entre los ingresos y egresos se incrementa, pues es mayor el número de trabajadores pasivos que deben ser mantenidos por los trabajadores activos. Lo anterior se debe a:

- Cambios demográficos que conllevan al envejecimiento de la población, aunado al aumento de la esperanza de vida y la disminución de la tasa de natalidad.
- Elevadas tasas de desempleo
- Crecimiento del empleo informal

---

<sup>3</sup> El coeficiente de sostenimiento se determina actuarialmente, relacionando la edad media en años de jubilación con la edad media en actividad.

Por lo anterior, se ha determinado que el sistema de reparto presenta debilidades al guardar una importante dependencia hacia variables demográficas y económicas, como la esperanza de vida, la tasa de natalidad, nivel de actividad, inflación, entre otras; además no asegura una equidad social, pues presenta desigualdades de reparto.

### **Sistema de Capitalización**

En este sistema las aportaciones guardan una característica de individualidad que lo diferencia del sistema de reparto, pues cada trabajador realiza aportaciones constantes para su mismo fondo de pensión que retomará al final de su vida laboral.

Los recursos aportados por cada trabajador son acumulados en cuentas individuales que se capitalizan a través de su inversión en el sistema financiero. Estos recursos son manejados por instituciones especializadas, públicas o privadas, que se encargan de recolectar las aportaciones de los trabajadores e invertirlas en mercados e instrumentos financieros, con el objetivo de incrementar su valor para un futuro.

Dentro del desarrollo de este sistema de pensiones se reconocen dos tipos de reservas:

- a) **Reservas de derechos en formación**, son aquellos recursos que se están acumulando durante el período activo del trabajador;
- b) **Reservas de pensiones causadas**, que se refieren a los recursos totales acumulados más los rendimientos generados y que se le entregan al trabajador durante su período pasivo.

Para el buen funcionamiento de este sistema es necesario la presencia de tres elementos fundamentales:

- 1) **Una estructura de cuentas de capitalización individual**, donde se acumulen los ahorros de los trabajadores y de los cuales no dispongan hasta finalizado su período laboral y sea entregado a través de rentas vitalicias;
- 2) **Instituciones especializadas en fondos de pensión** que se encarguen de su manejo e inversión;

3) **Un sistema financiero eficiente**, donde sea posible la capitalización de los recursos y se generen ganancias para los ahorradores.

Una ventaja de este sistema radica en que no se ve afectado por los cambios demográficos en la población como sucede con el sistema de reparto. Otro de los aspectos que diferencia a ambos sistemas es que mientras en el sistema de reparto se manejan las “prestaciones definidas”, donde los trabajadores aportan su cotización durante su vida activa y reciben una pensión durante su vida pasiva, conocida con anterioridad por lo establecido en las leyes; en el sistema de capitalización se maneja únicamente la “aportación definida”, ya que ésta es establecida por las leyes, pero no puede conocer el valor de la pensión que recibirá en un futuro, puesto que no se conocen los rendimientos generados por su inversión.

En tanto que en el sistema de reparto se da una transferencia de recursos de generación a generación; el sistema de capitalización lleva a cabo su financiación a través de stock, es decir por la acumulación de recursos que generan ganancias al ser invertidos dentro de los mercados financieros.

## **CAPÍTULO 2. ANTECEDENTES DE LA REFORMA Y JUSTIFICACIÓN**

### **2.1 ANTERIOR SISTEMA DE PENSIONES**

La seguridad social en nuestro país es un rubro que se ha buscado cubrir desde los tiempos de la Revolución Mexicana, pero no fue sino hasta la década de los cuarenta cuando se comenzó a cubrir oficialmente con la creación en 1943 del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), el cual buscaba garantizar el derecho a la salud, la asistencia médica y el acceso a los servicios sociales necesarios para el bienestar individual y colectivo; dentro de éste, el primer sistema de pensiones creado fue el Seguro de Invalidez, Vejez, Cesantía en edad avanzada y Muerte (IVCM), el cual permaneció por más de 40 años.

#### **2.1.1 Seguro de Invalidez, Vejez, Cesantía en edad avanzada y Muerte (IVCM)**

En 1944 comenzó a funcionar el Seguro de Invalidez, Vejez, Cesantía en edad avanzada y Muerte (IVCM), el primer seguro encargado del pago de pensiones a los trabajadores que no pueden percibir un salario como pago a su trabajo.

En un principio el IVCM fue planteado como un esquema de capitalización parcial con beneficios definidos, pero finalmente, en la práctica, se desarrolló como un sistema de reparto, en donde los recursos para financiar el pago de pensiones provenían de las aportaciones tripartitas hechas por los trabajadores, los empleadores y el gobierno, fijadas por las leyes establecidas. Así, comenzó operando con cotizaciones en donde el trabajador aportaba un 25% del total de la cotización y el empleador con el restante 75%, en tanto que el gobierno aportaba un 5% adicional. La cotización total era del 8.5% del salario base del trabajador para el pago de los rubros marcados en el siguiente cuadro:

| IVCM                             | Cotización |
|----------------------------------|------------|
| Cesantía en edad avanzada        | 3%         |
| Vejez                            | 3%         |
| Servicios médicos y jubilaciones | 1.5%       |
| Gastos de administración         | 0.6%       |
| Prestaciones sociales            | 0.4%       |

Este sistema se encargaba del pago de pensiones a aquellos trabajadores que no podían continuar desempeñando un trabajo remunerado por alguno de los siguientes rubros que cubre el sistema:

- El *seguro de invalidez* cubría a los trabajadores cuando éstos se hayan imposibilitados para procurarse, mediante un trabajo, una remuneración para él y su familia.
- El *seguro de vejez* hace un reconocimiento a las personas que han trabajado hasta los 65 años de edad, con el objeto de que al cumplir esta edad se les otorga la pensión.
- El *seguro de cesantía* en edad avanzada otorga la pensión a aquellos trabajadores que quedan privados de sus trabajos después de haber cumplido la edad de 60 años
- El *seguro por muerte* otorga una pensión a la familia del trabajador después de su fallecimiento.

Como se mencionó anteriormente, el seguro IVCM se manejó como un sistema de reparto con relaciones actuariales, en donde las aportaciones de trabajadores activos financiaban las pensiones de los jubilado; en los primeros años de desarrollo, cuando el sistema es joven, los recursos captados son suficientes para cubrir el pago de las pensiones y para formar un fondo de reserva, el cual, por ley era administrado por el IMSS y tenía como objetivo cubrir los servicios correspondientes a cada uno de los cuatro rubros del seguro IVCM. Sin embargo, con el paso del tiempo una importante parte de estos recursos fueron utilizados para el financiamiento de infraestructura del IMSS y de otros programas de asistencia social, propiciando un déficit de operación en los cuatro rubros del IVCM.

Las cotizaciones de los trabajadores se basaban en el cálculo de una prima promedio en relación a los salarios que deben cubrir todos los asegurados sin importar su edad, sexo o antigüedad; bajo esta aportación, los trabajadores adquieren los derechos de recibir una pensión por alguno de los cuatro rubros antes mencionados siempre y cuando hayan cotizado en el sistema por lo menos 500 semanas.

Para determinar el beneficio definido de cada trabajador se consideraba un porcentaje del cociente entre el promedio de los salarios base del trabajador en los últimos cinco

años y el salario mínimo vigente; a lo anterior el Estado contribuía con una pensión mínima equivalente al salario mínimo vigente.

Cuando el seguro IVCM comenzó a madurar, se dejaron ver los problemas que desarrollan los sistemas de reparto, por lo cual se hizo más que evidente la necesidad de aplicar reformas que buscarán resolver la crisis del sistema, debida a factores como la diferencia actuarial entre las contribuciones y los beneficios, la mala administración de los recursos, cambios demográficos, reparto de pensiones inequitativa, entre otros, que provocaron el desequilibrio del sistema.

Ante la anterior perspectiva, el gobierno comenzó a buscar soluciones que respondieran a las peticiones de los trabajadores y a la crisis del sistema de pensiones, el primer paso se dio al crear el Sistema de Ahorro para el Retiro.

### ***2.1.2 Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR 92)***

Dentro de un contexto de privatización de activos estatales y una rápida liberalización comercial y financiera se creó, como un sistema obligatorio y complementario al IVCM, el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), con la finalidad de incrementar el ingreso de los trabajadores al jubilarse. La reforma se aplicó en febrero de 1992 a los trabajadores afiliados al IMSS y en marzo del mismo año se extendió para trabajadores del Estado.

Este sistema se basa en un esquema de capitalización individual de contribuciones definidas concentradas en dos subcuentas, la de retiro y la de vivienda; para la primera, la aportación era del 2% del salario y para la segunda era del 5%; ambas aportaciones eran hechas en su totalidad por los empleadores.

Los recursos de las subcuentas del SAR se invertían en créditos otorgados al gobierno federal a través de su depósito en el Banco de México; la rentabilidad generada era determinada trimestralmente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), la cual no tenía que ser menor al 2% real anual y se pagaban mediante su reinversión en la misma cuenta.

Por su parte, los recursos de la subcuenta de vivienda eran administrados por los institutos de apoyo a la vivienda (INFONAVIT y FOVISSSTE); los cuales en caso de

proporcionar un crédito a la vivienda consideraban los recursos acumulados por el 5% aportado por la cuenta SAR; en caso contrario, los recursos eran entregados al trabajador junto con los de la subcuenta de retiro.

Con la instauración de las cuentas SAR se tuvo que conformar una comisión que vigilara el desarrollo del sistema, por ello en 1992 surgió la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), que quedó como órgano administrativo descentralizado de la SHCP. La CONSAR tiene como objetivos principales:

- Establecer los mecanismos, criterios y procedimientos para el funcionamiento de los sistemas de ahorro para el retiro, previstos en las leyes del IMSS y del ISSSTE;
- Operar los mecanismos de protección a los intereses de los trabajadores cuentahabientes;
- Proporcionar el soporte técnico necesario para el correcto funcionamiento de los sistemas;
- Efectuar la inspección y vigilancia de las instituciones de crédito, de las sociedades de inversión que manejen los recursos de las subcuentas de retiro y sus sociedades operadoras, así como de cualquier otra entidad financiera que de alguna manera participe en los referidos sistemas.

Para junio de 1997 los recursos acumulados en las subcuentas de retiro del SAR para el IMSS acumulaban 34,997.9 millones de pesos, y las cuentas del ISSSTE 8,232.1 millones de pesos, en tanto que el INFONAVIT acumuló para esa fecha 51,754.3 millones y el FOVISSSTE 8,713.9 millones.

El sistema IVCM y el SAR llegaron a su fase final en julio de 1997 para los trabajadores afiliados al IMSS, cuando entro en vigor la reforma estructural al sistema de pensiones; para los trabajadores del Estado continúa vigente el anterior sistema.

## **2.2 JUSTIFICACIÓN DE LA REFORMA**

Con la maduración del sistema IVCM los problemas que éste comenzó a presentar se fueron agudizando poco a poco hasta que fue necesario aplicar no sólo una

modificación, sino una reforma estructural que resolviera la crisis en la que estaba cayendo el sistema de pensiones. Resolver problemas como el desequilibrio actuarial, situaciones de inequidad y pensiones reducidas, cambios en la estructura de la población, grandes transferencias gubernamentales y otros factores coyunturales, es lo que justifica la aplicación de la reforma.

### ***Desequilibrios actuariales***

La diferencia entre los trabajadores activos (cuyas aportaciones financiaban el pago de las pensiones) y los jubilados se comenzó hacer cada vez mayor con la evolución del sistema de reparto, pues los gastos causados por los pensionados comenzaron a rebasar las cuotas de trabajadores que cotizaban en el sistema.

Lo anterior se debía a que en los sistemas de reparto, los recursos que financian al sistema no guardan una relación individual, sino que son recursos que se trasladan de generación a generación, las cuales tienen estructuras diferentes. Hasta fechas recientes las aportaciones hechas al IMSS de alrededor de 13 millones de trabajadores sostienen a aproximadamente 3 millones de pensionados, lo que da una relación de cuatro trabajadores activos por cada pensionado.

### ***Situación de inequidad y pensiones reducidas***

Otro problema que se presentó dentro del sistema de pensiones fueron las inequidades en el reparto de pensiones, además del hecho de que éstas eran reducidas.

El mismo marco regulatorio del sistema era el que propiciaba el surgimiento de inequidades entre el pago de pensiones, pues había trabajadores que habían cotizado por más de 30 años y recibían pensiones similares a personas que cumplían con el mínimo de años para recibir la pensión. Otro caso era el de aquellos trabajadores que no alcanzaban a cubrir el número de semanas mínimas para recibir una pensión y los recursos acumulados por aquellos trabajadores se perdían.

Considerando el costo de oportunidad, si la tasa de incremento de los ingresos que reciben los jubilados es menor a la tasa de interés del mercado, sus pensiones tienen un valor actual menor a sus aportaciones, por lo tanto salen perdiendo, pues hubiera sido más conveniente el ahorrar esos recursos por su cuenta propia en lugar de

pertenecer a un plan de reparto en donde las primeras generaciones no presentan pérdidas como en el caso de las siguientes generaciones.

### ***Transferencias presupuestales del gobierno***

Bajo el esquema del Estado del bienestar sobre el cual se construyeron las bases del primer sistema de pensiones, es el gobierno el encargado de cubrir el déficit que este sistema ha producido para su financiación. La creciente diferencia entre las contribuciones y los beneficios podrían haberse cubierto por un incremento de las contribuciones o una disminución de los beneficios, o bien por transferencias del gobierno a favor de los institutos de seguridad social para cubrir su déficit; estas transferencias provienen del presupuesto del gobierno federal, quitando la oportunidad a otros segmentos de la economía.

### ***Factores coyunturales***

Cambios de variables macroeconómicas como el nivel de los salarios, la inflación y el empleo, tienen importantes efectos en los sistemas de pensiones. La pérdida del poder adquisitivo de los salarios, es uno de estos factores coyunturales, pues refleja el valor real de las pensiones, el cual iba disminuyendo al incrementarse los niveles de inflación.

El incremento en las tasas desempleo es otro factor que contribuye a enfatizar la diferencia entre las contribuciones y los beneficios, pues al incrementarse el desempleo, la posibilidad de aumentar los ingresos del sistema por los trabajadores activos disminuía, en tanto que el número de pensionados continuaba incrementándose.

Otro factor que interviene, son las transformaciones en las condiciones de trabajo, las cuales han modificado las anteriores relaciones entre empresas y trabajadores, pues situaciones como la subcontratación o la firma de contratos indefinidos disminuyen la posibilidad de incrementar el número de trabajadores que cotizan en el sistema de pensiones.

### ***Cambios en la estructura poblacional***

Desde finales del siglo pasado en muchas regiones del mundo comenzaron a verse los cambios en la estructura de la población, pues desde mediados del siglo XX, al presentarse un acelerado crecimiento de la población se podría vislumbrar que en un futuro esa misma cantidad de nacimientos llegarían a representar un segmento muy grande de personas de la tercera edad, pero con lo que no se contaba hace más de 50 años es que el número de nacimientos iría en disminución y la proporción entre ambos sectores provocaría un desequilibrio en la estructura poblacional.

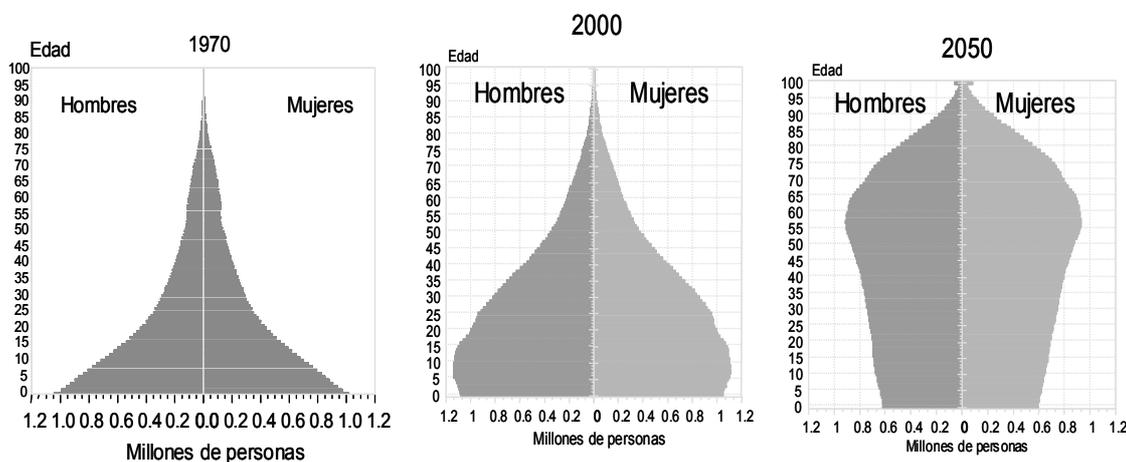
### ***El envejecimiento de la población***

A pesar de que la población de cada región y cada país guardan comportamientos demográficos diferentes, durante la última década el fenómeno del envejecimiento de la población ha sido un problema que ha despertado preocupación para muchos países, en donde el grupo de la población de edad mayor se está incrementando trayendo con ello problemas económicos.

Esta diferencia en el crecimiento de los segmentos de la población ha sido la que ha provocado los desequilibrios financieros dentro de los sistemas de pensiones, pues ante un incremento de las pensiones debido a un número mayor de jubilados, su financiamiento a través de las contribuciones de las generaciones más jóvenes se ha dificultado y provocado crisis dentro de los sistemas de reparto. Por lo anterior, el envejecimiento de la población implica una mayor demanda de mejores servicios dentro de los sistemas de seguridad y de pensiones, además de una infraestructura económica y social adecuada para este fragmento de la población.

En el caso de México, el envejecimiento de la población es un fenómeno que se está iniciando comparado con otros países en los que la población mayor está tomando magnitudes importantes, como es el caso de varios países de la Unión Europea donde se espera que entre 2005 y 2010 se presente el número más bajo de personas jóvenes en el mercado laboral. Sin embargo, la oleada de rejuvenecimiento de la población que nuestro país presentó, se está convirtiendo poco a poco en un segmento prominente de personas de la tercera edad, que con el paso de los años la situación se asemejará a la de países europeos.

Como se puede observar en las gráficas, el comportamiento de la estructura de la población en México se modificó en tan sólo 30 años, y en 50 años los problemas del envejecimiento de la población se encontrarán en una fase mucho más crítica.



Fuente: CONAPO, Proyecciones de Población

### ***Justificación del gobierno: Incremento del ahorro interno como sustento del crecimiento económico***

La justificación del gobierno a la privatización del sistema de pensiones para los trabajadores de empresas privadas se basa en el fundamento de buscar el crecimiento económico impulsado por el ahorro generado dentro del país; ante un contexto en el que el país estaba viviendo las secuelas de la crisis de finales de 1994 y principios de 1995, el gobierno planteaba fortalecer la economía a través del incremento de inversión que amplió la capacidad productiva y la creación de empleos.

Dentro del Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000, una de las estrategias principales para alcanzar el crecimiento prometido es hacer del ahorro interno la base fundamental del financiamiento del desarrollo nacional, asignando un papel complementario al ahorro externo con el objeto de fomentar la inversión productiva.

Lo anterior planteaba lograrlo a través de: a) Reformas en la política fiscal que promuevan el ahorro y la inversión productiva; b) Un eficiente desempeño del sistema financiero, que haga más atractivas las opciones para atraer el ahorro tanto interno como externo, además de hacer uso eficiente de tales ahorros al destinarlos a la inversión productiva y c) Modificaciones en la seguridad social.

La privatización de los fondos de pensión fue una estrategia que acercaba los recursos acumulados en las cuentas de ahorro para el retiro hacía el sistema financiero al delegar su manejo a instituciones financieras privadas, las cuales tienen la posibilidad de convertir esos ahorros en inversión productiva y por lo tanto en un crecimiento de la economía del país. Pero también, convirtió a una parte de la seguridad social en un negocio para las instituciones privadas, ya que pueden especular con los millones de pesos que se manejan dentro del sistema de pensiones

### ***Influencia del exterior***

La crisis de los sistemas de reparto de pensiones es un problema que aqueja a muchos países del mundo, que aunado al fenómeno del envejecimiento de la población, empeora cada vez más. Por ello, muchos países han aplicado reformas estructurales en sus sistemas pensionarios.

Ante la perspectiva del crecimiento de la población en edad avanzada y la consecuente crisis de los sistemas de pensión basados en un financiamiento intergeneracional, organismos internacionales como el Banco Mundial propusieron reformas que transformaran los sistemas de primer pilar a cargo del Estado en sistemas multipilares<sup>1</sup>.

Para muchos, la reforma aplicada en México, es una versión ligeramente modificada de la propuesta por el Banco Mundial, cuyo modelo propuesto descansaba en una combinación de tres pilares: un pilar público de asistencia (obligatorio, administrado por los gobiernos y financiado a través de impuestos) que tenga como objetivo disminuir la pobreza de las personas mayores; un pilar de ahorro privado obligatorio (administrado por el sector privado que lleve a cabo la capitalización de los ahorros); y un pilar de ahorro voluntario (manejado de igual forma que el segundo pilar).

La diferencia entre la propuesta del Banco Mundial y la aplicada en México radica en el hecho de que el organismo internacional proponía el manejo de una pensión universal para todos los trabajadores sin considerar las características de contribuciones, edad, o antigüedad de cada trabajador.

---

<sup>4</sup>En 1994 el Banco Mundial presentó un estudio titulado *Averting the Old Age Crisis*, el cual se trata de un manual de análisis y procedimientos para dirigir a los países hacia una nueva ortodoxia en materia de jubilaciones.

Por otro lado, desde finales de la década de los 80'S y principios de los 90'S el país comenzó a vivir un proceso de desregulación, liberalización y privatización de sectores y activos manejados anteriormente por el gobierno. Se habla de una crisis del llamado Estado Benefactor, en la cual, el papel principal jugado por los gobiernos tuvo que ceder lugar al poder del mercado internacional que vino a imponerse alrededor de todo el mundo. Una parte de la seguridad social, afrontó este cambio que muchos otros sectores de nuestra economía estaban o habían llevado a cabo; para muchos fue un primer paso para una posterior privatización de la seguridad social.

### **2.3 PRIVATIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN**

Durante las dos últimas décadas del siglo pasado, dentro de un contexto de internacionalización y políticas neoliberales, el papel que jugó el Estado en diversos segmentos de la economía como en el aparato productivo, el sector financiero y la parte social, se vio modificado al delegar funciones al sector privado, trayendo como resultado la desregulación, la venta de empresas paraestatales, la apertura comercial y la liberalización financiera.

Aunque sucedió años más tarde, el ramo social no fue la excepción y una parte de ésta se delegó al sector privado, con la privatización de los fondos de pensión de los trabajadores de empresas privadas.

#### ***La reforma***

Con el objetivo de resolver los desequilibrios actuariales que se estaban presentando y las inequidades en el pago de pensiones, se aplicó una reforma al anterior sistema de pensiones impartido por el IMSS; la cual sustituía al seguro IVCM y su complementario SAR por un nuevo sistema basado en la capitalización de cuentas individuales que serían manejadas por instituciones privadas; así, cuando el trabajador llegue a su periodo de jubilación podría disfrutar de su pensión, que estará en función de los recursos acumulados por aportaciones tripartitas hechas (trabajador, empleador y gobierno) y por los rendimientos que se generaron a través de su inversión dentro del sistema financiero.

La reforma transformaba el anterior plan basado en el primer pilar en uno del segundo pilar, donde se obliga a los trabajadores a ahorrar para su jubilación a través de contribuciones definidas.

El nuevo sistema se encarga de resolver los problemas presentados con el anterior seguro obteniendo beneficios como:

- Mayores pensiones acordes a los aportes hechos durante el periodo de trabajo.
- Eliminación de subsidios cruzados e inequidades.
- Incremento del ahorro, que amplía la oferta de fondos prestables dentro del sistema financiero.
- Eliminación de los desequilibrios entre las aportaciones y el pago de pensiones.

Con la reforma, se tendría un beneficio para los trabajadores al eliminar la transferencia de recursos entre generaciones e imponer la acumulación de recursos en una cuenta personal que genere rendimientos a través de su inversión. Cuidando con esto el valor de los recursos en el tiempo, es decir que el valor de los recursos ahorrados en el sistema de pensiones en el presente, se incrementen más allá del nivel inflacionario. Por otro lado, la reforma también impulsaba la formación y fortalecimiento del ahorro interno a través del ahorro forzoso.

Con la formación de cuentas individuales, cada trabajador es dueño de los recursos que acumuló a lo largo de su vida laboral; por lo anterior, con la aplicación de la reforma se fortalecen los derechos de propiedad dentro del sistema de pensiones, pues cada persona que cotiza en el nuevo plan tiene bien definidos sus derechos sobre los recursos acumulados en su cuenta personal, situación que con el anterior sistema no era posible.

Por otro lado, para que el nuevo régimen de pensiones funcione eficientemente deben de considerarse otros factores, como el hecho de que el trabajador este desempleado por largos períodos de su vida laboral, pues si es así, no podría acumular los recursos necesarios para su jubilación. Otro factor de relevancia es el contar con un sistema financiero estable, en el cual los recursos invertidos dentro de él tengan un riesgo moderado y así, el trabajador no tenga la posibilidad de perder.

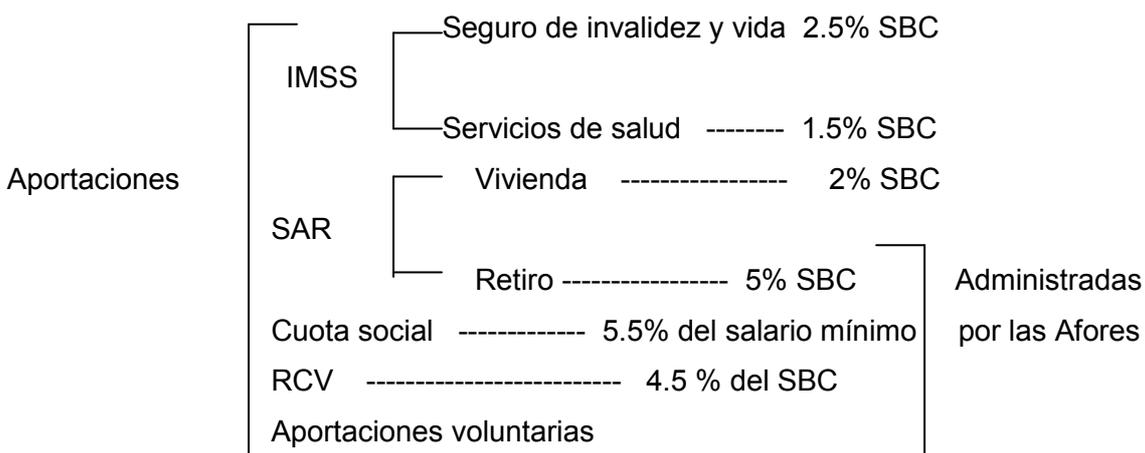
### **Composición de la cuenta individual**

Con la aplicación de la nueva Ley de los sistemas de ahorro, a partir del 1 de julio de 1997 la estructura del anterior sistema IVCM se modifica, separando la composición del IVCM en dos ramos: el seguro de invalidez y vida (IV) y el de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez (RCV).

El seguro de invalidez y vida cuya aportación es del 2.5% del salario base de cotización (SBC) junto con los servicios de salud con una aportación de 1.5% de SBC son administrados y otorgados por el IMSS, es decir, que los recursos equivalentes al 4% del SBC se canalizan a este instituto.

La subcuenta de RCV establece una aportación del 4.5% del SBC y es administrado por las instituciones privadas especializadas en el manejo de los fondos junto con los recursos provenientes del SAR (2% de la subcuenta de retiro ya que el 5% para la vivienda es administrado por el INFONAVIT) y la cuota social aportada por el gobierno, la cual se estableció en un 5.5% del salario mínimo vigente; a lo anterior se le suma los recursos de la subcuenta de aportaciones voluntarias (que son las aportaciones que el trabajador realiza por su propia cuenta).

Así, las aportaciones dentro del nuevo sistema quedan estructuradas de la manera siguiente:



La recaudación de los recursos dentro de un sistema de pensiones puede hacerse de dos formas diferentes: centralizada y descentralizada.

En el esquema centralizado un organismo ya sea público o privado, controla la recaudación y distribución de los recursos, así como la información respectiva. En el descentralizado, la transferencia de los recursos es directa, entre las administradoras de los fondos de pensión y las personas que aportan los recursos.

El modelo aplicado en México fue uno centralizado, que promueve una especialización y economías de escala, con lo cual se reducen costos, pues al existir un intermediario los costos fijos causados por la transferencia de información y recursos se distribuyen entre más participantes. El organismo encargado de realizar la centralización de los recursos en nuestro país es la Empresa Operadora de la Base de Datos Nacional SAR, conocida como PROCESAR; la cual funge el papel de intermediario para trasladar los depósitos de las cuotas hechas por cada empleador en cuentas especiales en el Banco de México hacía las cuentas individuales en las diferentes Afores.

Los recursos acumulados en la cuenta individual manejada por las administradoras de fondos para el retiro (AFORES) serán entregados al trabajador mediante alguno de los dos esquemas establecidos: a través de una renta vitalicia<sup>2</sup> o por retiros programados<sup>3</sup>, estos últimos se elegirán si la magnitud de la renta vitalicia es menor a la pensión mínima garantizada por el gobierno; así, el trabajador recibe el monto acumulado en la cuenta individual en proporciones mayores. En caso de que el trabajador opte por la renta vitalicia los recursos de la cuenta individual manejados por la AFORE se trasladarán a una empresa aseguradora.

### ***Nueva Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro***

Durante el gobierno del presidente Ernesto Zedillo (1994-2000) se propuso la modificación del sistema de pensiones a través de cambios en el Sistema de Ahorro para el Retiro, para diciembre de 1996 se aprobó la Nueva Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (NLSAR), la cual tiene como objetivo regular el funcionamiento de estos sistemas y sus participantes.

---

<sup>2</sup> Una renta vitalicia es un contrato por lo cual una aseguradora se obliga a pagar una pensión de manera periódica durante toda la vida del pensionado, a cambio de recibir los recursos acumulados en la cuenta individual.

<sup>3</sup> Los retiros programados son los convenios celebrados entre los pensionados y las AFORES para que se distribuyan los recursos de su cuenta individual, de acuerdo con la esperanza de vida con los pensionados y considerando la expectativa de los rendimientos, se realizan a través de pagos en periodos más largos.

Dentro de la presente Ley –en el artículo 43- se hace referencia al régimen de inversión de los recursos, para los cuales debe procurarse la mayor seguridad y una rentabilidad adecuada. Determina que estos recursos propiciarán un incremento del ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos a largo plazo que sean acordes al sistema de pensiones. Considerando lo anterior se acuerda dentro de este mismo artículo que la inversión de los recursos se canalice prioritariamente en valores que fomenten:

- a) *La actividad productiva nacional*
- b) *La mayor generación de empleo*
- c) *La construcción de vivienda*
- d) *El desarrollo de infraestructura*
- e) *El desarrollo regional*

La Nueva Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro incluye otros aspectos sobre el funcionamiento y desempeño de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), de las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (SIEFORES), de la CONSAR, además de sus regulaciones y condiciones para su composición, así como las características de la cuenta individual y de la supervisión y sanciones administrativas aplicadas.

### ***Nuevas Instituciones***

Con la aplicación del nuevo régimen de pensiones manejado por instituciones privadas, surgieron nuevos participantes que hacen posible el desarrollo del nuevo sistema, entre estos están las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) y las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (SIEFORES), con las cuales se promueve el surgimiento de una nueva industria dentro del sistema financiero del país.

### **AFORES**

De acuerdo a la NLSAR,<sup>4</sup> las AFORES son entidades financieras que se dedican de manera habitual y profesional a administrar las cuentas individuales y a canalizar los recursos de las subcuentas que los integran, así como a administrar las SIEFORES.

Las AFORES están constituidas bajo la figura jurídica de sociedades anónimas de capital variable y son consideradas como intermediarios financieros, cuyo principal objetivo es abrir, administrar y operar cuentas individuales de trabajadores, que realizará a través de sus principales funciones, que son:

- Llevar acabo una adecuada administración de las cuentas de capitalización individual
- Invertir los fondos para garantizar su seguridad y rentabilidad
- Efectuar traspasos entre AFORES y de la cuenta SAR92
- Contar con una SIEFORE
- Llevar un registro de los recursos correspondientes a la subcuenta de vivienda
- Administrar los retiros programados
- Individualizar aportaciones
- Entregar estados de cuenta a los trabajadores
- Proporcionar información sobre los sistemas de ahorro para el retiro

Con todo lo anterior, las AFORES se encargan de recaudar los recursos de las cotizaciones de los trabajadores para administrarlos e invertirlos en una SIEFORE y poder entregarlos posteriormente junto con el rendimiento obtenido. Por prestar este servicio las Administradoras cobran una comisión, las cuales pueden ser sobre el flujo de los recursos a través de un porcentaje de las aportaciones mensuales, o comisiones sobre patrimonio, considerando el monto total acumulado en la cuenta individual.

---

<sup>4</sup> Nueva Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, Capítulo III. De los participantes en los Sistemas de Ahorro para el Retiro; Sección I. De las administradoras de los Fondos para el Retiro.

## **SIEFORES**

Las SIEFORES son administradas y operadas por las AFORES pero tienen una forma jurídica distinta a ellas, aunque también son consideradas como intermediarios financieros. En la NLSAR<sup>5</sup> se establece que el objetivo de estas sociedades es la inversión de los recursos provenientes de las cuentas individuales captados por las AFORES considerando los regímenes de inversión establecidos por las leyes. Dentro de esta misma ley – del artículo 39 al 48 – se establecen los lineamientos que deben seguir las sociedades para su conformación y desempeño.

Durante el primer año de la reforma cada AFORE podía tener sólo una SIEFORE, posteriormente el número de éstas se fue incrementando, por ello se pueden encontrar AFORES con más de una SIEFORE, y más aún con las últimas reformas a los regímenes de inversión, que promueve que cada AFORE maneje dos tipos de SIEFORE (Básica 1 y Básica 2).

### ***La reforma y el sistema financiero***

Uno de los objetivos de la aplicación de la reforma reconocidos por el gobierno fue el incremento del ahorro interno, el cual debería ser canalizado a través del sistema financiero, con ello se estaría impulsando el surgimiento de instituciones especializadas en el manejo de los fondos de pensión y de instrumentos financieros que se adecuaran a las características de estos recursos.

Por ello, para que el nuevo plan de pensiones se desarrolle eficientemente es necesario contar con un sistema financiero desarrollado en donde puedan invertirse los recursos provenientes de las cuentas individuales. Para lo que es necesario contar con:

- **Instrumentos financieros**, variados que ofrezcan altos rendimientos con un nivel de riesgo moderado y que se adecuan a las características de los recursos (constantes y de largo plazo);
- **Intermediarios financieros**, que sean capaces de manejar de forma eficiente los recursos procurando los mayores beneficios y los menores costos;

---

<sup>5</sup> Idem, Sección II. De las sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro.

- **Instituciones de supervisión**, que se encarguen de vigilar el manejo y desempeño de los recursos, así como de supervisar el cumplimiento del marco regulatorio establecido;
- **Mercados financieros**, desarrollados y competitivos dentro de un contexto mundial en el cual se desempeñen eficientemente.

Con la entrada al sistema financiero de los fondos de pensión se incrementa la demanda de instrumentos que se adecuen a las particularidades de los recursos, y con ello se impulsa un mayor desarrollo y eficiencia del sistema financiero mexicano y de los diferentes mercados que lo componen, entre ellos el mercado de capitales, en donde se puede reflejar el efecto potencial del incremento del ahorro en un aumento de la producción y con ello del producto de la economía; de esta manera, con la reforma no sólo se verían resultados positivos en los mercados financieros, sino también resultados en la economía y en la sociedad en un mayor plazo.

## CAPITULO 3. DESARROLLO DE LOS FONDOS DE PENSIÓN

### 3.1 Régimen de inversión

Con la implantación de la reforma y con el objetivo de buscar un eficiente manejo de los recursos provenientes de los fondos de pensión privatizados se estableció un régimen de inversión; Rubalcaba y Gutierrez (2000; p.19) definen que el objetivo de éste es preservar el valor real del ahorro de los trabajadores para generar recursos suficientes que permitan mantener el nivel de vida del afiliado durante los años de retiro.

Para poder cumplir con el objetivo anterior, las autoridades se vieron en la necesidad de establecer un régimen de inversión prudencial que buscará otorgar beneficios para los trabajadores, a través de mayores rendimientos y menores niveles de riesgo, considerando las características del sistema financiero, para fortalecer el ahorro dentro de éste y el desarrollo de instrumentos financieros acordes a los fondos de pensión.

Los cambios que se dan para poder modificar el régimen de inversión deben de cumplir con las dos características siguientes:

1. Que sean financieramente viables
  - Incluir instrumentos que contribuyan a la diversificación;
  - Eficiente operatividad de los instrumentos;
  - Contar con adecuados niveles de riesgo.
  
2. Que sean conceptualmente aceptables
  - Que atienda a las preocupaciones de los integrantes de los órganos de gobierno\*;
  - Deben de existir argumentos adecuados que justifiquen los cambios.

---

\* La Consar cuenta con dos órganos de gobierno: la Junta de Gobierno y el Comité Consultivo y de Vigilancia.

En 1997, cuando se aplicó la reforma se estableció un régimen de inversión dentro de la NLSAR, en donde se fijaron los límites de inversión en instrumentos considerando su emisor, su plazo y su denominación. Así, se establecieron límites a instrumentos según su plazo de vencimiento, en donde el 65% de la cartera de inversión debía de invertirse en activos con un plazo máximo de 183 días, y en instrumentos del gobierno el plazo máximo era de 90 días.

También se impusieron límites a los instrumentos emitidos por instituciones privadas (máximo 30% de la cartera) y los emitidos por instituciones de banca múltiple (máximo 10%); sólo se podía invertir en activos poco riesgosos y en instrumentos denominados en moneda extranjera (únicamente dólares) emitidos por el Gobierno Federal; entre otras limitaciones que caracterizaban al régimen como uno de los más conservadores por sus pocas opciones de inversión.

Desde que se aplicó la reforma, el régimen de inversión no había sufrido modificaciones considerables, hasta el 2002, en donde se aplicaron reformas publicadas en diciembre del año anterior en el Diario Oficial de la Federación; con las cuales se trataba de mejorar los procesos de administración del riesgo y ampliar las alternativas de inversión fortaleciendo la diversificación y rentabilidad de las carteras de las SIEFORES.

Dentro de las principales modificaciones que se realizaron está el que se permitió las operaciones con productos derivados; con instrumentos denominados en moneda extranjera (dólares, euros y yenes) emitidos por otras instituciones aparte del Gobierno Federal; se amplió el límite en instrumentos de instituciones privadas y se extendió el nivel de riesgo y el plazo en ciertos instrumentos; además se introdujeron opciones de inversión en instrumentos emitidos por entidades federativas y municipios; entre otros, que obedecieron a los cambios debidos a la creciente acumulación de recursos y a las características del sistema financiero.

En el 2004 se aplicó una nueva reforma al régimen de inversión en donde los objetivos seguían siendo una mayor diversificación y mayores rendimientos para los trabajadores. Lo anterior se lograría a través de la creación de dos fondos por cada SIEFORES (Fondo 1 y Fondo 2). Para ambos fondos la inversión de sus recursos podía realizarse en lo estipulado en el anterior régimen más la nueva opción de invertir

en valores internacionales con un límite del 20%; a diferencia del Fondo 1, el Fondo 2 podía invertir en instrumentos de inversión con capital protegido al vencimiento, ligados a índices accionarios y cuyo límite máximo era de 15% de la cartera.

Las principales modificaciones al régimen de inversión pueden resumirse en el siguiente cuadro:

Cuadro 3. 1 Reformas a los regímenes de inversión.

| Régimen 1997  | Régimen 2002  | Régimen 2004  |
|---|---|---|
| Como mínimo el 65% del activo total invertido debe ser en instrumentos con plazo menor a 183 días.  | Se establece un Plazo Promedio Ponderado menor o igual a 900 días.  | Se fijan dos Fondos obligatorios por SIEFORE, que ofrecen diferentes alternativas de inversión en función del riesgo y de la clase de activos.  |
| La calificación mínima permitida para los instrumentos no gubernamentales era de AA.  | Se permite la adquisición de títulos no gubernamentales calificados a un nivel arriba del grado de inversión (A).   | Se permiten emisiones nacionales e internacionales.   |
| La inversión en instrumentos privados podía ser de hasta 35%, con un límite máximo por emisor de 10%.   | Se establecen límites por nivel de calificación y se reduce el límite por emisor:<br>AAA: hasta el 100% del activo de la SIEFORE y hasta 5% de un emisor;<br>AA: hasta 35% del activo y hasta 3% del emisor;<br>A: Hasta 5% del activo y hasta 1% del emisor. | Se permite invertir además de títulos de deuda, en instrumentos de deuda variable a través de notas de Principal Protegido al Vencimiento ligadas a índices accionarios, con un máximo del 15% de la cartera. |
| Para cumplir con el límite mínimo de inversión de 51% en títulos denominados en UDIS, los valores en moneda nacional con protección inflacionaria sólo podían ser emitidos por el Gobierno Federal. | Se permite además de los títulos en moneda nacional emitidos por el Gobierno Federal con protección inflacionaria, las emisiones de papel privado.  |   |

|   |   |  |
|---|---|--|
| Solo se permitía hasta el 10% en instrumentos denominados en dólares emitidos por el Gobierno.                    | Se permite hasta 10% en inversiones en dólares, yenes y euros de emisiones del Gobierno y de empresas mexicanas.                                    |  |
| Se permitía la inversión en instrumentos denominados en UDIS emitidos por entidades paraestatales.                | Además de paraestatales se permite la emisión por estados, municipios y el gobierno del Distrito Federal.   |  |
| Se permitía la adquisición de instrumentos en pesos que garantizaran un rendimiento igual o mayor al de las UDIS. | Se permite la inversión en instrumentos que garanticen un rendimiento mínimo en moneda nacional o extranjera, vía tasa de interés o tipo de cambio. |  |
|   | Se permite operar con derivados y préstamo de valores.  |  |

### ***3.2 Evolución de los fondos de pensión***

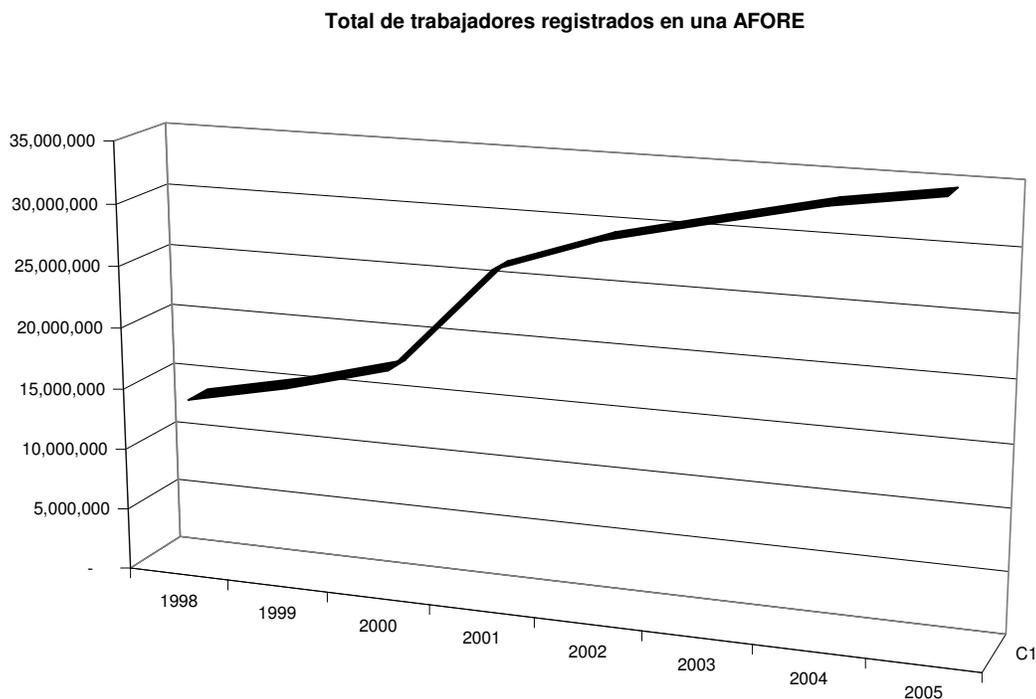
La respuesta en México a la privatización de los fondos de pensión fue para muchos sorprendente, pues el número de trabajadores que se afilió a una AFORE y los recursos acumulados resultaron mayores a los esperados; y a ocho años de aplicada la reforma, el desarrollo de estos recursos han mostrado un comportamiento positivo.

#### *Comportamiento de los trabajadores afiliados*

Desde que se aplicó la reforma en julio de 1997, los trabajadores comenzaron a afiliarse a una de las 17 AFORES que el mercado ofrecía y durante los siguientes cuatro años que tuvieron como plazo para elegir una AFORE antes de que sus ahorros en el SAR se enviarán a una cuenta concentradora, el número de trabajadores inscritos en una Administradora se fue incrementando de manera constante.

En diciembre de 1997 el número de trabajadores afiliados a una AFORE era de 11,399,114, cifra que se fue incrementando con el paso de los años (véase anexo, cuadro 1). Aunque la tendencia de los trabajadores que se afiliaron a una AFORE ha sido positiva, como se puede ver en la gráfica 3.1, la tasa de crecimiento de año con año ha sido variada, pues en tanto que el primer año fue de 21.30%, para 1999 disminuyó; en contraste, para el 2001 se observa un mayor crecimiento debido a que finalizó el plazo para elegir una AFORE.

Gráfica 3.1



De ahí en adelante, el número de trabajadores afiliados ha seguido incrementándose, pero a una menor tasa de crecimiento, una causa de ello ha sido el escaso crecimiento del empleo formal, aunado al rápido incremento del empleo informal en los últimos años, que no ha permitido que más trabajadores ahorren en una AFORE.

A pesar de que han disminuido las tasas de crecimiento en el número de trabajadores que comienzan a ahorrar para su retiro, el número de trabajadores que actualmente cuentan con una cuenta individual se ha incrementado en un 150.2% durante los ocho años que lleva el plan de pensiones privatizado.

En un principio, las AFORES fueron vistas como un producto *comodity*<sup>1</sup>, pues las únicas diferencias entre las 17 administradoras que iniciaron el mercado se encontraban en las comisiones que cobrarían por sus servicios (lo que representa su precio) y el respaldo de las instituciones o socios internacionales que las manejaban (el prestigio de la marca); es por ello que la competencia durante los primeros años se basó en esos dos aspectos. Con la evolución del sistema, los trabajadores han cambiado y elegido una AFORE considerando otros aspectos como las comisiones y los rendimientos.

A partir del 2005, los trabajadores pueden cambiarse de AFORE las veces que quieren al año (anteriormente la Ley sólo permitía una vez al año), con lo cual se está promoviendo una mayor competencia entre las administradoras tratando de disminuir las comisiones cobradas.

La distribución del creciente número de trabajadores dentro de las diferentes AFORES se ha ido modificando con el paso de los años, pues las transformaciones por las que ha atravesado este mercado por fusiones, ventas y nuevos competidores ha configurado la distribución de los recursos entre las diferentes empresas, pues de 1997 a la fecha han desaparecido muchas de las AFORES que iniciaron, han surgido nuevas y otras han permanecido durante los ocho años. Comparando la gráfica 3.2a con la 3.2b se puede ver la diferencia en la participación en el mercado de cada AFORE.

Aquellas AFORES que han permanecido durante estos ocho años son las que tienen un mayor porcentaje de las cuentas individuales, siendo la de Banamex la que ha presentado el mayor crecimiento, ya que actualmente tiene el mayor número de trabajadores afiliados.

Sin embargo, desde sus inicios hasta la actualidad, no se ha logrado romper la concentración de recursos en pocas AFORES, en 1998, sólo cinco de éstas (Bancomer, Banamex, Garante, Profuturo GNP y Santander Mexicano) concentraban

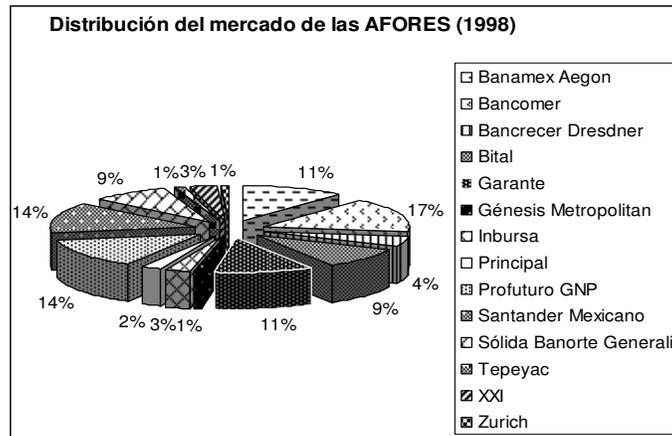
---

<sup>1</sup> Un *comodity* es un producto cuyas características y atributos no se diferencian o son percibidos mínimamente entre una marca y otra. Son aquellos en donde el consumidor no percibe elementos distintivos o de convergencia entre uno y otro producto, por lo que la decisión de compra, se basa en el prestigio de la marca y fundamentalmente en el precio.

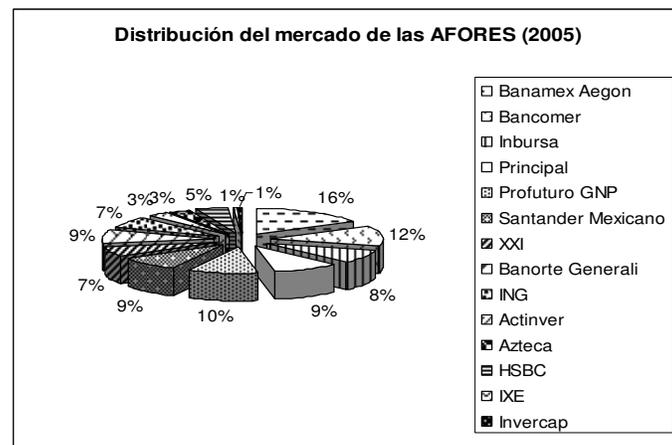
67% de las cuentas. Para el 2005, la concentración disminuye, pero no deja de estar presente, pues las mismas AFORES (con excepción de Garante y en su lugar Principal) concentran 56% del mercado.

Gráfica 3.2 Distribución de los trabajadores afiliados a las AFORES

a)



b)



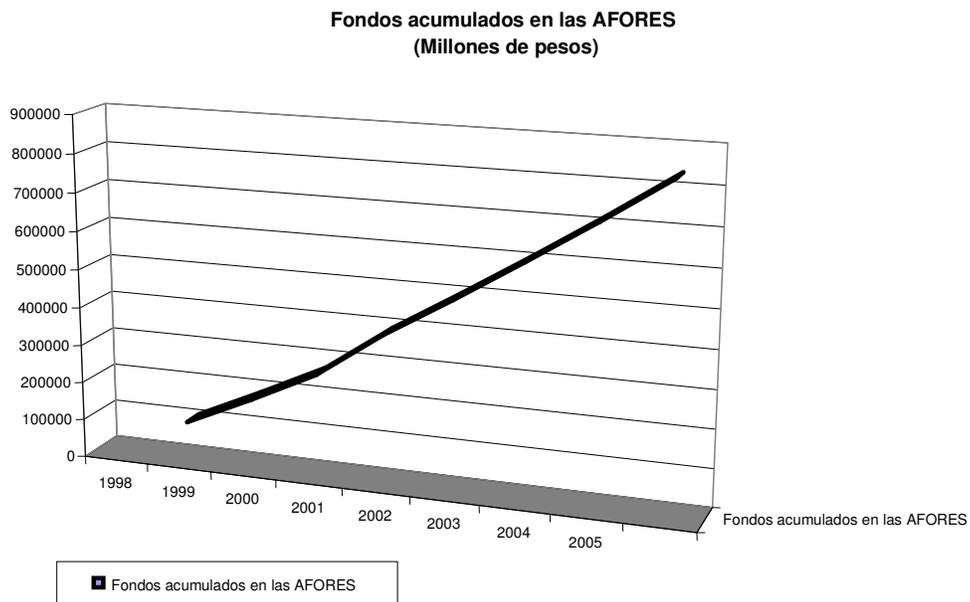
### *Recursos acumulados*

Los recursos con los que comenzaron a operar durante 1997 fueron los traslados que se hicieron de las cuentas provenientes del SAR92; para ese año la subcuenta de retiro de los trabajadores afiliados al IMSS ascendía a 38,201.5 millones de pesos y la subcuenta de vivienda a 56,897.5 millones de pesos que poco a poco se fueron trasladando a las AFORES.

Durante el primer año de la reforma los recursos manejados por las AFORES eran de 452 mil millones de pesos, posteriormente, al igual que el número de afiliados, se fue incrementando, siguiendo una tendencia creciente, como se observa en la gráfica 3.3. Pero, debido a la misma disminución del número de trabajadores afiliados, la tasa de crecimiento de los recursos captados también ha sido menor con el paso de los años.

Sin embargo, un punto positivo para la reforma es la importante cantidad de recursos que se han logrado captar dentro del sistema financiero, pues durante estos ocho años, el crecimiento de los recursos acumulados ha sido de 688.12%.

Gráfica 3.3

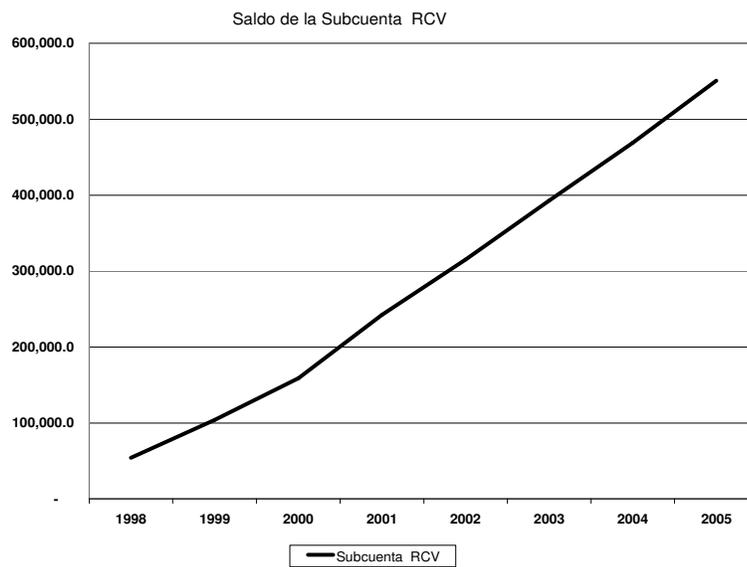


Estos recursos depositados en las cuentas individuales provenían de las subcuentas de retiro, de aportaciones voluntarias y de vivienda (recordando que ésta última sólo es registrada por las AFORES pero es manejada por el INFONAVIT), en donde su distribución ha sido la que se muestra en la gráfica 3.4; donde podemos ver el incremento de las tres subcuentas a lo largo de este período. El crecimiento de la cuenta de retiro y de vivienda ha sido similar por ser cuotas establecidas, sin embargo, el crecimiento de las aportaciones voluntarias es el que a presentado un

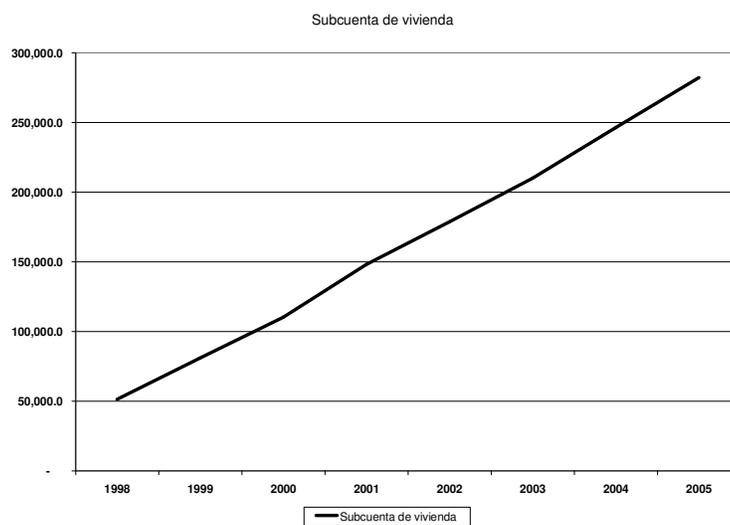
comportamiento diferente, pues durante seis años siguió una tendencia alcista, hasta el 2004 y 2005 donde comenzó a descender.

Gráfica 3.4

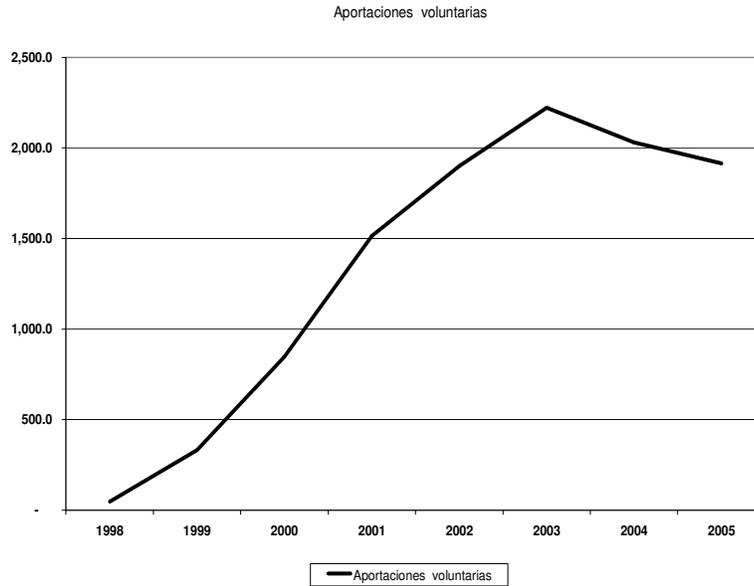
a)



b)

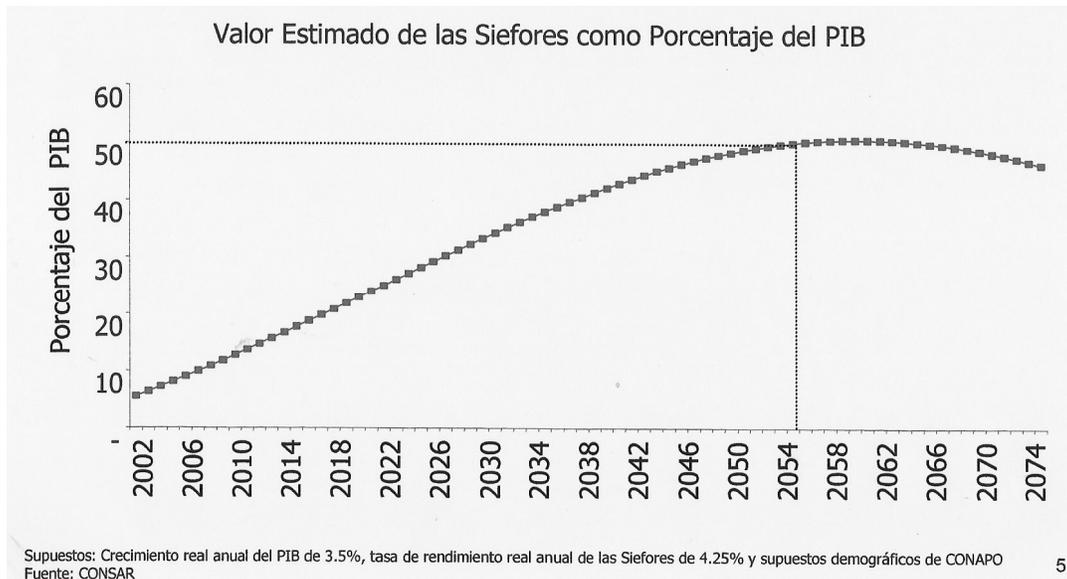


c)



La tendencia del crecimiento que hasta la actualidad han seguido los recursos provenientes de los fondos de pensión seguirá permaneciendo por muchos años hasta representar magnitudes muy significativas del PIB de nuestro país; estimaciones hechas por la CONSAR, muestran que dentro de 50 años los recursos alcanzarán un equivalente al 50% del PIB, como se muestra en la gráfica 3.5.

Gráfica 3.5



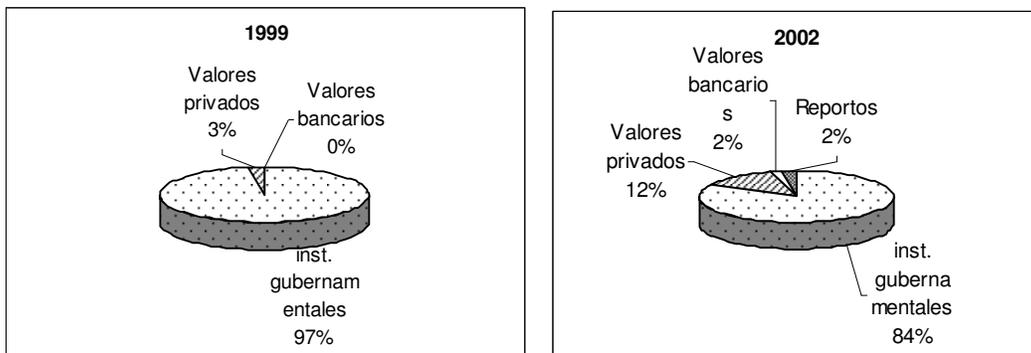
### 3.3 DIVERSIFICACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN

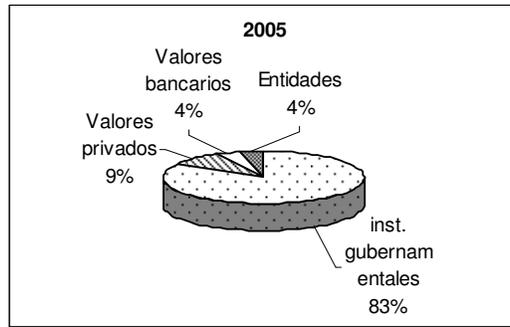
De acuerdo al régimen de inversión marcado por las leyes con el objetivo de tratar de controlar los niveles de riesgo y otorgar los mayores y más seguros beneficios, se ha obtenido durante los ocho años que lleva la reforma un comportamiento que ha marcado las tendencias de la inversión de estos recursos dentro del sistema financiero.

Dentro de este comportamiento cabe mencionar el incremento de los recursos canalizados a las AFORES año con año, el cual se había analizado anteriormente y podemos ver en la gráfica 3.3, donde se muestra el crecimiento de los fondos durante estos ocho años. La diversificación de este flujo creciente de fondos se ha hecho en instrumentos emitidos por el gobierno, empresas privadas, instituciones bancarias o financieras y más recientemente por entidades paraestatales, estados y municipios.

La distribución de los recursos entre instrumentos de estos emisores se ha ido modificando con el paso de los años (véase cuadro 3 de los anexos); como se puede ver en las gráficas siguientes, el porcentaje de recursos invertido en cada instrumento ha ido variando, la proporción de los fondos canalizados a instrumentos gubernamentales a partir del año 2000 comenzó a disminuir y en contraste los canalizados a empresas privadas, instituciones financieras y entidades fueron incrementándose, aunque a partir del 2003 el porcentaje de recursos en valores privados volvió a disminuir.

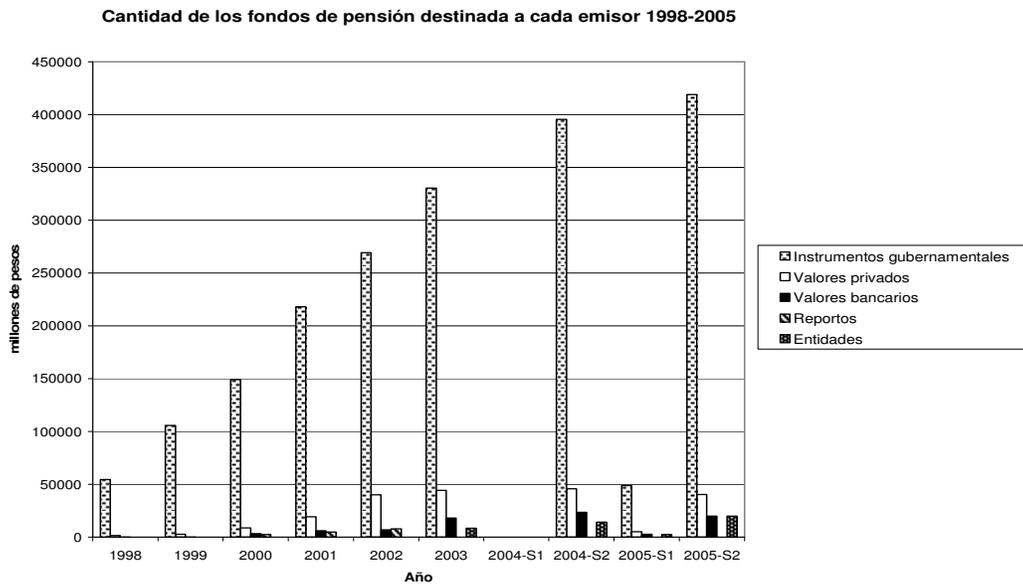
Gráfica 3. 6





A pesar de la disminución en el porcentaje dirigido a los diversos instrumentos, los recursos canalizados se han incrementado (véase cuadro 3A de los anexos), como se puede ver en la gráfica 3.7, los millones que las diferentes entidades emisoras han recibido durante estos ocho años se han ido acrecentando debido al aumento del total de los recursos que manejan las administradoras.

Gráfica 3.7



Como se puede observar en la misma gráfica, la diferencia entre los recursos canalizados a instrumentos emitidos por el gobierno y el resto de las unidades emisoras es muy grande; esto se debe a la marcada concentración en instrumentos

gubernamentales que ha caracterizado durante todo el período a la inversión de los fondos.

### ***Tendencias de la inversión de los fondos de pensión***

Dentro del comportamiento del creciente flujo de recursos que manejan las SIEFORES, es importante mencionar las tendencias de sus carteras de inversión y los rendimientos otorgados durante este periodo.

Una de las tendencias más prominente sobre el comportamiento de los recursos de los fondos de pensión es la fuerte concentración de éstos en instrumentos de deuda pública.

De 1997 a la fecha, la canalización de recursos hacía instrumentos gubernamentales no ha sido menor al 80% del total de los recursos de las carteras de las SIEFORES y aunque desde el primer año en adelante fue disminuyendo paulatinamente el porcentaje de recursos dirigido a instrumentos del Gobierno, durante el 2005 se ha podido observar un ligero aumento (véase gráfica 3.8).

Con el desarrollo del sistema y el mayor flujo de recursos que éste genera, la magnitud de los fondos que son canalizados año con año hacía instrumentos públicos se ha incrementado, de 1998 al 2005 en un 172% (véase cuadro 4 de los anexos).

De igual forma, la proporción de bonos públicos que las SIEFORES utilizan respecto a la emisión total colocada en el sistema financiero ha crecido, como se puede ver en el siguiente cuadro, cada año son más los recursos de los fondos de pensión canalizados a instrumentos de deuda pública.

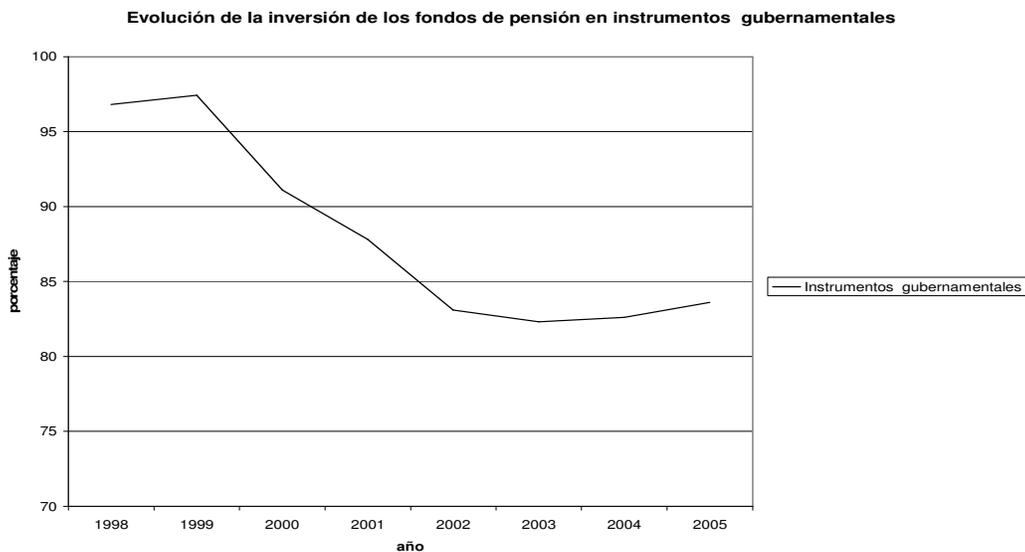
| Año  | Colocación de deuda interna del sector público | Inversión de las SIEFORES en inst. de deuda pública | Proporción de instrumentos de deuda pública utilizada por SIEFORES |
|------|--|---|--|
| 1998 | 353,240  | 54,713.64   | 15.48%   |
| 1999 | 546,324  | 105,717.00  | 19.35%   |
| 2000 | 716,839  | 148,991.90  | 20.78%   |
| 2001 | 762,838  | 218,021.30  | 28.58%   |
| 2002 | 875,640  | 269,484.20  | 30.77%   |
| 2003 | 1,024,457                                      | 330,462.40  | 32.25%   |
| 2004 | 1,084,463                                      | 395,490.50  | 36.46%   |

Elaboración propia con datos de la CONSAR y BANXICO.

Los recursos dirigidos a instrumentos gubernamentales se han invertido en Bondes (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal), Cetes (Certificados de la Tesorería de la Federación) y Bonos, principalmente; y en menor proporción en Udibonos, Bondest (Bonos de Desarrollo con pagos trimestrales), PIC (Pagarés de Indemnización Carretera), Brems (Bonos de Regulación Monetaria), BPA (Bonos de Protección al Ahorro), BPAT (BPA con pago trimestral de interés), CBIC (Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera) y UMS (Bonos UMS del Gobierno Federal).

Esa concentración en los instrumento gubernamentales se da de igual forma en sólo tres de estos instrumentos: CETES, BONDES y BONOS, que en 1998 abarcaban un 80.94% de los recursos canalizados a instrumentos públicos, es decir, 44,285.22 millones de pesos. En el 2005, ante una mayor diversificación de la cartera en otros instrumentos, el porcentaje que acumulan estos tres instrumentos disminuyó a 66.7% con 279,366.94 millones de pesos.

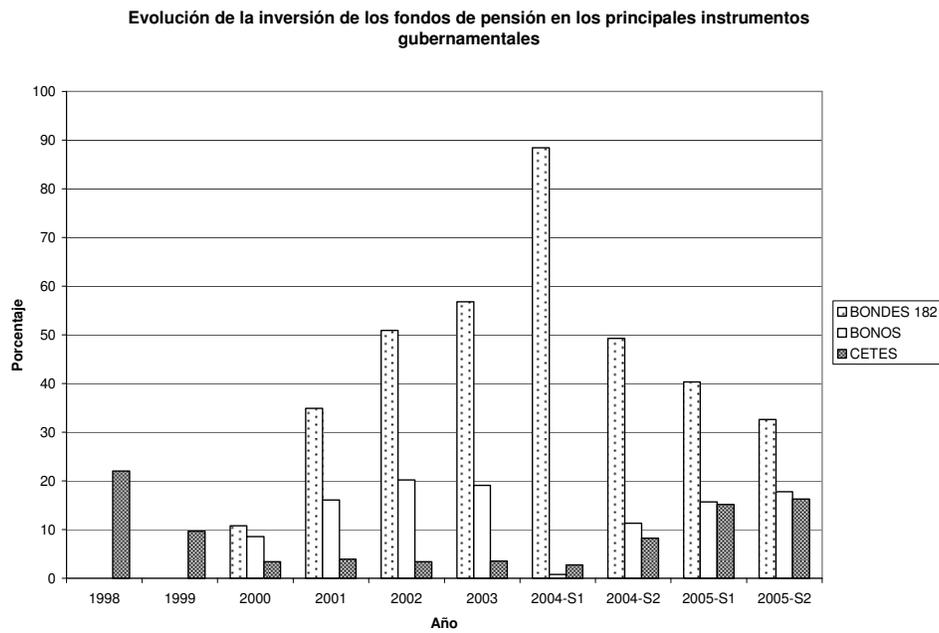
Gráfica 3.8



La trayectoria seguida por estos instrumentos durante el periodo de estudio se muestra en la gráfica 3.9, donde se puede ver que son los BONDES los que han

absorbido la mayor parte de los recursos, aunque para el 2005 se observa una tendencia decreciente; mientras los CETES siguen una trayectoria creciente.

Gráfica 3.9



Esta importante y creciente cantidad de recursos canalizados a los principales instrumentos de deuda pública, han sido utilizados principalmente para financiar al Gobierno Federal. El resto de los instrumentos como los de indemnización carretera o de protección al ahorro bancario, captan una porción muy pequeña que no rebasa el 15% de los recursos totales de instrumentos públicos.

Lo anterior se debe, por un lado, al mismo régimen de inversión que marca los límites para invertir en instrumentos públicos, el cual puede llegar a ser de hasta el 100%, en tanto que para instrumentos privados no sobrepasa el 35%; y por otro lado, a la presencia de factores estructurales del sistema financiero y de la economía en general.

Entre estos factores puede mencionarse el papel que juega una política monetaria, que al modificar las tasa de interés desvía los recursos hacía instrumentos de deuda pública; este es el caso de las operaciones de mercado abierto que las autoridades realizan con el objetivo de modificar la oferta monetaria.

Las operaciones de mercado abierto que llevan a cabo por la venta y compra de valores gubernamentales, contribuye a la concentración de recursos en estos instrumentos por el hecho de que su nivel de riesgo es mínimo y otorgan tasas de interés superiores a las de otros instrumentos. Por lo anterior, las carteras de las SIEFORES que buscan una mayor seguridad a través de menores niveles de riesgo depositan una mayor proporción de los recursos en instrumentos emitidos por el Gobierno Federal, dejando a los instrumentos emitidos por privados con una desventaja ante ellos.

Otro factor está dado por las características del sistema financiero (mercados, instituciones, procedimientos y marco regulatorio), es decir, qué tan desarrollados y completos están los diferentes mercados que componen el sistema financiero; ya que sus características (instrumentos que ofrecen, liquidez, rendimientos, nivel de riesgo, etc.) serán las que los hagan más atractivos a las carteras de inversión.

Un factor más que contribuye a la concentración de los recursos en instrumentos de deuda pública, es la diferencia en el marco tributario impuesto entre estos instrumentos y los de emisión privada, pues, de acuerdo a la Ley del Ingreso sobre la Renta están exentos del pago de impuestos sobre la renta de capital los valores gubernamentales, lo que no sucede con los instrumentos de instituciones privadas, lo que da una ventaja más a los instrumentos emitidos por el Gobierno Federal.

La liquidez de los activos ha sido otro factor que se ha considerado dentro de la inversión de las carteras de las SIEFORES, la cual ha marcado una tendencia más de la diversificación de los fondos; pues a pesar de las características de los recursos provenientes de los fondos de pensión (flujos constantes y de largo plazo), éstos son invertidos en instrumentos financieros de plazos relativamente cortos. Aunque hasta la fecha esta forma de inversión les ha traído buenos resultados, reflejados en los rendimientos que ha otorgado cada SIEFORE, los beneficios sociales podrían ser mayores si se modificarán los plazos de inversión.

Si se invirtiera una mayor proporción de estos recursos en instrumentos con un mayor plazo –a pesar de que tienen un mayor riesgo, los rendimientos también serían superiores- los beneficios no sólo serían para el trabajador a través de mayores

rendimientos, sino también se tendrían beneficios sociales; al canalizar los recursos a la inversión productiva en instrumentos de instituciones privadas o a través de los instrumentos de instituciones bancarias (banca comercial y banca de desarrollo).

También se podrían obtener beneficios sociales si la creciente cantidad de recursos que se destinan a instrumentos gubernamentales se utilizarán para la creación de infraestructura; así, no sólo se obtendrían los beneficios individuales de los trabajadores, sino que éstos irían acompañados de un beneficio económico y social.

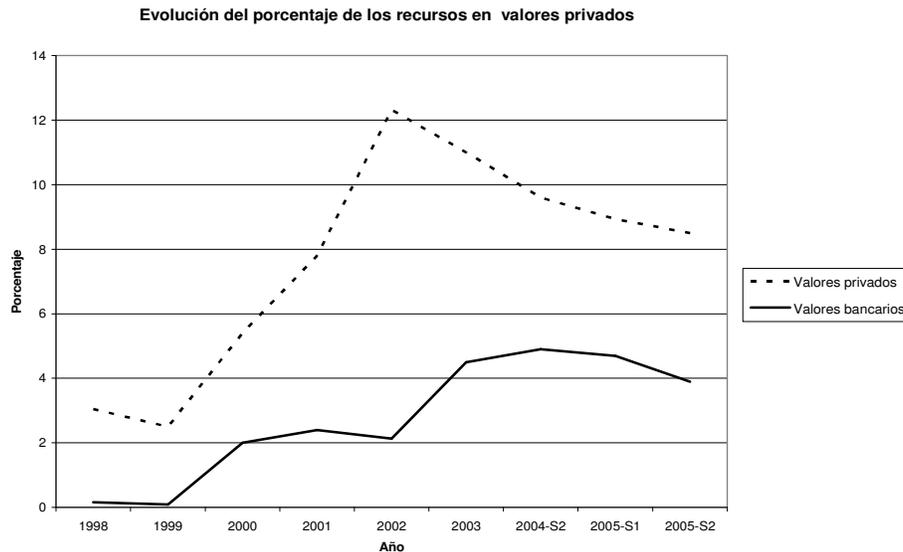
La tendencia que contrasta la concentración de los recursos en instrumentos gubernamentales es la escasa proporción de éstos en instrumentos emitidos por corporativos, instituciones financieras, paraestatales, estados y municipios, y a pesar de que el porcentaje de los fondos en instrumentos privados se ha incrementado no se ha logrado disminuir significativamente la concentración en los instrumentos públicos.

En el año 2000 el porcentaje de los recursos canalizado a instrumentos privados se incremento en mayor proporción que los instrumentos gubernamentales (véase cuadro 3 de los anexos), en tanto los valores privados se incrementaron en un 116%, los públicos decrecieron 6.17%. Para los siguientes dos años el porcentaje de los valores privados y bancarios continuó incrementándose hasta el 2003 donde la tendencia cambio y volvió a disminuir el porcentaje destinado a estos instrumentos.

El crecimiento de los instrumentos privados que se muestra en la gráfica 3.10 ha sido mayor que el presentado por los instrumentos del gobierno visto en la gráfica 3.8; en los ocho años que lleva la reforma, los recursos canalizados a corporaciones privadas se han incrementado en 38,725.36 millones de pesos y en los valores bancarios 19,684.56 millones de pesos.

A pesar de que a partir del 2003 el porcentaje de recursos invertidos en instrumentos de instituciones privadas se ha visto disminuido, los recursos captados se han seguido incrementando (Cuadro 3A de los anexos), pero aún es mucho mayor la cantidad captada por instrumentos gubernamentales, con lo cual se pone un obstáculo para la canalización en instrumentos privados, que tienen mayor posibilidad de convertirse en inversión productiva.

Gráfica 3.10



Como se puede ver en el cuadro 5.1 de los anexos, son pocas las empresas que han mantenido durante un mayor periodo de años la canalización de los fondos de pensión; Televisa, Ford, Cemex y Telmex son las que tiene una mayor participación.

Actualmente las empresas que conforman el sector servicios, como América Móvil, Telmex, Televisa, Grupo Carso, Telecom y el sector de transformación conformado por empresas como Bimbo, Coca-Cola FEMSA, Cigarrera la Moderna, IMSA, Kimber, son las que captan la mayor proporción de los recursos destinados a instrumentos emitidos por corporativos, con un 71.3% del total, es decir, 28,840.35 millones de pesos, lo cual apenas representa un 21% de los recursos destinados al instrumento público con mayor participación, que son los Bondes 182, los cuales captan 136,542.16 millones de pesos.

Lo anterior, deja ver la polaridad que se presenta en la distribución de los recursos en las carteras de inversión de las SIEFORES, pues una menor cantidad de los fondos se distribuye entre más empresas, y una mayor proporción de estos es destinada a una sola entidad, el gobierno.

En el caso de los instrumentos emitidos por instituciones financieras, son las entidades del grupo de desarrollo las que capta una mayor proporción (véase cuadro 6 de los anexos), captando 11,627.7 millones de pesos; por otro lado, los recursos que se

invierten en SOFOLES sólo alcanzan 7,712.25 millones, y a instituciones de crédito como bancos, aseguradoras o empresas de factoraje sólo captan 435.05 millones de pesos; en estos casos al igual que el de las empresas privadas, los recursos son distribuidos entre más instituciones, por lo cual la proporción que cada una capta es menor.

Con la primera reforma al régimen de inversión se promovió la utilización de instrumentos de entidades paraestatales, estados y municipios, la respuesta ha sido el incremento en los recursos captados en este rubro, que supera por poco a los valores bancarios (véase cuadro 7 de los anexos). Los recursos canalizados a empresas paraestatales son mayores a los de las instituciones de crédito, pues éstos ascienden a 16,253.50 millones de pesos, distribuidos únicamente en dos empresas, PEMEX y CFE. Los recursos destinados a estados y municipios (entre ellos el estado de Chihuahua, el Distrito Federal y Guadalajara) son mucho menores, pues sólo representan un 18.7% del total de este rubro, es decir 3,738.50 millones de pesos, que es superior a lo que captan las instituciones de crédito.

Sin embargo, si consideramos el límite para inversiones en instrumentos privados impuesto por el régimen de inversión y el porcentaje de los recursos totales que se canaliza a estos instrumentos podemos ver que existe una gran diferencia entre ambos, por lo cual el régimen de inversión no es el más responsable de la concentración en instrumentos gubernamentales, sino más bien la actitud adversa al riesgo que han seguido las administradoras, impulsada por la oferta de títulos de deuda públicos que tienen cierta ventaja ante los privados al guardar una importante diferencia en el nivel de riesgo.

Esta concentración de los fondos de pensión en instrumentos gubernamentales y la escasa participación de los instrumentos privados ha dejado ver la existencia de fallas de mercado en el sector del sistema de pensiones privatizado. Si el mercado funcionara eficientemente la mayoría de los trabajadores con una AFORE no se concentraría en cinco administradoras, conformando una especie de oligopolio, al acaparar 56% del mercado.

La existencia de problemas de información asimétrica entre las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro y los emisores de instrumentos privados ha impulsado la escasez de los recursos del sistema de pensiones hacia estos instrumentos, provocando la concentración en los públicos; pero lo anterior no sólo se debe a las fallas del mercado, propiciada por la actitud de las sociedades de inversión, sino también al régimen impuesto por las autoridades.

Para resolver tales fallas es necesario un desarrollo más eficiente de estas mismas autoridades, que promuevan reformas como un marco regulatorio que genere incentivos para una distribución más equitativa de los recursos entre los diferentes instrumentos, que resuelvan las fallas en el mercado y traigan como resultado un mercado más completo (a través de la existencia de instrumentos que se adecuen a las características de los fondos) y eficiente.

### *Rendimientos de los fondos de inversión*

Otro aspecto que refleja el desempeño que ha tenido la inversión de los fondos de pensión, son los rendimientos otorgados por las SIEFORES al ahorro de los trabajadores, el cual ha sido superior al de otras sociedades de inversión.

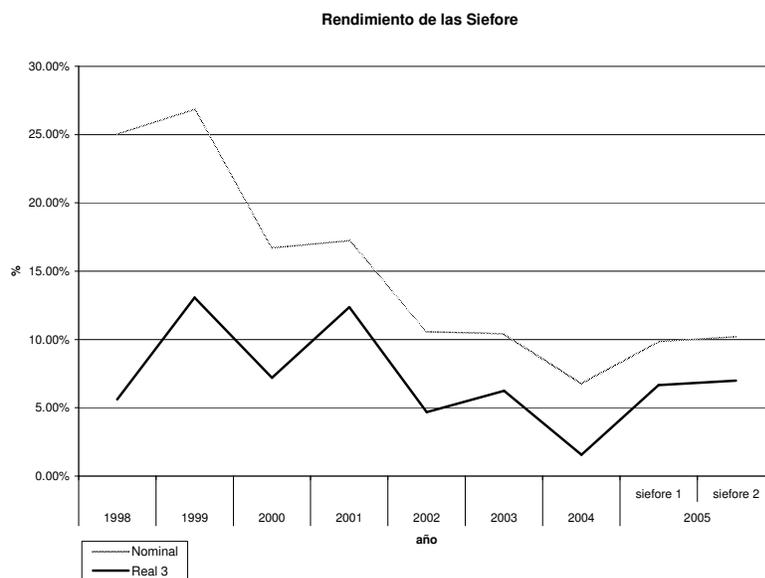
Analizando su comportamiento histórico puede verse que no han seguido una misma tendencia; considerando el rendimiento de las SIEFORES (calculado con base en el incremento del precio de las SIEFORES) y el rendimiento en gestión (rendimiento obtenido por los activos de las SIEFORES antes del cobro de comisiones sobre saldo), se puede ver que ha aumentado en algunos años y disminuido en otros, como se puede observar en las gráficas 3.11a y 3.11b.

Tanto el rendimiento real como el nominal, han seguido la misma trayectoria, -debido a que la inflación durante este período se ha mantenido controlada. Durante 1999 los rendimientos fueron más altos, al siguiente año descendieron, para el 2001 se incrementaron ligeramente, para que del 2002 en adelante los rendimientos nominales y reales fueron descendiendo hasta el 2005 cuando presentaron nuevamente un alza, menor a un punto porcentual.

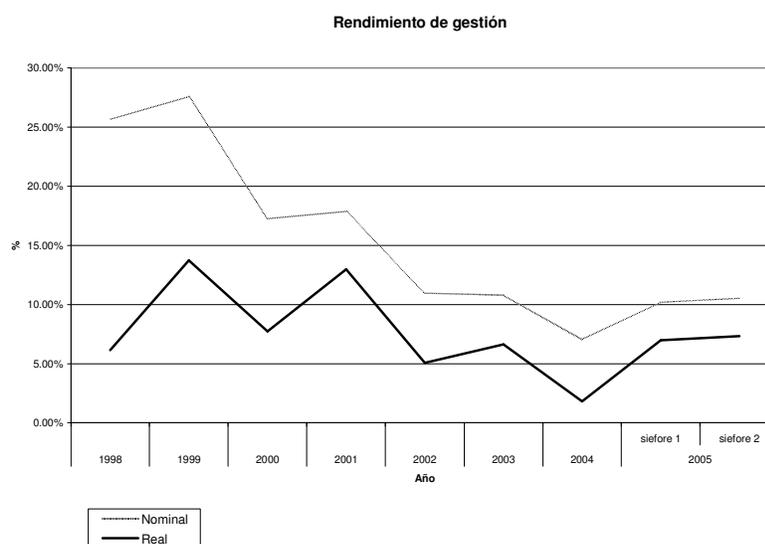
Debido a la concentración en instrumentos públicos, las variaciones en los rendimientos, están relacionadas con los rendimientos relativos de los instrumentos de deuda del gobierno; por ello se puede explicar parte de la disminución del rendimiento otorgado por las SIEFORES que se muestra en la gráfica 3.11.

Gráfica 3.11

a)



b)



Durante estos ocho años, el rendimiento real promedio que han otorgado las SIEFORES a los ahorros de los trabajadores ha sido de 7.20%; porcentaje que se asemeja al rendimiento histórico real del 2005 (véase cuadro 9 de los anexos), que representa la rentabilidad acumulada desde que iniciaron sus operaciones.

A tan sólo ocho años de la reforma, los rendimientos generados se han incrementando de una forma significativa, de acuerdo a la información del Infoconsar (01/2005) de julio del 2005, del total de los recursos manejados por las SIEFORES, el 23.3% representa los rendimientos generados durante este periodo, y el restante 76.6% son las aportaciones hechas por los trabajadores.

En el poco tiempo que lleva el sistema de capitalización, los rendimientos generados por las SIEFORES han logrado acumular casi una cuarta parte de los recursos totales, aunado a la creciente entrada de recursos que se da cada año, los flujos que se manejan por estas instituciones comienzan a ganar un lugar más significativo dentro del sistema financiero mexicano, lo cual, asociado a que los recursos permanecerán por un largo periodo dentro del sistema financiero, representa una importante ventaja, en primer lugar, para todos aquellos elementos que participan en el sistema financiero (empresas, gobierno, instituciones bancarias y de crédito), y en segundo lugar para la economía y la sociedad en general, a través del uso eficiente de tales recursos.

Para que esa ventaja pueda convertirse en beneficios reales y tangibles, es necesaria una serie de modificaciones dentro del sistema financiero, por parte de las instituciones que manejan los recursos y por las autoridades que las regulan; para que en conjunto se promueva el uso eficiente de los recursos provenientes de los fondos de pensión.

## **CAPITULO 4. SITUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO, MARCO REGULATORIO Y REFORMAS A OTROS SISTEMAS DE PENSIONES**

### **4.1 Situación del sistema financiero mexicano**

Después de los importantes cambios que implicó el proceso de liberalización de nuestro sistema financiero, éste se ha ido desarrollando e incorporando a los mercados internacionales. Sin embargo, y a más de una década de la reorganización del sistema financiero y los errores cometidos –como el de la crisis iniciada en diciembre de 1994-, se siguen presentando ineficiencias en su desempeño. Entre los principales problemas se puede mencionar la distribución asimétrica de la información, la gran diferencia entre las tasas de interés activas y pasivas cobradas por las instituciones de banca múltiple, altos costos de transacción y una mala distribución de los recursos, al no dirigirse primordialmente hacia actividades productivas.

Un indicador que se ocupa para analizar el desarrollo del sistema financiero es el que mide el grado de profundización financiera, éste expresa la magnitud del sistema a través del número de operaciones y recursos que maneja. Así, un mercado es más profundo mientras la magnitud de ahorros y operaciones que se realicen dentro de él sea mayor, por ello, entre más demandantes y oferentes existan en los mercados financieros, su profundidad será superior. Esta razón, se obtiene con la siguiente fórmula:

$$\text{Profundización Financiera} = \frac{\text{M4} - \text{billetes y monedas en circulación}}{\text{PIB}}$$

El grado de profundidad de la intermediación financiera muestra como una proporción del PIB el agregado monetario más amplio (M4<sup>1</sup>) menos los billetes y monedas en circulación, que no son productos dentro de los mercados financieros. Así, entre mayor

---

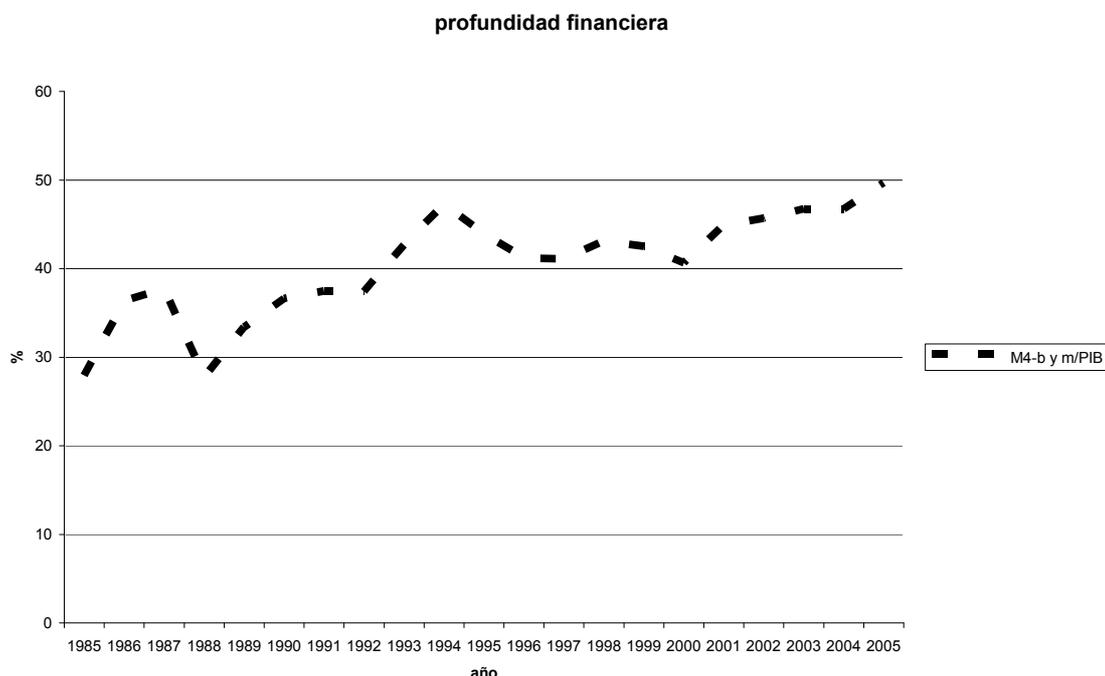
<sup>1</sup> El agregado M4 considera los agregados M1 (Billetes y monedas en poder del público, más cuentas de cheques en moneda nacional en bancos residentes, más las cuentas de cheques en moneda extranjera en bancos residentes, más los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional en bancos residentes.)+ M2 (M1 + activos financieros internos en poder de residentes) + M3(M2+ activos financieros internos en poder de no residentes) y la captación de sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior.

sea este indicador, la posibilidad de que la actividad financiera tenga efectos positivos sobre el aparato productivo, el empleo y la economía en general se incrementará.

Durante los últimos 20 años, el nivel de profundización del sistema financiero mexicano se ha ido incrementando, durante el periodo comprendido entre 1985 y 2005, lo hizo en aproximadamente 22 puntos, pasando en 1985 de 27.91 a 49.68 en el 2005, lo que indica que el sistema financiero es más profundo a pesar de que durante este período ha presentado en algunos años ligeras disminuciones, como se puede ver en la gráfica 4.1.

A partir de los años en que inicia el proceso de liberalización (1988), el índice se incrementó 20 puntos en tan sólo 6 años, hasta 1995, año en que se presentó la crisis mexicana, en donde el indicador disminuyó poco más de 3 puntos, siendo entre 1996 y 2000 un período variado con pequeños aumentos y disminuciones y a partir del 2001 se volvió a incrementar (con excepción del 2004 donde se presentó una ligera disminución) hasta llegar a casi los 50 puntos.

Gráfica 4.1

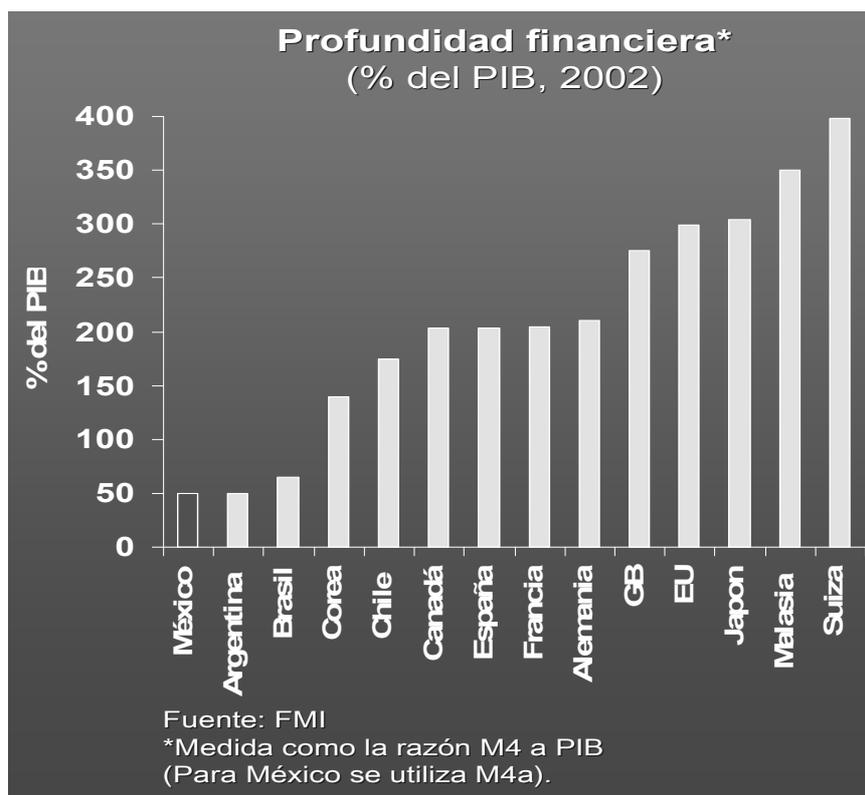


Aunque el nivel de profundidad de nuestro sistema financiero se ha incrementado, éste es muy bajo comparado con el de otros países, como se observa en la gráfica 4.2, el

índice para países en desarrollo como Chile sobrepasa el 100% y en países desarrollados como España, Francia, Canadá y Reino Unido el 200%, siendo el sistema financiero de Suiza (cuyo indicador es mayor al 300%) el de mayor profundidad financiera.

El crecimiento del nivel de profundidad financiera no se ve reflejado en una mejora del aparato productivo y de las demás variables macroeconómicas, si los recursos que implican ese incremento en el índice no son canalizados hacia la inversión productiva. Por ello, a pesar de que la profundización financiera del sistema financiero mexicano se ha incrementado, los resultados en la economía no han sido los esperados, pues las instituciones financieras, principalmente la banca múltiple, no canalizan los recursos captados por los mercados financieros a sectores productivos.

Gráfica 4.2



Por otro lado, no se cuenta con un mercado de capitales completo –el cual mantiene una relación más directa entre los ahorradores y las empresas–, que satisfaga las

necesidades de los demandantes de crédito, es decir las empresas, las cuales pueden capitalizar el ahorro del sistema. Lo anterior también es debido a la escasez de instrumentos adecuados para que el ahorro se convierta en inversión, es decir, instrumentos con mayores plazos que permitan resultados positivos en la economía.

Si consideramos el pensamiento keynesiano, el ahorro es ex post, es decir, que la inversión se da antes que el ahorro, por lo tanto, la falta de inversión productiva se debe a la escasez del crédito por parte de los intermediarios financieros, por ello, es necesario el contar con mercados financieros eficientes, que más allá de captar el ahorro de las unidades superavitarias, lo canalicen hacia aquellas unidades que demandan recursos para la inversión con costos menores, y así se pueda producir una cadena creadora de valor, cuyo fin sea el crecimiento.

No sólo los altos costos de intermediación en nuestro sistema financiero son el obstáculo para que su desempeño traiga resultados para la economía; problemas como la falta de incentivos, un marco regulatorio deficiente, asimetrías en la información y falta de instrumentos financieros adecuados, son necesarios para promover el desarrollo de los mercados, principalmente, el de aquellos que no tienen una participación importante dentro del sistema financiero.

#### ***4.2 El papel del marco regulatorio dentro del sistema financiero***

La participación del Estado no sólo queda en propiciar una economía estable, sino también debe de establecer el marco regulatorio que promueva el desempeño eficiente del sistema financiero, es decir, que lo lleve hacia una mejor y mayor canalización de los recursos, con los menores costos posibles, además de fomentar el ahorro a través de rendimientos más altos y bajos niveles de riesgo.

La regulación y supervisión por parte de las autoridades es un elemento fundamental para el buen desempeño de los mercados financieros, pues éstos deben de buscar proteger a los participantes de las operaciones que se realizan dentro de ellos, y evitar los riesgos sistémicos.

La aplicación de un marco regulatorio que sea eficaz, dependerá de las características de cada sistema y mercado, aunque, dentro del contexto de la globalización se promueve una convergencia hacia un mismo marco de normas y reglas, países como el nuestro, primero deben procurar los reglamentos que se ajusten a las características y necesidades del sistema, para así tratar de resolver los problemas (como las fallas de mercado) que en él se presentan; y así poder consolidarse y alcanzar niveles competitivos.

Un marco legal además de propiciar las bases para las operaciones financieras, proteger y definir las funciones y responsabilidades de los que participan en ellas, debe preservar e impulsar el financiamiento de las unidades que lo demandan, generando la solidez de las instituciones financieras, para otorgar mayor seguridad a los ahorradores, además de fomentar una mejor y más completa distribución de la información.

Para llevar acabo lo anterior, es necesaria la presencia de instituciones que supervisen su desarrollo y comportamiento en conjunto con el cumplimiento de las normas y reglas que los rigen, las cuales necesitan de estructuras y procedimientos (es decir, de los diferentes organismos que conforman las instituciones y los métodos utilizados), para que en conjunto se fomente una mayor seguridad, tanto en los ahorradores como en los que hacen uso de los recursos.

Si estos elementos funcionan adecuadamente promoviendo una mejor distribución de la información y resolviendo las fallas de mercado que se presentan, se podrá otorgar a los participantes del sistema mayores incentivos a través de la disminución de la incertidumbre y por ende del riesgo, además de una mejor definición y establecimiento de los derechos de propiedad, que establezcan las relaciones y mecanismos de enlace entre los diferentes participantes.

Para que se lleven acabo estos procesos de regulación y supervisión es necesaria la intervención de un ente externo al sistema financiero, es decir, del Estado, que a través de las instituciones cree un marco coherente a las características del sistema y al contexto internacional de globalización, que defina los derechos y obligaciones para los intermediarios, los ahorradores y los deudores.

Algunos instrumentos que el Estado puede utilizar para la regulación e intervención en el sistema financiero son: a) Las regulaciones (como el encaje legal y los requerimientos de capital); b) La supervisión prudencial (a través del establecimiento de multas, sanciones, límites de operación, entre otras); c) El seguro de depósito (el Estado ofrece un seguro sobre los depósitos en las instituciones, en caso de que ocurra algún evento de quiebra); d) Préstamos por iliquidez (préstamos hechos por el Banco Central a las instituciones con problemas de insolvencia).

Más específicamente, algunos controles que se pueden utilizar son:

- *Controles macroeconómicos*; para mantener el control sobre la actividad económica en general (requerimientos de reserva, encaje, controles de tasas de interés, restricciones a inversiones extranjeras).
- *Controles de asignación*; para influenciar la asignación de recursos en la economía (programas de préstamos selectivos, requisitos de inversión obligatorios, tasas de interés preferenciales).
- *Controles estructurales para controlar la estructura del sistema financiero* (controles de ingreso y fusión, restricciones geográficas, límites a la gama de actividades de diferentes tipos de instituciones financieras).
- *Controles prudenciales para preservar la seguridad y solidez de instituciones* (niveles mínimos de adecuación de capital, límites de la concentración de riesgos, requisitos para la realización de informes y para el establecimiento de provisiones).
- *Controles de organización*; para asegurar el buen funcionamiento y la integridad de los mercados financieros y el intercambio de información (reglas para el establecimiento de mercados y la participación en éstos, divulgación de información sobre los mercados, niveles técnicos mínimos).
- *Controles de protección*, para proveer protección a los usuarios de los servicios financieros (divulgación de información a los consumidores, fondos de compensación, tareas de mediadores en asuntos de interés público, techos de tasas de interés).

Es a través del establecimiento de regulaciones y de un marco jurídico eficiente como se debe fomentar la inversión productiva, ya sea a través de créditos directos a las empresas con tasas de interés moderadas y de plazos largos, o por medio del mercado de deuda con la emisión de instrumentos de deuda por las mismas empresas; también, por el desarrollo de los mercados de capitales, es decir, el financiamiento a través de la venta de acciones en el mercado de valores.

Una regulación ineficiente e inadecuada trae consigo altos costos de intermediación, en el caso de nuestro país los costos de algunos créditos son muy altos (principalmente los de consumo) al igual que el margen de intermediación de las instituciones bancarias, esto es debido a la falta de una regulación e intervención eficiente de las autoridades para disminuir la diferencia entre las tasas de interés pasivas y activas, y así fomentar el ahorro de las personas dentro del sistema financiero, a través de mayores incentivos para los ahorradores.

En el caso de nuestro país, la falta de incentivos junto con la presencia de información asimétrica han marcado una deficiencia del marco regulatorio y de las instituciones, que no han promovido regulaciones tanto preventivas como correctivas que impulsen la creación de incentivos para que las personas no sólo ahorren, sino que apoyen el desarrollo de otros mercados financieros a través de la inversión en los diferentes mercados e instrumentos, para lo cual se necesita una distribución más equitativa y completa de la información, que evite desequilibrios entre los que participan en las operaciones financieras.

En el actual sistema de pensiones manejado por instituciones privadas, la existencia de un marco regulatorio más acorde a las características de los recursos y de las instituciones que los manejan, podría promover el desarrollo más eficiente del sistema de pensiones, a través de una mejor canalización de los recursos, que rompa con la alta concentración de éstos en instrumentos gubernamentales.

Es necesaria una regulación que promueva la inversión de los recursos (que tienen la característica de ser flujos de entradas constantes y de largos plazos) en instrumentos financieros que aprovechen estas características, es decir, en instrumentos con plazos mayores que puedan ser utilizados, por un lado por las empresas productivas, que

tienen la capacidad de convertir ese ahorro en inversión productiva que impulse el crecimiento de la economía; y por otro lado, por el mismo gobierno, para actividades que promuevan no sólo un crecimiento, sino un desarrollo, a través de la creación de infraestructura, de empleos y de elementos que mejoren el bienestar social.

Durante los ocho años que lleva en vigor la reforma, el régimen de inversión ha sido el que ha obstaculizado esta canalización de los recursos, al imponer los topes máximos de inversión en cada instrumento, por lo cual, en parte, han sido las mismas autoridades las que impiden hacer un uso eficiente de los recursos.

### **4.3 REFORMAS A OTROS SISTEMAS DE PENSIONES**

La seguridad social es un beneficio que el Estado debe proveer a los ciudadanos en cualquier parte del mundo, pero la forma de hacerlo es lo que los diferencia. Los sistemas de pensiones forman parte de la seguridad social, por lo que los gobiernos se han encargado de buscar la mejor forma de proveerlos.

Varios de los países de la Unión Europea tienen en común los problemas actuariales debidos a la diferencia entre los trabajadores activos y los pensionados, resultado del envejecimiento de la población, que dentro de los sistemas de pensiones implica un gasto cada vez mayor para los gobiernos, que cubren la diferencia entre los ingresos y los gastos del sistema de pensiones público.

Ante esta situación, varios países han reformado sus sistemas de pensión, unos han aplicado reformas moderadas mediante procesos paulatinos, otros han optado por reformas que modificaban al sistema. Países como España, Portugal, Austria, Francia, Bélgica y Holanda optaron sólo por ajustes en los planes públicos de reparto como incrementos o reducciones en las cotizaciones, contribuciones y prestaciones.

Por otro lado, países como Reino Unido, Suecia, Italia, Polonia, Hungría, Australia adoptaron reformas más severas en los sistemas públicos, los cuales nunca

desaparecieron, únicamente se complementaron para ofrecer mayores beneficios a los trabajadores.

Italia en 1995 optó por un sistema de reparto de contribuciones definidas de cuentas nacionales, en el cual los trabajadores pagaban contribuciones fijas por una tasa establecida que se depositaba en cuentas individuales de cada trabajador.

La implementación de cuentas financieras (o de capitalización) fue otro modelo aplicado en países europeos durante los últimos años del siglo pasado; el cual, otorga a los trabajadores dos beneficios, uno por parte del plan de reparto público y otro por las cuotas acumuladas individualmente a lo largo de su vida laboral en una cuenta que se invierte en fondos de inversión. Algunos países como Polonia y Hungría han mantenido grandes segmentos del sistema de reparto, a pesar de que han diseñado su sistema de cuentas financieras semejante al modelo aplicado en Chile donde se sustituyó el plan público.

Reino Unido fue de los primeros en aplicar este modelo en 1986, el cual otorgaba un beneficio uniforme cuya magnitud depende de los años cotizados en el sistema, y un beneficio variable que depende de la magnitud de las aportaciones realizadas, y es el trabajador el que elige en que régimen (público o privado) permanecer; así, el Estado tiene una menor posibilidad de interferir en las decisiones de inversión de los fondos de pensión, sin embargo presenta pequeñas deficiencias como los costos de información producidos para que los trabajadores puedan tomar sus decisiones.

En el caso de Suecia, desde 1994 se hicieron obligatorias las cuentas financieras adicionales al anterior modelo de cuentas de contribuciones definidas adoptadas pocos años atrás, la gestión de las cuentas de capitalización individual está a cargo de la seguridad social, quien otorga una pensión de beneficio definido (proveniente del plan de reparto) y una complementaria (derivado de la cuenta individual). Los fondos acumulados en las cuentas individuales son invertidos en fondos de inversión del país elegidos por el trabajador año con año.

Australia aplicó el modelo desde 1992, año a partir del cual se hizo obligatorio el sistema privado de jubilaciones basados en la instauración de sistemas patronales, así, es el empleador el que elige al administrador del fondo, aunque el trabajador puede elegir el fondo donde invertir sus recursos.

En Estados Unidos, desde mediados de la década de los 80'S se reformó el sistema de pensiones para los trabajadores del gobierno federal, los cuales tuvieron la posibilidad de abrir una cuenta individual, a donde se dirige un porcentaje de su salario, la elección de la inversión de los recursos acumulados queda en manos del trabajador, que puede elegir entre tres fondos de inversión, con lo cual protege el valor de los recursos por ser fondos seguros y reduce en gran manera los costos (de gestión, de información, de publicidad, etc.).

Dentro de un contexto enmarcado por un proceso neoliberal, en donde las políticas aplicadas en un país o región son llevadas a cabo en otro diferente y en donde los problemas demográficos han comenzado a preocupar a los gobiernos, las reformas a los sistemas de pensiones se han vuelto una necesidad. Los gobiernos han aplicado reformas que solucionen tales problemas, entre ellas, el manejo privado de las cuentas de pensión como complemento del sistema de reparto público se ha convertido en una de las más utilizadas.

#### **4.2.1 Reformas en América Latina**

Ante la presencia de crisis en los sistemas de pensiones públicos, diversos países de América Latina aplicaron reformas a sus sistemas de pensiones durante los últimos años del siglo XX, con las que buscaban corregir errores del antiguo régimen, ofrecer mejores beneficios para los trabajadores y aprovechar las ventajas del manejo privado de los recursos acumulados a través de su inversión en los sistemas financieros.

Dentro de las reformas llevadas a cabo se reconocen por sus características dos tipos: las estructurales y las no estructurales o paralelas, las primeras consisten en transformar completamente el sistema público, sustituyéndolo por un sistema manejado por instituciones privadas o una combinación de ambos; el segundo tipo de reforma se refiere a modificaciones o pequeños cambios que se le realizan al sistema público para fortalecerlo financieramente a largo plazo, como cuando se incrementa la edad de retiro o las cotizaciones.

Cuadro 4.1 Modelos y características de las reformas de pensiones en América Latina

| Modelo, país y fecha de inicio de la reforma   | Sistema           | Cotización              | Prestación              | Régimen financiero                                 | Administración                  |
|--|-------------------|-------------------------|-------------------------|--|---------------------------------|
| <b>REFORMAS ESTRUCTURALES</b>  |                   |                         |                         |  |                                 |
| <b>Modelo Sustitutivo</b><br>Chile: Mayo 1981<br>Bolivia: Mayo 1997<br>México: Julio 1997<br>El Salvador: Mayo 1998<br>Rep. Dominicana: 2003-06<br>Nicaragua: Marzo 2004   | Privada           | Definida                | No definida             | Capitalización Plena Individual (CPI) <sup>e</sup> | Privada                         |
| <b>Modelo Paralelo</b><br>Perú: Junio 1993<br>Colombia: Abril 1994   | Público o Privado | No definida<br>Definida | Definida<br>No definida | Reparto <sup>a</sup><br>CPI                        | Pública<br>Privada <sup>b</sup> |
| <b>Modelo Mixto</b><br>Argentina: Junio 1994<br>Uruguay: Abril 1996<br>Costa Rica: Mayo 2001<br>Ecuador: Enero 2004  | Público y Privado | No definida<br>Definida | Definida<br>No definida | Reparto <sup>a</sup><br>CPI                        | Pública<br>Múltiple             |
| <b>REFORMAS PARAMÉTRICAS O SIN REFORMA</b><br>Brasil<br>Cuba<br>Guatemala<br>Haití<br>Honduras<br>Panamá<br>Paraguay<br>Venezuela  | Público           | No definida             | Definida <sup>c</sup>   | Reparto o Capitalización Parcial Colectiva (CPP)   | Pública                         |
| <sup>a</sup> En Perú, Argentina y Uruguay, pero CPC en Colombia y Costa Rica.<br><sup>b</sup> Múltiple en México, República Dominicana y Colombia.<br><sup>c</sup> Cotización definida en parte del programa del sector privado en Brasil (cuentas nocionales) |                   |                         |                         |  |                                 |

En América Latina doce países han transformado sus sistemas de pensiones a través de reformas estructurales, dentro de las cuales se pueden diferenciar tres modelos diferentes:

- El sustitutivo, que consiste en el completo reemplazo del régimen público por uno privado, éste se ha llevado a cabo por Chile (1981), Bolivia y México (1997), El Salvador (1998), República Dominicana (2003-2006) y Nicaragua (2004).
- El paralelo, el cual no desaparece el sistema público, sólo lo reforma para que compita con el sistema privado que surgió con la reforma estructural, fue aplicado en Perú (1993) y en Colombia (1994).
- El mixto, que une al sistema público que otorga una pensión básica (beneficio definido) con el sistema privado con una pensión complementaria (prestación no definida). Fue implementado en Argentina (1994), Uruguay (1996), Costa Rica (2001) y Ecuador (2004).

Otros países como Brasil (sólo una parte está manejada por cuentas nacionales privadas), Cuba, Honduras, Haití, Venezuela, Panamá, Guatemala, Paraguay, no han aplicado reformas estructurales a sus sistemas de pensiones, algunos de ellos únicamente han llevado a cabo reformas paralelas que sólo modifican un poco a los sistemas públicos.

#### **4.2.2 La reforma de pensiones en Chile**

Chile fue el primer país de América Latina en instaurar el modelo de capitalización individual en su sistema de pensiones, hoy a más de 20 años de haber entrado en marcha, ha sido el ejemplo a seguir por otros países.

El anterior sistema de pensiones establecido en Chile desde la segunda década del siglo XX, se basaba en el manejo de Cajas de Previsión, que se encargaban de proveer beneficios de asistencia médica, subsidios por enfermedad y pensiones por invalidez y vejez; este sistema era de beneficios definidos, estaba administrado por el Estado y financiado mediante un mecanismo de reparto, en el que los trabajadores activos financiaban las pensiones de los jubilados.

Las diferencias entre los ingresos y los gastos del sistema, la incorporación de nuevos beneficiarios a las instituciones de seguridad sin exigirles los requisitos mínimos, el ineficiente manejo de los recursos y las deficiencias operativas presentadas (disparidad de organismos previsionales, y la sobrecarga de trabajo para las instituciones) fueron las causas que propiciaron la aplicación de una reforma.

En 1981 se implementó una reforma que transformaba el sistema de pensiones, al pasar a un nuevo régimen con cotizaciones definidas y de capitalización individual administrado por instituciones privadas y supervisado por el Estado; con lo cual, el nuevo sistema chileno quedó conformado por tres pilares: el primer pilar estaba a cargo del Estado y se encargaba de un régimen de prestaciones no contributivas (como las pensiones asistenciales para personas de escasos recursos), de los costos de transacción y de los trabajadores que permanecieron en el anterior sistema. El segundo pilar está constituido por las cuentas obligatorias de capitalización individual que son administradas por las instituciones especializadas, y un tercer pilar conformado por las aportaciones que los trabajadores realizan a sus cuentas voluntariamente.

La implementación de la reforma implicó costos que tuvieron que ser cubiertos por el Estado, tales como el financiamiento de los trabajadores que permanecieron en el anterior régimen, el pago de pensiones mínimas garantizadas y los Bonos de Reconocimiento<sup>2</sup>, los cuales se utilizaron como incentivo para que los trabajadores se trasladaran al nuevo sistema.

El manejo de los recursos acumulados en las cuentas de capitalización quedó a cargo de las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP), que son sociedades anónimas que se encargan de administrar los recursos de los fondos de pensión, invertirlos dentro de los mercados financieros y de administrar y otorgar los beneficios obtenidos. La regulación y supervisión del sistema y desempeño de las AFPs lo hace el Estado a través de la Superintendencia de AFP.

Las pensiones que reciben los trabajadores está compuesta por sus cotizaciones realizadas, los rendimientos generados por su inversión, el ahorro voluntario, el bono

---

<sup>2</sup> El Bono de Reconocimiento es un instrumento a través del cual el Estado reconoció las aportaciones acumuladas en el antiguo sistema que es representativo de la pensión que habría recibido en caso de permanecer en el anterior modelo y es pagado en el momento que se jubila o pensiona el trabajador.

de reconocimiento y un subsidio por parte del gobierno; la cual, podrán recibir a través de alguna de las tres opciones que les ofrecen: renta vitalicia inmediata, retiro programado y renta temporal con renta vitalicia diferida.

A más de 20 años de implementada la reforma se puede ver el desempeño que ha tenido el sistema privatizado, el cual desde los primeros años comenzó con resultados positivos al trasladarse la mayoría de los trabajadores que pertenecían al anterior sistema, y a partir de ahí, tanto el número de trabajadores que cotizan como el monto de los recursos acumulados y los rendimientos generados se han incrementado año con año; así, mientras en 1981 los fondos representaban únicamente el 0.9% del PIB, para el 2000 representaban 47% del PIB.

La composición de la cartera de inversión de las AFPs se realiza considerando tres elementos: la evolución de los recursos (ante una mayor entrada de recursos a los mercados financieros se favorece la profundización de éstos); los límites de inversión (los cuales se han ido modificando para ampliar la variedad de instrumentos financieros en los cuales invertir y ofrecer mayores rendimientos); y el desarrollo de los mercados financieros (con mercados más completos y profundos se tiene un mayor desarrollo de la oferta de instrumentos y operaciones eficientes con menores costos y niveles de riesgo).

Así, la cartera de inversión ha variado conforme se desarrolla el sistema, en una primera fase, durante los primeros años del modelo de capitalización, se dio una concentración de los fondos en pagarés de la tesorería y depósitos a plazo; en una segunda fase, los depósitos fueron sustituidos por letras hipotecarias, abarcando más de la mitad de la oferta de estos instrumentos; y en una tercera fase, se incrementó la participación de bonos de empresas e instrumentos internacionales; además las inversiones en acciones también han ido ocupando una mayor proporción de los fondos, en donde los sectores con mayor participación son el eléctrico, telecomunicaciones, industrial y recursos naturales.

Un aspecto importante que se destaca del gobierno chileno fue su capacidad para obtener un mayor beneficio de las características de los recursos de los fondos de pensión al propiciar la creación de instrumentos financieros con bajos niveles de riesgo

–y en algunos casos con el respaldo del gobierno–, que utilizan los recursos para la creación de un mayor beneficio a la sociedad en general y a la economía.

Así, el Estado chileno creó un mercado especial de bonos de largo plazo, en donde las letras hipotecarias<sup>3</sup> eran uno de los instrumentos principales, con lo cual aportaban un importante flujo de recursos al desarrollo del mercado de la vivienda. Otra forma de impulsar el desarrollo de este mercado es a través de la inversión en acciones de empresas inmobiliarias o en cuotas de fondos de inversión inmobiliarios.

El flujo creciente de los recursos de los fondos de pensión dentro del sistema financiero también ha impulsado el desarrollo del mercado de capitales a través de la canalización de un mayor porcentaje del total de los recursos hacia la compra de acciones y bonos de empresas, con los cuales se promueve la asignación más eficiente de los recursos al financiar proyectos productivos, además de que propician un mayor desarrollo de nuevos instrumentos financieros y de las bolsas de valores, que es donde se realizan las operaciones de estos instrumentos.

Otro sector donde se han aprovechado las características de los fondos de pensión ha sido el de la creación de infraestructura, en donde una parte importante se ha manejado a través de concesiones para cubrir el déficit estatal en este rubro, y los recursos del nuevo sistema pueden cubrirlo para que los proyectos de infraestructura se realicen.

La incorporación de los fondos de pensión en la creación de infraestructura en Chile se ha dado en dos etapas, en la primera que comienza en la década de los 80'S, se basa en la compra de acciones y bonos emitidos por las empresas que durante esos años habían pasado por el proceso de privatización (principalmente empresas del sector eléctrico y de telecomunicaciones) y cuyas inversiones durante la primera mitad de los 90'S contribuyeron a que ambos sectores presentaran altos niveles de rentabilidad.

Durante la segunda etapa que se da en la década de los 90'S, los fondos de pensión además de que son invertidos en acciones de bonos y empresas privatizadas, se

---

<sup>3</sup> Las letras hipotecarias son instrumentos financieros que tienen como objetivo financiar créditos hipotecarios para la adquisición de vivienda.

invierten en Bonos de Infraestructura<sup>4</sup> de empresas concesionarias de estos proyectos y en Cuotas de Fondos de Inversión Inmobiliarios y de Desarrollo de Empresas que invierten los recursos en proyectos de infraestructura. En 2001, las AFPs habían adquirido poco más del 52% de los Bonos de Infraestructura de Chile.

Con el desarrollo de los fondos de pensión dentro del sistema financiero y su desempeño en el mercado de capitales, en la vivienda y en la infraestructura, no sólo se ofrece la posibilidad de una mayor diversificación de la cartera de inversión a través de nuevos instrumentos con menores riesgos y mayor rentabilidad como beneficio para los trabajadores que ahorran para su retiro, sino que también se propicia el desarrollo de otros mercados para dar un beneficio a la sociedad en general y para el crecimiento de la economía.

En otros países de América Latina también se promueve, aunque en menor proporción, la inversión de los fondos de pensión en proyectos de infraestructura. En el caso de Argentina, en la Ley del sistema se establece la inversión en este rubro a través de bonos del gobierno, de empresas, fideicomisos y fondos de inversión directa.

En Bolivia se llevan acabo inversiones en infraestructura a través de la compra de instrumentos de deuda emitidos por las empresas que realizan los proyectos. En Colombia, parte de los fondos se han utilizado para financiar proyectos como carreteras y otras obras de infraestructura a través de la inversión de los recursos en bonos emitidos por las concesiones o por las entidades de servicios, titularizaciones de flujos, acciones en privatizaciones y en capitalizaciones de empresas y en acciones sobre proyectos.

En Uruguay, la Ley permite la inversión en estos proyectos a través de instrumentos como las obligaciones negociables y en cuotas de fondos de inversión que inviertan o financien la creación de infraestructura. En México, no se establece específicamente en la Ley la inversión en proyectos de infraestructura, ni se invierten recursos directamente en proyectos que financien este rubro.

---

<sup>4</sup> Los Bonos de Infraestructura son instrumentos de deuda sin opción de pago, creados para financiar la inversión del sector privado en proyectos de infraestructura concesionados. Su plazo es igual al de la concesión y son expresados en Unidades de Fomento. Son emitidos por los concesionarios de obras y están garantizados por pólizas de seguro de Compañías Aseguradoras extranjeras, aislando así, el riesgo de los bonos.

## ***CAPITULO 5. DESEMPEÑO DE LOS RECURSOS DE LOS FONDOS DE PENSIÓN EN EL SISTEMA FINANCIERO Y EN LA ECONOMÍA***

### ***5.1 EFECTOS DE LA REFORMA***

La introducción del sector privado en las pensiones, a parte de tratar de corregir los problemas del sistema público y ofrecer mejores pensiones para los trabajadores, promueve cuatro beneficios generales, los cuales en algunos países como México y El Salvador han sido tomados como objetivos de la reforma:

- La cuantiosa acumulación de capital en los fondos de pensión,
- El incremento en el ahorro nacional,
- El desarrollo del mercado de capitales y nuevos instrumentos financieros que resultan de la diversificación de la cartera,
- Un alto rendimiento de la inversión.

Con la experiencia de aquellos países que aplicaron una reforma estructural a su sistema de pensiones se ha podido evaluar, si en realidad se han producido estos cuatro beneficios, lo cual dependerá del tiempo que lleve funcionando la reforma, el marco regulatorio, la estructura de la economía y de sus mercados financieros.

En el caso del primer beneficio, los recursos acumulados en los fondos de pensión efectivamente se han incrementado con el desarrollo del sistema, y con el paso de los años, estos representarán una mayor proporción del PIB de cada país. En nuestro país los fondos se han incrementado en gran manera en tan sólo ocho años, al pasar de 105,936.2 millones de pesos en 1998 a 834,908.5 millones de pesos en el 2005 (9.96% del PIB del mismo año). Nuestro país, después de Chile es el que ha acumulado una mayor cantidad de recursos en las cuentas de pensión, debido al número de afiliados al sistema, que hasta diciembre del 2005 era de 34,602,320 trabajadores.

Respecto al segundo beneficio, un aumento del ahorro no necesariamente llevará a un incremento de la inversión y crecimiento de la economía, pues cuando el sistema comienza a madurar los ahorros se igualan a las pensiones que se pagan, el ahorro

per se no conduce a una mayor diversificación y a la inversión productiva, pues los recursos pueden destinarse a la compra de instrumentos ya existentes o dirigirse al sector especulativo.

Por otro lado, para asegurar que la reforma incremente el ahorro nacional debe de considerarse los costos fiscales que genera el sistema, pues así se pueden ver los efectos reales de la entrada de los recursos al sistema financiero.

Diversos autores han estudiado la trayectoria de éste en Chile, por ser el país con mayor historia dentro del modelo de capitalización y han concluido que durante los primeros años el ahorro nacional neto (ya descontados los costos fiscales que se producen por la transición) es negativo y es hasta muchos años después<sup>1</sup> cuando poco a poco los flujos entrantes superan los costos y el ahorro nacional es positivo.

La entrada de un importante flujo de recursos provenientes de los fondos de pensión al mercado de capitales puede traer efectos positivos, pues promueve la profundización de los mercados y la creación de nuevos instrumentos; lo anterior se ha podido ver en países como Chile, donde se ha roto con la concentración de los recursos en bonos de deuda pública y un importante porcentaje de los recursos totales se ha canalizado al mercado de capitales, contribuyendo de esta forma a tener mercados más líquidos y maduros, además de que ha creado instrumentos que diversifiquen la cartera de inversión, como son las letras hipotecarias y los bonos de infraestructura.

En México, la concentración de los recursos en instrumentos de deuda pública continúa presente, dejando en desventaja a los instrumentos emitidos por privados, en donde actualmente sólo se invierte alrededor de 12% de los recursos totales; por lo cual no se ha tenido un efecto importante sobre el mercado de capitales y la diversificación de la cartera.

En relación con el cuarto beneficio, diversos autores refutan el hecho de que con el nuevo sistema de pensiones se obtenga una tasa de retorno mayor a la del anterior sistema, pues argumentan que si se consideran los costos cobrados por las administradoras y los costos fiscales, el rendimiento real es menor. Pero si

---

<sup>1</sup> Estudios sobre el caso chileno han estimado que se necesitan 20 años más de los que lleva la reforma hasta hoy para que haya un impacto acumulado neto positivo en el ahorro nacional

consideramos únicamente el rendimiento alcanzado por los fondos de pensión en nuestro país, éste ha sido de los más altos en comparación con otros fondos, lo que se debe a las altas tasas de interés otorgadas por instrumentos del gobierno, donde se han concentrado los recursos; hasta el 2005 el rendimiento real promedio del Fondo 1 fue de 7.33% y del Fondo 2 fue de 8.02%.

De esta manera los resultados de las reformas estructurales en los sistemas de pensión han traído beneficios para las economías, aunque éstas no han sido las esperadas en algunos rubros (como el incremento en el ahorro nacional), en otros han impulsado el desarrollo de mercados y sectores, lo cual está en función de la madurez del sistema, de la capacidad para propiciar la creación de nuevos instrumentos y de las características del marco regulatorio y de inversión en cada sistema.

### **5.1.1 En el ahorro financiero**

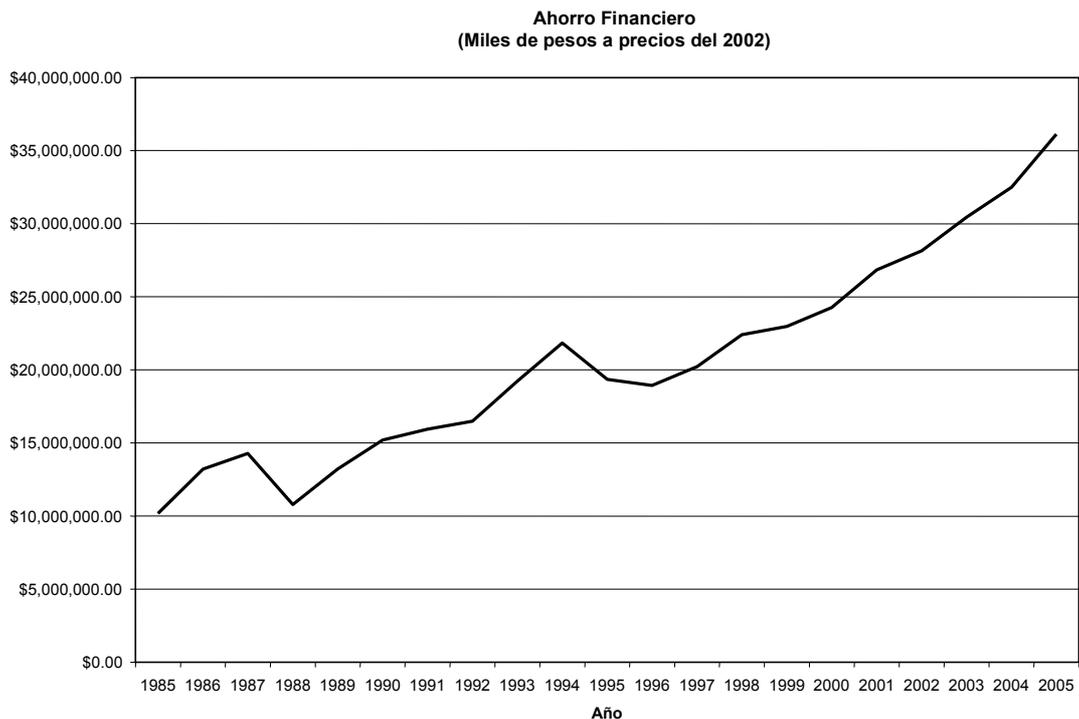
Con la reforma aplicada al sistema de pensiones de los trabajadores afiliados al IMSS de 1997, los recursos acumulados en las cuentas del SAR-92 se trasladaron a las SIEFORES, significando un flujo mayor a los 100,000 millones de pesos que entró al sistema financiero; a partir de esa fecha, el ahorro de los trabajadores se ha ido incrementando, lo que implica un incremento del ahorro en el sistema financiero.

Es importante aclarar que el incremento del *ahorro financiero* no es lo mismo que el incremento del *ahorro nacional*, pues este último es la suma del ahorro público y el ahorro privado, es decir, el ahorro generado por el gobierno, las empresas y las familias; en tanto que el ahorro financiero es el total de los recursos manejados por el sistema financiero; utilizando la metodología del Banco de México se obtiene al restarle al agregado monetario M3 (que considera únicamente los recursos que se manejan dentro del sistema financiero tanto por nacionales como por extranjeros residentes en el país) los activos más líquidos, es decir, los billetes y monedas en circulación.

De acuerdo a lo anterior, después de aplicar la reforma al sistema de pensiones a mediados de 1997, el ahorro financiero se incrementó después de haber disminuido en los dos años anteriores. Como se puede ver en la gráfica 5.1, que considera cifras reales (a precios del 2002), la tendencia del ahorro financiero ha sido creciente desde

el año en que inicia la gráfica (1985), a pesar de que hay periodos en donde ha disminuido como en 1988, 1995 y 1996.

Gráfica 5.1



Considerando el cuadro 5.1, la tasa de crecimiento ha ido variando; dejando ver que a partir del año en que los recursos de las cuentas del SAR de los trabajadores afiliados al IMSS se trasladaron a las AFORES (1997), el ahorro se incrementó, después de que en 1995 y 1996 presentó tasas de crecimiento negativas; después de 1997, el crecimiento ha sido positivo aunque no ha sido de la misma magnitud que en los primeros años, a excepción del 2001 y 2005, donde el crecimiento ha sido superior al 10%.

Con la reforma del sistema de pensiones el ahorro financiero ha continuado incrementándose llegando acumular en el 2005 el mayor flujo de recursos manejado en el sistema financiero (\$4,122,079,872.66 pesos corrientes), a pesar de que las tasas de crecimiento que se han tenido desde 1997 han sido muy variadas.

Cuadro 5.1 Ahorro Financiero (Miles de pesos constantes, 2002=100)

| AÑO                       | M3              | Billetes y monedas | Ahorro Financiero | Tasa de crecimiento |
|---------------------------|-----------------|--------------------|-------------------|---------------------|
| 1985                      | \$11,469,429.63 | \$1,282,945.19     | \$10,186,484.44   |                     |
| 1986                      | \$14,608,911.18 | \$1,393,520.00     | \$13,215,391.18   | 29.73               |
| 1987                      | \$15,709,641.70 | \$1,432,189.82     | \$14,277,451.88   | 8.04                |
| 1988                      | \$12,088,944.90 | \$1,299,181.15     | \$10,789,763.75   | -24.43              |
| 1989                      | \$14,573,420.05 | \$1,368,223.57     | \$13,205,196.48   | 22.39               |
| 1990                      | \$16,684,117.29 | \$1,477,690.87     | \$15,206,426.41   | 15.15               |
| 1991                      | \$17,530,608.00 | \$1,587,550.29     | \$15,943,057.70   | 4.84                |
| 1992                      | \$18,094,651.30 | \$1,611,418.10     | \$16,483,233.20   | 3.39                |
| 1993                      | \$20,881,564.54 | \$1,669,783.20     | \$19,211,781.34   | 16.55               |
| 1994                      | \$23,716,767.78 | \$1,872,121.30     | \$21,844,646.48   | 13.70               |
| 1995                      | \$20,981,496.01 | \$1,622,301.98     | \$19,359,194.03   | -11.38              |
| 1996                      | \$20,414,578.91 | \$1,474,401.97     | \$18,940,176.94   | -2.16               |
| 1997                      | \$21,783,897.59 | \$1,553,870.26     | \$20,230,027.34   | 6.81                |
| 1998                      | \$24,056,871.39 | \$1,650,539.21     | \$22,406,332.18   | 10.76               |
| 1999                      | \$24,991,655.49 | \$2,004,092.26     | \$22,987,563.23   | 2.59                |
| 2000                      | \$26,300,666.61 | \$2,028,939.62     | \$24,271,726.99   | 5.59                |
| 2001                      | \$28,926,599.28 | \$2,084,663.50     | \$26,841,935.78   | 10.59               |
| 2002                      | \$30,464,422.20 | \$2,317,074.29     | \$28,147,347.92   | 4.86                |
| 2003                      | \$32,967,753.38 | \$2,515,698.82     | \$30,452,054.56   | 8.19                |
| 2004                      | \$35,248,279.95 | \$2,745,574.94     | \$32,502,705.01   | 6.73                |
| 2005                      | \$39,085,120.50 | \$2,948,080.55     | \$36,137,039.95   | 11.18               |
| Cifras a precios del 2002 |                 |                    |                   |                     |
| Fuente: BANXICO           |                 |                    |                   |                     |

### 5.1.2 En el mercado de capitales

Uno de los objetivos de la reforma de los fondos de pensión era incrementar el ahorro interno, el cual debería canalizarse a la inversión productiva para conseguir un posterior beneficio en la economía. El mercado de capitales ofrece uno de los caminos más cómodos para lograr que los recursos de los trabajadores se conviertan en inversión productiva.

En este mercado se manejan instrumentos capaces de financiar proyectos de inversión de las empresas; aquí es donde se unen los poseedores de riqueza que en este caso son los fondos de pensión y los demandantes de recursos que son las empresas a través de la emisión de bonos o acciones y en donde los recursos de ambos tienen la característica de ser de largo plazo.

Con la entrada de los recursos provenientes de las cuentas del SAR al sistema financiero se abría la posibilidad de incrementar el ahorro para poder convertirlo en inversión y así poder desarrollar los mercados financieros, pues en la mayoría de los países en desarrollo sus mercados de capitales son débiles, estrictamente regulados y poco desarrollados, lo que les impide funcionar eficientemente y convertir el ahorro en inversión productiva con posteriores beneficios en la economía.

Por lo tanto, no sólo se necesita un flujo mayor de recursos, sino también la participación de las autoridades, que, a través de una mayor diversificación de instituciones financieras y un marco regulatorio, establezcan las condiciones necesarias para que los intermediarios financieros canalicen eficientemente los recursos hacia aquellas unidades que los demandan y puedan traer beneficio para la economía a través de la creación de empleos o el incremento de la producción.

Así, como en el caso de Chile, el Estado fue configurando un mercado de capitales más completo y eficiente a través de la implementación de regulaciones, nuevos instrumentos financieros y procesos operativos más eficaces, que promuevan no sólo la estabilidad de los recursos de los fondos de pensión y el ahorro en el sistema financiero, sino también el desarrollo de otros sectores de la economía, como fue el inmobiliario y la creación de infraestructura.

La proporción de los recursos de los fondos de pensión en nuestro país que se canalizan al mercado de capitales aún es muy reducida, pues sólo representa el 8.5% de los recursos totales.

Lo anterior no sólo implica el problema de la pequeña canalización de recursos a este mercado, sino que también estos recursos se dirigen a la adquisición de acciones de grandes empresas, y por lo tanto no hay financiamiento a las empresas de menor tamaño, como las PyMES, las cuales no tienen el mismo acceso al mercado de valores<sup>2</sup> e implican un mayor riesgo, pero por ser el grupo de empresas que más abundan en nuestro país y que tienen la capacidad de generar empleos y el crecimiento del producto, debería de impulsarse la canalización de recursos a este sector de empresas.

---

<sup>2</sup> En el 2005 se aprobó en la nueva Ley del Mercado de Valores la entrada de medianas empresas a la Bolsa Mexicana de Valores.

Por lo anterior, no sólo se debe promover la entrada de un número mayor de empresas al mercado de valores y a la cartera de inversión de las SIEFORES, sino también impulsar el uso de instrumentos que financien directamente a las empresas, como los bonos emitidos por las mismas empresas.

## **5.2 INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN**

Desde los inicios de la reforma al sistema de pensiones, la cartera de inversión de las SIEFORES ha seguido una misma tendencia, la cual con la evolución del sistema se ha ido modificando poco a poco. Dentro del desarrollo de las SIEFORES se ha producido lo que llaman un “*efecto rebaño*”, por el hecho de que todas las instituciones presentan el mismo comportamiento respecto a sus carteras de inversión, pues la concentración de los recursos en instrumentos públicos ha permanecido y sólo ha presentado pequeñas disminuciones, que dejan en desventaja a los instrumentos privados.

### **5.2.1 Inversión en instrumentos públicos**

Como se ha visto, desde el inicio de la reforma hasta el presente, la inversión de los recursos se ha concentrado en instrumentos de deuda pública a pesar de que se han presentado disminuciones en el porcentaje de recursos invertidos en estos instrumentos (hasta el 2005 poco más del 80% de los recursos está invertido en instrumentos gubernamentales).

Es difícil saber con exactitud el uso que se le ha dado a los recursos canalizados a este tipo de instrumentos, sin embargo, el conocer más acerca de ellos nos da un panorama de la utilización de los recursos.

La mayoría de los 418,841 millones de pesos invertidos hasta diciembre del 2005 en instrumentos de deuda pública se distribuyen principalmente en cuatro instrumentos que son los BONDES, los BONOS, los CETES y los UDIBONOS.

Los BONDES (Bonos de Desarrollo) con plazo de 182 días, son los instrumentos hacia los cuales se canaliza una mayor cantidad de recursos, abarcando 144,931,846.75

pesos; con los cuales adquieren 49.17% del total de la emisión de estos instrumentos. Como se puede ver en el cuadro 5.2, las SIEFORES han aumentado su adquisición de estos instrumentos, a excepción del último año donde disminuyó.

En el 2005, entre la SIEFORE básica 1 y la SIEFORE básica 2 concentraron 40.3% y 32.6% de sus recursos en BONDES, los cuales son títulos de crédito nominativos y negociables, emitidos por el gobierno federal y colocados a descuento por el Banco de México a diversos plazos, y su rendimiento es pagadero por periodos de 28 días a la tasa promedio ponderada de CETES.

Cuadro 5.2 Emisión de BONDES

| AÑO  | BONDES           | En posesión de SIEFORES | Proporción |
|------|------------------|-------------------------|------------|
| 1998 | \$151,835,597.00 | \$34,949,535.55         | 23.02      |
| 1999 | \$337,270,992.00 | \$77,742,486.05         | 23.05      |
| 2000 | \$420,255,890.00 | \$100,817,227.87        | 23.99      |
| 2001 | \$348,988,019.10 | \$136,478,586.37        | 39.11      |
| 2002 | \$343,345,208.00 | \$163,989,775.99        | 47.76      |
| 2003 | \$355,993,559.80 | \$193,602,077.74        | 54.38      |
| 2004 | \$316,298,730.40 | \$196,589,274.00        | 62.15      |
| 2005 | \$294,786,210.00 | \$144,931,846.75        | 49.17      |

Cifras a diciembre de cada año en miles de pesos.

Los BONOS son los segundos instrumentos demandados por las SIEFORES, son bonos con una tasa fija nominal de largo plazo, emitidos por el gobierno federal para su financiamiento. Hasta el 2005, entre la SIEFORE básica 1 y la básica 2 canalizaron 15.7% y 17.8% respectivamente a este instrumento (103,606,854.18 pesos), con lo cual ocupan el 18.39% de la emisión total de Bonos, la cual ha ido evolucionando desde el 2000; como se puede ver en el cuadro 5.3.

Las sociedades de inversión han variado su participación en la compra de estos instrumentos debido a que se ha emitido una mayor cantidad en estos Bonos, así, a partir del 2002 el porcentaje de compra de estos títulos disminuyó, incrementándose nuevamente hasta el 2005.

Cuadro 5.3

| AÑO  | BONOS            | en SIEFORES      | Proporción |
|------|------------------|------------------|------------|
| 2000 | \$34,870,115.70  | \$13,031,868.00  | 37.37      |
| 2001 | \$122,329,819.40 | \$45,219,705.21  | 36.97      |
| 2002 | \$235,088,795.90 | \$54,402,839.37  | 23.14      |
| 2003 | \$360,899,370.90 | \$63,176,351.75  | 17.51      |
| 2004 | \$426,866,818.00 | \$45,220,644.12  | 10.59      |
| 2005 | \$563,353,220.00 | \$103,606,854.18 | 18.39      |

Cifras a diciembre de cada año en miles de pesos.

El tercer instrumento de deuda pública que capta un importante porcentaje de los recursos de las SIEFORES (15.2% de la SIEFORE básica 1 y 16.3% de la básica 2) son los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Como lo muestra el cuadro 5.4, la proporción de la emisión total de CETES que adquieren las sociedades de inversión se ha incrementado, pues en 1998 era de 9.79% y en el 2005 llegó a 22.89%.

Cuadro 5.4

| AÑO  | CETES en circulación | En posesión de las SIUEFORES | Proporción |
|------|----------------------|------------------------------|------------|
| 1998 | \$127,600,334.50     | \$12,496,336.00              | 9.79       |
| 1999 | \$129,044,534.00     | \$10,527,032.00              | 8.16       |
| 2000 | \$175,068,861.00     | \$6,927,817.00               | 3.96       |
| 2001 | \$196,673,885.20     | \$10,574,113.66              | 5.38       |
| 2002 | \$197,438,671.00     | \$12,894,843.25              | 6.53       |
| 2003 | \$212,913,027.00     | \$11,618,231.23              | 5.46       |
| 2004 | \$251,497,975.00     | \$32,518,613.62              | 12.93      |
| 2005 | \$300,028,437.00     | \$68,666,270.32              | 22.89      |

Cifras a diciembre de cada año en miles de pesos.

De esta forma, se dirigen a estos instrumentos 68,666,270.32 pesos. Los CETES son títulos de crédito al portador de corto plazo con diferentes días de vencimiento, en ellos se consigna la obligación del gobierno federal de pagar su valor nominal a su vencimiento. El rendimiento que generan consiste en la diferencia entre el precio de compra y venta, pues se colocan a una tasa de descuento.

Otro instrumento que capta una importante proporción de los recursos que se invierten en deuda pública son los UDIBONOS (Bonos del Gobierno Federal a largo plazo denominados en unidades de inversión), que son títulos de deuda cuya característica esencial es la de proteger a sus tenedores contra el incremento de la inflación al

mantener constante el valor real de su inversión y ofrecerles rendimientos reales; tienen un valor nominal de 100 UDIS, se emiten a un plazo de tres años y su rendimiento es determinado por el mercado.

En el 2005 las SIEFORES canalizaron 48,090,398.47 pesos a estos instrumentos, con los cuales adquirieron el 47.33% de la emisión total (cuadro 5.5); la cual ha ido evolucionando desde 1998, en donde sólo tenían 10.67%.

Cuadro 5.5

| AÑO  | UDIBONOS         | en SIEFORES     | Proporción |
|------|------------------|-----------------|------------|
| 1998 | \$62,833,444.00  | \$6,704,635.00  | 10.67      |
| 1999 | \$80,008,050.00  | \$15,966,613.00 | 19.96      |
| 2000 | \$86,644,593.00  | \$26,258,455.00 | 30.31      |
| 2001 | \$94,846,729.90  | \$23,053,072.11 | 24.31      |
| 2002 | \$99,767,654.40  | \$31,019,499.61 | 31.09      |
| 2003 | \$94,650,908.40  | \$26,939,792.53 | 28.46      |
| 2004 | \$89,799,649.30  | \$31,673,367.00 | 35.27      |
| 2005 | \$101,606,859.00 | \$48,090,398.47 | 47.33      |

Cifras a diciembre de cada año en miles de pesos.

Estos cuatro instrumentos son los que captan la mayor parte de los recursos de los fondos de pensión, pues en la SIEFORE básica 1 captan 81.6% de los recursos destinados a instrumentos de deuda públicos y en la básica 2 se canalizan 75.7%; entre ambos superan los 350,000 millones de pesos; los cuales son utilizados únicamente para financiar el gasto público y su déficit, así como para cubrir las obligaciones derivadas del pago de intereses y la deuda vigente.

Por ello, esta importante cantidad de recursos que representa el 42.75% del total de los fondos acumulados, no es canalizada hacia la actividad productiva, ni para la creación de infraestructura directamente, a pesar de que lo puede hacer de forma indirecta, pues al ser utilizados para financiar el gasto público, parte de los recursos pueden ser utilizados para costear el gasto corriente a través del cual la población puede verse beneficiada, aunque el beneficio no es el mismo al que si los recursos se invirtieran en instrumentos que financien directamente proyectos de infraestructura o que fueran utilizados para crear beneficios para la población en edad avanzada, pues con el paso de los años, este segmento de la población se hace cada vez más grande, por lo tanto el gobierno debe propiciar las bases para que viva en mejores condiciones.

Los Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera (CBIC) y los Pagarés de Indemnización Carretera (PIC), son instrumentos que tienen una menor participación en la cartera de inversión de las SIEFORES, captando entre ambos 36,594.72 millones de pesos. Ambos son bonos que se crearon para refinanciar los intereses y amortización de la deuda del rescate carretero a cargo del Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas (FARAC). Aunque la canalización de recursos a estos instrumentos no supera ni el 10% de la inversión en deuda pública, es importante destacar que estos instrumentos sólo financian la deuda del rescate carretero, más no contribuyen a la creación de nuevas carreteras.

Por otro lado, la cartera de inversión canaliza una pequeña proporción de sus recursos a los instrumentos emitidos por el Banco de México, los Bonos de Regulación Monetaria (BREMS), que son instrumentos que utiliza el Banco para regular la oferta monetaria. En el 2005 entre ambas SIEFORES canalizaron 10.5% de los recursos, es decir, 30,660.70 millones de pesos.

Una menor proporción de recursos se invierte en los Bonos de Protección al Ahorro emitidos por el IPAB (Instituto de Protección al Ahorro Bancario), que se realiza a través de variaciones en el plazo de estos instrumentos (BPAs, BPA 182 y BPAT con pago de intereses trimestrales), a los cuales se destinan 7.8% de la SIEFORE básica 1 y 5.7% de la básica 2, sumando entre ambos 36,484.40 millones de pesos.

La inversión en BPA y BREMS, sólo contribuye a cumplir el objetivo de las instituciones que los emiten, es decir, regular la oferta monetaria y financiar la protección de los bancos, por lo cual los recursos invertidos en estos instrumentos no traen otros beneficios.

La inversión de los recursos de los fondos de pensión en títulos de deuda pública podrían traer mayores beneficios si se invirtieran en instrumentos que generarán un beneficio directo para la población y para la economía. Un ejemplo podría ser invertir en instrumentos como los PIDIREGAS (Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo), a través de los cuales se busca financiamiento para proyectos que aumenten el acervo de capital físico de la nación, es decir, en impulsar la creación de infraestructura y el crecimiento de empresas paraestatales como PEMEX y la CFE.

### **5.2.2 Inversión en instrumentos privados**

Desde inicios de la reforma a las pensiones, la cartera de inversión de las SIEFORES ha dejado en gran desventaja a los instrumentos emitidos por instituciones privadas, a pesar de que éstas tienen mayor capacidad de convertir los recursos en inversión productiva.

A lo largo de los ocho años que lleva la reforma, la inversión en valores privados (instrumentos emitidos por empresas, instituciones bancarias y otras entidades como paraestatales, estados y municipios), se ha incrementado al pasar de 3.21% en 1998 a 16.4% en 2005, siendo los valores emitidos por empresas los que tienen un mayor porcentaje de los recursos, pues la SIEFORE básica 1 tenía 8.93% y la básica 2 invertía 8.50% en estos instrumentos, que significan 97,683 millones de pesos, en tanto que los valores bancarios captan 48,197.33 millones de pesos y las otras entidades 45,619.33 millones de pesos; entre los tres emisores representan únicamente 18.86% de los recursos invertidos en valores públicos.

La inversión en instrumentos emitidos por empresas es la más adecuada para convertir el ahorro de los fondos en inversión productiva, sin embargo, dentro de este segmento de la cartera de inversión también se da una concentración de los recursos en pocos sectores, donde el número de empresas es reducido.

En 2005, 71.3% de los recursos dirigidos a valores privados de la SIEFORE básica 2 se concentran en el sector servicios (donde destacan empresas como América Móvil, Telmex, Televisa, Grupo Carso y Telecom, principalmente) y en el sector de transformación (con empresas como Bimbo, Coca-Cola FEMSA, Cigarrera la Moderna, IMSA, Kimber), que captan 16,614.83 millones de pesos en el sector servicios y 16,190.90 millones en el de la transformación.

Las empresas que conforman el sector de la infraestructura (autopista México-Toluca, ARMER) sólo captan el 7.6% de la SIEFORE 1 y 8.8% de la SIEFORE 2, lo que representa solamente 3,962.98 millones de pesos (sólo 23% de los recursos destinados al sector servicios y 1.11% de los recursos que se canalizan para financiar el déficit del sector público). En tanto que el sector de la construcción (con inversiones en la Terminal Internacional del Aeropuerto de la Cd. de México y Mundo E), sólo

captó 0.9% de la SIEFORE básica 1 y 0.7% de la SIEFORE básica 2, con un total de 330.92 millones de pesos.

De esta forma, podemos ver que a parte de que la cartera de inversión de los fondos de pensión está concentrada en instrumentos gubernamentales, los pocos recursos que se canalizan a los instrumentos privados también están concentrados en pocas empresas de sólo dos sectores (servicios y transformación), dejando una menor proporción para aquellos sectores que a parte de convertir el ahorro en inversión productiva pueden aumentar el acervo físico del país, a través de la creación de infraestructura, como lo podrían hacer el sector de la construcción y de la infraestructura.

A través de la inversión de los fondos de pensión en instrumentos emitidos por instituciones bancarias se puede impulsar la conversión del ahorro en inversión productiva a través del financiamiento que éstas hacen a las empresas de diversos tamaños y sectores; a pesar de esta característica, la proporción de los recursos que se canalizan a estas instituciones es mínima y se distribuye en tres sectores: desarrollo (incluye a instituciones como la Sociedad Hipotecaria Federal y Banobras), SOFOLES (como Casita, Ford, General Motors Company, Crédito y Casa, Metro Financiera e Hipotecaria Nacional) e instituciones de crédito (bancos, aseguradoras y compañías de factoraje).

Hasta el 2005, los títulos del sector de desarrollo son los que captan más recursos, un 50.1% de los recursos en valores bancarios de la SIEFORES básica 1 y 58.8% de la básica 2, que hacen en total 13, 025.84 millones de pesos, sólo un 2.78% de los valores invertidos en instrumentos de deuda pública.

Los instrumentos de las SOFOLES únicamente captan 8,828.53 millones de pesos, provenientes del 40% del Fondo 1 y 39% del Fondo 2. En una menor proporción están los instrumentos de instituciones de crédito, pues sólo captan 1.6% y 2.2% del total de los valores bancarios, con 479.70 millones de pesos.

Lo anterior deja ver la poca proporción de los fondos de pensión que se destinan a los valores bancarios, a pesar de que son otra opción para canalizar el ahorro a la inversión productiva y a la creación de infraestructura.

Aunque es poco mayor que la de valores bancarios, la proporción de recursos destinada a paraestatales, estados y municipios es muy poca, a pesar de que también representa una buena opción para que el ahorro traiga beneficios a la economía. Las paraestatales como PEMEX y la Comisión Federal de Electricidad, en el 2005 sólo captaron 18,259.03 millones de pesos y entre el estado de Chihuahua, el gobierno del Distrito Federal y el municipio de Guadalajara principalmente, captaron únicamente 4,196.77 millones de pesos.

A pesar de que los instrumentos privados, tanto los emitidos por empresas, entidades bancarias, paraestatales, estados y municipios pueden convertir con mayor facilidad el ahorro de los trabajadores en inversión productiva para impulsar el desarrollo de la economía, no se ha aprovechado esta característica, pues aunque es mayor el rendimiento que pueden entregar, su riesgo también es mayor y en los ocho años que lleva la reforma, las SIEFORES han mostrado una mayor preocupación por el riesgo de los instrumentos, dejando de lado el uso que podría dársele a los recursos.

### ***5.3 ULTIMAS REFORMAS AL RÉGIMEN DE INVERSIÓN***

Entre los principales objetivos de cambiar el antiguo sistema de pensiones basado en un régimen de reparto por uno de capitalización individual, estaban el reducir el creciente déficit del gobierno para mantener a los trabajadores jubilados y el otorgar mayores pensiones al llegar la edad de jubilación. Por ello, el propiciar las condiciones necesarias para mantener e incrementar los fondos de pensión durante el tiempo que permanecen dentro del sistema financiero, ha sido la prioridad para las autoridades regulatorias del sistema.

En el período que lleva operando el nuevo sistema de pensiones, se han realizado diversas modificaciones al régimen de inversión con el objetivo de fomentar un sistema que se adecue a las características de los mercados, proporcione una mejor y más amplia información al trabajador, reduzca los costos (comisiones cobradas), dar más opciones de inversión y obtener mayores rendimientos; que en conjunto, ofrezcan mejores beneficios para los trabajadores.

En 2002 se dieron a conocer nuevas reglas que reforzarían el sistema y fomentarían su crecimiento a través de la entrada de nuevos recursos y afiliados. Entre los principales puntos que se establecieron están:

- Permitir a otros trabajadores suscribirse al nuevo sistema;
- Fomentar el ahorro voluntario;
- Medidas para reducir las comisiones;
- Una mayor información para los trabajadores;
- Modificaciones al régimen de inversión; entre las cuales destacan los cambios en los límites de inversión por instrumento y la posibilidad de invertir en valores internacionales extranjeros.

Aunque los anteriores puntos fueron con el objetivo de ofrecer una mayor diversificación de la cartera de las SIEFORES para reducir riesgos y otorgar mayores rendimientos, dejaron de lado las repercusiones sobre la economía nacional, pues si bien el permitir la inversión en instrumentos del exterior puede traer mayores rendimientos, también implica una salida de capital, es decir, una disminución del ahorro que podría ser utilizado dentro del país.

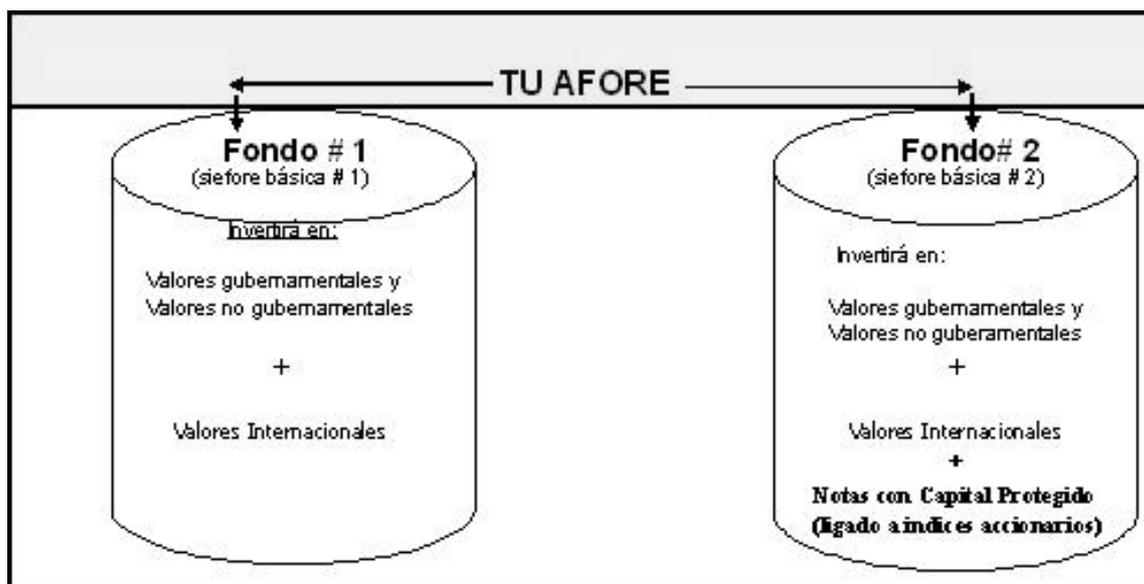
A pesar de que desde 2003 se podía invertir en estos instrumentos, no fue sino hasta marzo del 2005 cuando una AFORE (Fondo Profuturo) invirtió 111.7 millones de pesos. Para diciembre del 2005 se tenían 2,961 millones de pesos invertidos en instrumentos de deuda y de renta variable extranjeros. Dos meses después, en febrero del 2006 el monto se incrementó a más del doble, pues había 8,088.4 millones de pesos invertidos en instrumentos de instituciones financieras, corporaciones y gobiernos extranjeros.

Lo anterior, nos deja ver, que la proporción de recursos que se dirige al exterior se está incrementando, pues en 2005 sólo representaba 0.53% del total de los fondos y para el segundo mes del 2006 representaban 1.45%. Si continua la misma tendencia, los recursos que serán invertidos en el extranjero serán mayores y por ende se reducirán los invertidos en el país, por lo que la posibilidad de que el ahorro se convierta en inversión productiva también disminuye.

Otra importante modificación al sistema de pensiones fue la aprobada en 2004, y que entró en vigor a partir del primero de enero del 2005, la cual se hizo con el mismo objetivo, el otorgar mayores rendimientos a los trabajadores a través de nuevas opciones de inversión.

Entre los principales cambios que implicó esta reforma se encuentran:

- Creación de dos tipos de fondos por cada AFORE (SIEFORE básica 1 y SIEFORE básica 2), con diferentes opciones de inversión, que van de acuerdo a las preferencias y edad del trabajador, el cual podrá elegir en cual estar;
- Los dos fondos además de invertir en valores nacionales, podrán invertir en valores internacionales (con un límite de 20%);
- Sólo el fondo 2 podrá invertir en Instrumentos de Inversión con Capital Protegido al Vencimiento, ligados a Índices Accionarios<sup>3</sup> (su límite de inversión es de 15%).



Las inversiones en renta variable que distinguen al Fondo 2, no se hacen directamente con la compra de acciones, sino a través de Notas con Capital Protegido que invierten en índices conformados por una canasta de diversas acciones y las cuales protegen el capital inicial al vencimiento. A pesar de que en el corto plazo los índices a los que se

<sup>3</sup> Son instrumentos de renta variable, los cuales pueden tener mayor variabilidad a corto plazo, pues su valor depende de las variaciones de los índices a los que están ligados, pero están diseñados para obtener mayores rendimientos y proteger el capital al vencimiento.

fijan presentan más variaciones, en el largo plazo estos instrumentos otorgan mayores rendimientos.

Con lo anterior, efectivamente se pueden conseguir mayores rendimientos que incrementen el ahorro de los trabajadores, pero no se promueve el uso eficiente de los recursos, pues no se están dirigiendo a la inversión productiva ni a la creación de infraestructura.

A pesar de que el objetivo principal de las autoridades regulatorias del sistema de pensiones es el de proteger los recursos de los trabajadores e incrementarlos, éstas también deberían de propiciar las bases para que los recursos puedan cumplir otro objetivo, el de beneficiar a la economía a través de su transformación en inversión productiva.

Por sus características, los fondos de pensión pueden ser el motor para el desarrollo de un mayor ahorro en el sistema financiero que promueva una mayor oferta de instrumentos financieros y el desarrollo de los mercados (principalmente el de capitales), con los cuales se obtengan beneficios para la economía del país y para la población en general, a través del uso eficiente de los recursos.

## **CONCLUSIONES**

Después de la crisis de mediados de la década de los 90'S, donde el sistema financiero mexicano demostró su fragilidad, las autoridades buscaron la forma para fortalecer y promover su desarrollo, donde el incremento del ahorro juega un papel esencial, por ello, en 1996 se aprobó la Nueva Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR), con la que no sólo se buscaba reformar el sistema de pensiones para los trabajadores afiliados al IMSS, sino también incrementar los recursos en el sistema financiero a través del ahorro forzoso que implicaba el nuevo régimen de pensiones, basado en la capitalización individual.

En la nueva LSAR se estableció que los recursos acumulados en los fondos de pensión serían canalizados a la actividad productiva nacional, la mayor generación de empleo, la construcción de vivienda, la creación de infraestructura y el desarrollo regional. A pesar de que es muy corto el período que lleva el sistema para poder criticar los resultados que ha tenido, el análisis de los ocho años que lleva la reforma nos muestra que los objetivos planteados no se están cumpliendo del todo; pues la canalización de los recursos se ha concentrado en instrumentos de deuda pública con lo que no se logra apoyar directamente el desarrollo de ninguno de los rubros planteados en la Ley.

Con la reforma en el sistema de pensiones, el desarrollo del sistema financiero es de especial importancia, pues es el lugar donde se dirigen los recursos. A pesar de que durante las últimas décadas la profundización del sistema financiero mexicano se ha ido incrementando, ésta no se ha reflejado del todo en la economía, debido a que la mayor proporción de recursos no se canaliza a la inversión productiva, como sucede con los fondos de pensión.

De acuerdo con la contabilidad nacional la inversión es la contrapartida del ahorro, por lo cual, si el ahorro total de la economía (compuesto por el ahorro de las familias, de empresas y del Gobierno) se incrementa, los gastos de inversión deberían de incrementarse, para así poder incrementar la capacidad económica y obtener un posterior crecimiento.

A pesar de que el ahorro financiero se ha incrementado, el ahorro contable no ha seguido la misma tendencia, pues hacen referencia a conceptos diferentes (señaladas en el capítulo 5), por lo tanto, los gastos en inversión productiva tampoco han seguido una tendencia positiva. Lo anterior se ha debido por un lado al papel jugado por las autoridades y por otro, al desempeño que han tenido las instituciones financieras.

El modelo económico que han seguido las autoridades durante los últimos años no ha promovido la transformación del ahorro nacional en inversión productiva, pues no han propiciado las bases necesarias a través de las políticas económicas, que incentiven la inversión. Se han preocupado por proteger a las instituciones financieras dejando de lado el supervisar su desempeño como intermediarios financieros.

Por otro lado, el papel que han desempeñado las instituciones financieras tampoco ha sido el que ha promovido la transformación del ahorro en inversión productiva, pues han dejado de lado la función básica que tiene el sistema financiero y sus instituciones, que es el de servir como intermediarios entre las unidades superávitaras y las deficitarias, para que el ahorro de unos se convierta en la inversión de otros. Han permitido que el capital se dirija a la especulación y a otorgar créditos que no traen los mismos beneficios que la inversión productiva.

Por lo anterior no sólo es necesario que los intermediarios financieros faciliten los créditos a empresas, que tienen la capacidad de convertir el ahorro en inversión, si no también que las autoridades a través de políticas fiscales y monetarias establezcan los incentivos necesarios para que el ahorro manejado por las instituciones financieras se dirija a la inversión productiva y no a la especulativa; para que de esta forma los recursos que existen en la economía nacional sean utilizados de forma eficiente y sea menor la necesidad de recurrir a la inversión extranjera.

En suma, se necesitan cambios estructurales en el modelo económico seguido hasta ahora, que modifique el papel que han seguido las instituciones financieras y las autoridades, para que ambas proporcionen los incentivos necesarios para que el ahorro se convierta en inversión productiva y se refleje positivamente en la economía del país.

El análisis de las estadísticas, resultado del cambio en el sistema de pensiones, han mostrado la concentración de los recursos en instrumentos emitidos por el gobierno y por otras instituciones como el IPAB y el Banco de México, dejando una menor proporción a los instrumentos emitidos por instituciones bancarias y empresas privadas. En el 2005, la SIEFORE básica 1 canalizaba 48,907.7 millones de pesos a instrumentos de deuda pública; 5,308.4 millones a los valores privados; 2,790.7 millones en valores bancarios y 2,463.8 en instrumentos emitidos por otras entidades (paraestatales, estados y municipios). En tanto que la SIEFORE básica 2 canalizó a los instrumentos públicos 418,841 millones; 40,449.3 millones a los instrumentos privados, 17,219.94 millones a los valores bancarios y 19,992 millones a los emitidos por otras entidades. Con lo anterior, podemos ver las grandes diferencias que existen entre los diferentes emisores y la marcada concentración en instrumentos públicos, que captan alrededor del 80% del total de los recursos.

Lo anterior, aunado a que la mayoría de los recursos captados por estos instrumentos son utilizados para financiar el déficit público y el pago de la deuda pública, pone un tope a que el ahorro proveniente de los fondos de pensión generen un círculo virtuoso de crecimiento, en el cual este ahorro se convierta en inversión, que incremente la producción, el empleo, el ingreso y el consumo, que lleven a un crecimiento de la economía y a un bienestar social.

A partir de la reforma de 1997, la cantidad de los recursos acumulados en las cuentas del SAR de los trabajadores afiliados al IMSS, pasaron a ser manejados por instituciones privadas, las SIEFORES, cuyo objetivo es mantener el valor de los recursos de los trabajadores a través del tiempo con un rendimiento adicional.

Considerando las teorías del ciclo vital y del ingreso permanente, el ahorro hecho durante la vida laboral del trabajador permitirá que pueda subsidiar sus gastos cuando llegue el período de jubilación; para lo cual, estas instituciones tendrán el objetivo de mantener el valor de los recursos ahorrados a través de la inversión y generación de rendimientos. Para que el sistema funcione eficientemente se debe considerar otros factores, como que el trabajador esté empleado en la mayor parte de su vida laboral, pues de no ser así, no se acumularían los recursos necesarios para su jubilación.

A pesar de que ha crecido el flujo de los recursos del sistema de pensiones privatizado, la canalización de éstos no se ha destinado hacia la inversión productiva, en parte por la falta de un marco regulatorio y de inversión, que, además de adecuarse a las características de los recursos, propicie su canalización eficiente.

Es necesaria, por lo tanto, una regulación que promueva una cartera de inversión más diversificada, que permita la inversión en otros instrumentos y no fije límites de inversión con ventaja para los instrumentos públicos y de plazos cortos. El marco regulatorio, debe adecuarse a las características de los recursos, del sistema financiero y de la economía en la que se desenvuelven, para así, lograr el uso eficiente de los recursos y que el sistema financiero cumpla su función como intermediario y traiga beneficios para la economía.

El marco regulatorio no es el único que promueve la concentración de los recursos, pues existe una importante diferencia entre el límite establecido por el régimen de inversión para instrumentos privados y el porcentaje de recursos que se destinan a estos instrumentos; lo cual, se debe a la actitud adversa al riesgo que han tomado las SIEFORES, al darle una mayor importancia a los niveles de riesgo.

Las características de los instrumentos públicos (bajos niveles de riesgo y tasas de interés superiores) han sido las que han atraído los recursos del sistema de pensiones hacia ellos, pues considerando la actitud de inversión que han tomado las SIEFORES, son éstos instrumentos los que les permiten cumplir con sus objetivos, sin dar importancia a los objetivos que tienen los sistemas financieros.

Al aplicar la reforma al sistema de pensiones con el objetivo, por un lado de remediar la crisis actuarial y las deficiencias del anterior sistema, y por otro lado, promover un mayor ahorro en el sistema financiero –vía el incremento del ahorro forzoso-, para traer beneficios a la economía del país, el Estado, debió establecer primero, las bases necesarias dentro del sistema financiero mexicano para poder cumplir sus objetivos.

En Chile, el Estado ha promovido el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo que se adecuen a las características de los recursos de los fondos de pensión, y así, aprovechar las ventajas que estos ofrecen; además de que no sólo buscan la seguridad de los recursos, sino también su canalización hacia sectores que traen

beneficios para la economía y la sociedad, como lo es el sector de la vivienda y la creación de infraestructura.

En México, el régimen de inversión establecido hasta la actualidad no sólo ha frenado la canalización de los recursos a instrumentos de largo plazo y de emisores privados, sino que también permite la salida de los recursos al invertirse en instrumentos del extranjero, que se hace con el objetivo de diversificar la cartera de las SIEFORES.

La mayor diversificación de la cartera de inversión de estas instituciones podría ofrecerse a través de instrumentos nacionales que se creen y se adecuen a las características de los fondos de pensión, otorgándoles la seguridad que requieren y además un beneficio para las entidades que los emiten y que son demandantes de financiamiento.

A pesar de que se han modificado los regímenes de inversión para ofrecer más instrumentos de inversión que otorguen mayores beneficios para los trabajadores, no se han preocupado por garantizar el resto de los objetivos de la reforma, es decir, los beneficios para la economía a través de la canalización eficiente de los recursos dentro del sistema financiero.

Dentro de las últimas modificaciones, el permitir invertir en instrumentos de capital variable ligados a índices, no canaliza los recursos directamente a la inversión productiva, por lo cual no se cumplen todos los objetivos planteados en la reforma.

Un marco regulatorio eficaz, no sólo debe buscar nuevas opciones de inversión, sino también, generar los incentivos necesarios para que el sistema procure mayores pensiones a los trabajadores a través de menores costos, además de la canalización de los recursos hacia sectores productivos que fomenten el desarrollo económico.

El desarrollo de mercado financieros eficientes y completos, a través de proporcionar un mayor número de instrumentos financieros, menores costos de transacción, información completa e igual para todos los participantes, mercados de capitales más desarrollados, son elementos necesarios para el buen desempeño de los fondos de pensión.

Aunque son pocos los años que lleva la reforma, es importante aprovechar las ventajas que ofrecen los recursos del sistema de pensiones de capitalización individual; cuando éste es joven, los recursos cuentan con la característica de tener un alto grado de liquidez (para poder acceder a más opciones de inversión), pues la mayoría de los trabajadores no demandará sus pensiones en el corto plazo. Por ello, es importante aprovechar esta característica en el presente, cuando los recursos pueden ser invertidos en instrumentos de largo plazo, que impulsen el desarrollo de los mercados financieros, principalmente el mercado de capitales, el cual tiene la opción de poder generar mayores beneficios.

### ***Propuestas***

Para poder hacer un uso eficiente de los recursos provenientes de las cuentas de capitalización del sistema de pensiones y poder cumplir con ambos objetivos, es necesario modificar algunos aspectos de la estructura actual del sistema.

Para el eficiente desarrollo de los sistemas financieros es necesario que los gobiernos propicien la estabilidad macroeconómica del país, que ofrezca mercados financieros más seguros y con menor volatilidad, los cuales atraigan mayores capitales y promuevan mercados más eficientes y completos.

A través de modificaciones en el marco regulatorio se deben fijar nuevos límites de inversión por instrumento y emisor, para eliminar las ventajas en los instrumentos públicos y de corto plazo; de igual forma, debe establecerse que además de que la prioridad sea mantener los recursos de los trabajadores, se considere la inversión en instrumentos que fomenten la creación de infraestructura, inversión productiva y un mayor bienestar para la economía y la sociedad, de esta forma, se estaría canalizando los recursos hacia la actividad productiva y se cumpliría con los dos objetivos de la reforma.

Dentro de las modificaciones al marco regulatorio que promuevan las inversiones en instrumentos privados, se debe proponer la canalización de los recursos hacia el mercado de capitales, propiciando su mayor desarrollo a través de nuevos instrumentos que financien a las empresas directamente, como son los bonos empresariales; al mismo tiempo, debe de procurar eliminar la concentración de la

inversión en instrumentos privados de pocas empresas, permitiendo la entrada a nuevos oferentes con necesidad de financiamiento, como las pequeñas y medianas empresas; cuidando siempre sus niveles de riesgo para mantener el valor presente de los recursos de los trabajadores.

Por otro lado, se deben crear mercados financieros más completos y eficientes, resolviendo problemas como la información asimétrica entre los trabajadores y los inversionistas (SIEFORES), los altos costos para los trabajadores (las comisiones cobradas por las instituciones) y la escasa variedad de instrumentos financieros. Para lo anterior, es necesaria la creación de nuevos instrumentos financieros (principalmente de largo plazo) que canalicen los recursos a proyectos de infraestructura, de sectores específicos como el de la vivienda y a instituciones como los bancos de desarrollo (Nacional Financiera, Banobras, Banrural, Bancomext) que financian el desarrollo de diferentes sectores de la economía.

Para asegurar la demanda de estos instrumentos que financien el desarrollo de la inversión productiva, las autoridades deben establecer el marco regulatorio para ellos, además de que el Estado desempeñe un papel de aval de última instancia para asegurar el mantenimiento de los recursos sin riesgos, que es el principal objetivo que deben cumplir las SIEFORES.

Las autoridades deben de agilizar el proceso de transición que rompa con la concentración de los fondos en instrumentos gubernamentales, para lo cual es importante que el gobierno lleve a cabo un saneamiento de sus finanzas y disminuya su emisión de deuda, para que de esta forma, una mayor proporción de los recursos esté libre para canalizarse a otros instrumentos.

Los títulos de deuda pública son considerados como instrumentos libres de riesgo, que los hace más atractivos para las SIEFORES en comparación con los emitidos por entidades privadas, que tienen un mayor riesgo; por lo tanto, se debería desincentivar la inversión en instrumentos de deuda pública a través de la reducción de los rendimientos que otorgan, para que resulten menos atractivos que el resto de las opciones de inversión.

Parte de los recursos captados por el gobierno a través de títulos de deuda pública, deben ser utilizados para configurar un medio estable y cómodo para el buen desarrollo de las personas de la tercera edad, que con el paso del tiempo, representarán una proporción cada vez mayor de la población total.

Otro aspecto importante dentro de la reforma del sistema de pensiones, es tratar de incrementar sus recursos promoviendo el ahorro voluntario, a través de mayores incentivos y disminuyendo los problemas de información asimétrica que se presentan en el momento en que los trabajadores no cuentan con una información más completa y específica de cómo se manejan sus recursos y cuáles pueden ser los beneficios que pueden obtener.

Así como se busca incrementar los recursos de las cuentas de capitalización individual, también debe de procurarse mantenerlos dentro del sector financiero nacional, no impulsando la inversión en instrumentos extranjeros que faciliten la salida de recursos y una menor demanda para los instrumentos nacionales.

De esta forma, además de mantener los recursos de los trabajadores y ofrecerles mejores pensiones en el momento de su jubilación, se podría cumplir con los objetivos planteados en la Ley, convirtiendo el ahorro forzoso en inversión productiva y en beneficios para la economía y la población en general.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- ANDRAS, Uthoff. La reforma de pensiones en Chile: desafíos pendientes. Santiago de Chile, CEPAL, Serie 112- financiamiento del desarrollo, Julio, 2001.
- APREDA, Rodolfo. Administradoras de fondos de jubilación y pensiones. Argentina, Ediciones Macchi, 1993.
- ARELLANO, Pablo. El efecto de la seguridad social en el ahorro y el desarrollo, en Selección Carmelo Mesa-Lago, La crisis de la seguridad social y la atención a la salud. México, FCE, 1986.
- BEBCZUK, Ricardo. Información asimétrica en mercados financieros. Estados Unidos, Cambridge University Press, 2000.
- BANCO MUNDIAL. Envejecimiento sin crisis. Políticas para la protección de los ancianos y la protección del crecimiento. Washington, D.C., 1994.
- BRUFMAN, Juana y Urbisaia. Implicancias macroeconómicas del sistema integrado de jubilaciones y pensiones. Argentina, Ediciones Macchi, 1997.
- CORDOVA Gutiérrez A. La participación de Afores y el nuevo sistema de pensiones en el desarrollo económico del país. México, Instituto de investigaciones económica y social Lucas Alamán A.C. 1998.
- Diario Oficial de la Federación del 23 de mayo de 1996.
- DORNBUSCH, R. Macroeconomía. 8ª ed., España, Ed. Mc Graw Hill, 2002.
- FABOZZI F. y MODIGLIANI F. Mercados e instituciones financieras. Ed. Prentice Hall, 1996.
- GOMEZ O. y PATLÁN R. Profundidad financiera, banca, ahorro e inversión en México. En Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados. Mantey Anguiano G. y Levy Orlik N. Coordinadoras; UNAM, México, 2003.
- JIMÉNEZ, Adolfo. Las pensiones amenazadas. Barcelona, España, Ed. Galaxia Gutemberg, 1999.
- LEVY, Orlik N., Los efectos de la privatización de los fondos de pensiones en el financiamiento de la inversión y el crecimiento económico en México, en Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados. Mantey Anguiano G. y Levy Orlik N. Coordinadoras; UNAM, México, 2003.
- LEVY, Orlik N. Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión México 1960-1994. DGAPA, UNAM, Facultad de Economía, México, 2001.

- MARTÍN M. y RUIZ M., El inversor y los mercados financieros. Barcelona, España, Ed. Ariel-Economía, 1991.
- MARCEL M. y ARENAS A. Reformas a la seguridad social en Chile. Washington D.C., Serie de monografías 5 del BID, 1991.
- MESA-LAGO, Carmelo, Las reformas de pensiones en América Latina y su impacto en los principios de la seguridad social. Santiago de Chile, CEPAL, Serie 144- financiamiento del desarrollo, Marzo, 2004.
- OLIVER, Ma. Dolores. El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española. España, Ed. Ariel, 1996.
- PASCALÉ, Ricardo. Decisiones financieras. 3ª Ed., Argentina, Ediciones Macci, 1998.
- Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000 de Ernesto Zedillo.
- RAMÍREZ, Solano; Moneda, banca y mercados financieros. México, Ed. Pearson Educación; 2001.
- RODRÍGUEZ, Camacho L., La reforma del Estado y los servicios financieros: el caso del sistema de ahorro para el retiro; en Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina; Coord. Irma Manrique y Teresa López González; México; Colección Jesús Silva Herzog; Ed. Miguel Ángel Porrúa, FES Acatlán, UNAM; 2005.
- RODRÍGUEZ H. y DURÁN V., Costos e incentivos en la organización de un sistema de pensiones. Santiago de Chile, CEPAL-Serie Financiamiento del desarrollo, junio-2000.
- ROJAS, Suárez (Editora), Como lograr sistemas financieros sólidos y seguros en América Latina. Washington, D.C., BID, Julio-1998.
- RUBALCABA L. y GUTIÉRREZ O. Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México. Santiago de Chile, CEPAL, Serie 99- financiamiento del desarrollo, 2000.
- RUÍZ, Moreno A. Las AFORE: el nuevo sistema de ahorro y pensiones. México, Ed. Porrúa, 1997.
- SACHS, Jeffrey. Macroeconomía en la economía global. México, Ed. Pearson Educación, 1994.
- SOLÍS, Leopoldo. Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI. México, Ed. Siglo XXI, 1997.
- Superintendencia de administradoras de fondos de pensiones. El sistemas Chileno de pensiones, Chile, Ed. Limusa, 1996.
- TORRES, López J. Pensiones públicas, ¿Y mañana qué? Barcelona, España, Ed. Ariel, 1996.

- TULLEN, Peter. El financiamiento de las pensiones de la seguridad social: principios, problemas actuales y tendencias, en Selección Carmelo Mesa-Lago, La crisis de la seguridad social y la atención a la salud. México, FCE, 1986.
- VALDÉS, Salvador. Políticas y mercados de pensiones, un texto universitario para América Latina. Chile.

## **Hemerográficas**

- AMPUDIA, Márquez N. Restricción crediticia y baja profundidad financiera: obstáculos para el desarrollo. En Economía Informa, No.337, noviembre-diciembre 2005; Facultad de Economía; UNAM.
- ARELLANO, Bernal. Ley de los sistemas de ahorro para el retiro: modificaciones importantes. En Laboral: la práctica jurídico-administrativa, México, No. 138, Año XII, Marzo, 2004.
- CORTA, Vicente. El sistema de pensiones mexicano a cuatro años de la reforma de la seguridad social. El mercado de valores. México, Mayo 2002, pp. 3-17.
- FOX, Louise y PALMER, Edgard. La reforma del sistema de pensiones en Europa en el decenio de 1990: lecciones para América Latina. Revista de la CEPAL No. 79, Abril, 2003.
- ORTIZ, Palacios L. Desregulación financiera y transformación de los mecanismos de financiamiento y fondeo a la inversión en México. En Economía Informa, No.337, noviembre-diciembre 2005; Facultad de Economía; UNAM.
- PIÑERA, José. La revolución de las pensiones en Chile. En Mercado de Valores, México, Mayo 2002, pp 42-48.
- QUIJANO, José. Fondos de pensión e inversión en infraestructura. En Comercio Exterior, No. 7, Vol. 52, México, Julio 2002, pp 586-596.
- Suplemento mensual de Afores y Siefores en El Financiero, 25 de julio de 1997, Año 1, Núm. 4.
- VANEGA, Rodrigo. Regulación de instrumentos de inversión en las Afores y el caso chileno. Aporta, Suplemento mensual de Afores y Siefores. El Financiero, AÑO 1, No. 2, 23 de mayo de 1997.
- VILLAGÓMEZ, Amezcua A. Las pensiones en México, perspectivas. El mercado de valores. México, Mayo 2002, p. 18-27.
- Boletines informativos de la CONSAR, varios números.

- AMAFORE, Informativo de la Asociación Mexicana de Afores (AMAFORE); número 4; Abril, 2003.
- Comité de Inversiones de la FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión), Pautas de buena regulación de inversiones; Noviembre, 2005.
- Asamblea Extraordinaria de la AMERI (Asociación Mexicana de Relación con Inversionistas); Los fondos de pensiones y el mercado de capitales en México, Noviembre, 2002.

### **Sitios Web**

- [www.consar.gob.mx](http://www.consar.gob.mx)
- [www.conapo.gob.mx](http://www.conapo.gob.mx)
- [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)
- [www.inegi.gob.mx](http://www.inegi.gob.mx)
- [www.imss.gob.mx](http://www.imss.gob.mx)
- [www.fiap.com](http://www.fiap.com)
- [www.cepal.org](http://www.cepal.org)

## ANEXO

### Cuadro 1

Trabajadores registrados totales por AFORE

| AFORE                   | 1998              | 1999              | 2000              | 2001              | 2002              | 2003              | 2004              | 2005              |
|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Banamex Aegon           | 1,568,595         | 1,876,471         | 2,248,343         | 2,640,629         | 5,269,868         | 5,612,068         | 5,822,157         | 5,764,522         |
| Bancomer                | 2,226,239         | 2,480,657         | 2,868,189         | 3,740,168         | 4,353,848         | 4,328,805         | 4,324,299         | 4,334,172         |
| Bancrecer Dresdner      | 607,522           | 626,772           | 659,526           |                   |                   |                   |                   |                   |
| Bitel                   | 1,304,719         | 1,611,047         | 1,868,754         |                   |                   |                   |                   |                   |
| Garante                 | 1,533,250         | 1,694,936         | 1,965,519         | 2,221,535         |                   |                   |                   |                   |
| Génesis Metropolitan    | 141,542           |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Inbursa                 | 369,907           | 380,587           | 391,024           | 1,095,802         | 1,933,297         | 2,120,961         | 2,510,861         | 2,922,137         |
| Principal               | 302,545           | 393,146           | 610,745           | 1,354,032         | 2,198,895         | 3,210,145         | 3,227,762         | 3,302,737         |
| Profuturo GNP           | 1,929,819         | 2,024,466         | 2,098,629         | 2,783,701         | 2,926,609         | 3,122,926         | 3,361,548         | 3,435,110         |
| Santander Mexicano      | 1,968,585         | 2,200,379         | 2,465,735         | 3,218,801         | 3,235,726         | 3,243,683         | 3,176,163         | 3,079,280         |
| Sólida Banorte Generali | 1,190,605         | 1,351,378         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tepeyac                 | 141,282           | 266,730           | 298,820           | 939,437           | 941,511           |                   |                   |                   |
| XXI                     | 423,813           | 484,710           | 579,099           | 1,300,417         | 1,982,478         | 2,218,455         | 2,212,863         | 2,269,297         |
| Zurich                  | 119,251           | 203,224           | 209,113           | 819,498           |                   |                   |                   |                   |
| Banorte Generali        |                   |                   | 1,581,460         | 2,400,764         | 2,610,791         | 2,784,732         | 2,901,588         | 2,997,877         |
| Allianz Dresdner        |                   |                   |                   | 1,282,854         | 1,259,795         | 1,229,392         |                   |                   |
| ING                     |                   |                   |                   | 2,720,896         | 2,708,384         | 2,692,066         | 2,626,500         | 2,497,313         |
| Actinver                |                   |                   |                   |                   |                   | 388,373           | 735,074           | 911,576           |
| Azteca                  |                   |                   |                   |                   |                   | 446,676           | 821,973           | 1,046,881         |
| HSBC                    |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 1,431,790         | 1,643,226         |
| IXE                     |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 163,914           | 183,809           |
| Metlife                 |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 27,439            |
| Invercap                |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 186,944           |
| <b>Total</b>            | <b>13,827,674</b> | <b>15,594,503</b> | <b>17,844,956</b> | <b>26,518,534</b> | <b>29,421,202</b> | <b>31,398,282</b> | <b>33,316,492</b> | <b>34,602,320</b> |

Fuente: CONSAR

### Cuadro 2

Fondos de los trabajadores en las Afores  
(Millones de pesos. Al cierre de diciembre)

|      | Subcuenta RCV | Aportaciones voluntarias | Subcuenta de vivienda | Total     |
|------|---------------|--------------------------|-----------------------|-----------|
| 1998 | 54,470.5      | 46.7                     | 51,419.0              | 105,936.2 |
| 1999 | 104,194.8     | 331.3                    | 81,039.7              | 185,565.7 |
| 2000 | 158,806.2     | 846.0                    | 110,294.0             | 269,946.2 |
| 2001 | 242,242.2     | 1,513.8                  | 148,148.2             | 391,904.2 |
| 2002 | 315,322.4     | 1,900.5                  | 178,808.2             | 496,031.2 |
| 2003 | 392,881.8     | 2,221.3                  | 210,071.6             | 605,174.7 |
| 2004 | 469,145.8     | 2,031.0                  | 246,336.9             | 717,513.8 |
| 2005 | 550,708.2     | 1,914.1                  | 282,286.3             | 834,908.5 |

Fuente: CONSAR

### Cuadro 3

Composición de la cartera de las SIEFORES  
(Millones de pesos. Al cierre de diciembre de cada año)

|      | Cartera total | PORCENTAJES                  |                  |                   |          |            |
|------|---------------|------------------------------|------------------|-------------------|----------|------------|
|      |               | Instrumentos gubernamentales | Valores privados | Valores bancarios | Reportos | Entidades* |
| 1998 | 56,522.36     |                              | 96.7             | 3.05              | 0.16     |            |
| 1999 | 108,527.88    |                              | 97.41            | 2.50              | 0.09     |            |
| 2000 | 163,553.40    |                              | 91.1             | 5.40              | 2.0      | 1.50       |
| 2001 | 248,176.14    |                              | 87.8             | 7.80              | 2.40     | 2.00       |
| 2002 | 324,292.13    |                              | 83.1             | 12.3              | 2.13     | 2.45       |
| 2003 | 401,535.73    |                              | 82.3             | 11.0              | 4.50     | 2.20       |
| 2004 | 478,779.56    | básica 1                     | 100              | -                 | -        | -          |
|      |               | básica 2                     | 82.6             | 9.60              | 4.90     | 2.90       |
| 2005 | 560,434.09    | básica 1                     | 82.2             | 8.93              | 4.70     | 4.14       |
|      |               | básica 2                     | 83.6             | 8.50              | 3.90     | 4.0        |

\* Incluye paraestatales, estados y municipios

Fuente: CONSAR

### Cuadro 3.A

Composición de la cartera de las SIEFORES

|      | Cartera total | Millones de pesos            |                  |                   |            |            |
|------|---------------|------------------------------|------------------|-------------------|------------|------------|
|      |               | Instrumentos gubernamentales | Valores privados | Valores bancarios | Reportos   | Entidades* |
| 1998 | 56,522.36     |                              | 54657.12         | 1723.94           | 90.44      |            |
| 1999 | 108,527.88    |                              | 105717           | 2713.2            | 97.68      |            |
| 2000 | 163,553.40    |                              | 148991.9         | 8851.3            | 3260       | 2450.2     |
| 2001 | 248,176.14    |                              | 218021.3         | 19293.6           | 5980.3     | 4880.8     |
| 2002 | 324,292.13    |                              | 269484.2         | 39952.8           | 6924.5     | 7930.7     |
| 2003 | 401,535.73    |                              | 330462.4         | 44329.9           | 18074.7    | 8668.8     |
| 2004 | 478,779.56    | básica 1                     | 53.1             | -                 | -          | -          |
|      |               | básica 2                     | 395437.4         | 45808.7           | 23509.3    | 13971.1    |
| 2005 | 560,434.09    | básica 1                     | 48907.7          | 5308.4            | 2790.7     | 2463.8     |
|      |               | básica 2                     | 418841           | 40449.3           | 17219.9449 | 19992      |

\* Incluye paraestatales, estados y municipios

#### Cuadro 4

Instrumentos Gubernamentales en las Carteras de las Siefiores Básicas  
(Cifras en millones de pesos al cierre de diciembre de cada año)

|      | PORCENTAJES |           |            |       |          |      |       |        |         |      |       |         |      |     |      |     |          |     |
|------|-------------|-----------|------------|-------|----------|------|-------|--------|---------|------|-------|---------|------|-----|------|-----|----------|-----|
|      | TOTAL       | BONDES 91 | BONDES 182 | BONOS | UDIBONOS | CBIC | CETES | BONDES | BONDEST | PIC  | BREMS | BPA 182 | BPAT | MEX | BPAs | UMS | REPORTOS |     |
| 1998 |             |           |            |       |          |      |       |        |         |      |       |         |      |     |      |     |          |     |
|      | 54,713.64   | 58.9      |            |       | 11.86    |      | 22.04 | 2.9    |         | 0.69 |       |         |      |     |      |     | 0.04     |     |
| 1999 | 105,717.00  | 70.91     |            |       | 14.71    |      | 9.66  | 0.73   |         | 1.09 |       |         |      |     |      |     | 0.31     |     |
| 2000 | 148,991.9   | 56.4      | 10.8       | 8.6   | 17.6     |      | 3.4   | 0.2    | 0.1     | 2.2  | 0.1   |         |      |     | 0.3  | 0.1 |          |     |
| 2001 | 218,021.3   | 27.3      | 34.9       | 16.1  | 10.6     |      | 3.9   |        | 4.6     | 2.1  | 0.5   |         |      |     | 0    |     |          |     |
| 2002 | 269,484.2   | 6.6       | 50.9       | 20.2  | 11.5     | 2.2  | 3.4   |        | 2.5     | 0.9  | 1.4   |         |      |     |      |     | 0.3      |     |
| 2003 | 330,462.4   |           | 56.8       | 19.1  | 8.2      | 6.6  | 3.5   |        | 1.4     | 0.9  | 0.3   | 0.3     | 0.1  |     |      |     |          | 2.9 |
| 2004 | básica 1    | 53.1      |            |       | 88.4     | 0.8  | 2.8   |        |         |      | 2.4   | 5.7     |      |     |      |     |          |     |
|      | básica 2    | 395,437.4 |            |       | 49.3     | 11.3 | 8.2   |        | 0.4     | 0.5  | 8.5   | 1.3     | 1.1  | 3.8 | 0.2  |     |          | 0.5 |
| 2005 | básica 1    | 48,907.7  |            |       | 40.3     | 15.7 | 15.2  |        | 4.2     | 0.4  | 3.6   | 5.5     | 2.2  | 0.8 | 0.1  |     |          | 1.4 |
|      | básica 2    | 418,841.0 |            |       | 32.6     | 17.8 | 16.3  |        | 8.2     | 0.2  | 6.9   | 1.9     | 2.5  | 1.2 | 0.7  |     |          | 2.8 |

#### Cuadro 5.1

Valores de Corporativos en las Carteras de las Siefiores Básicas  
(Cifras en millones de pesos al cierre de diciembre de cada año)

|      | PORCENTAJES |         |       |      |      |        |         |      |     |       |               |                 |          |
|------|-------------|---------|-------|------|------|--------|---------|------|-----|-------|---------------|-----------------|----------|
|      | TOTAL       | TLEVISA | CEMEX | FORD | DESC | TELMEX | PAN-MEX | AMX  | GCC | BIMBO | AMERICA MOVIL | COCA-COLA FEMSA | OTROS    |
| 1998 |             |         |       |      |      |        |         |      |     |       |               |                 |          |
|      | 1,723.90    | ND      | ND    | ND   | ND   | ND     | ND      | ND   | ND  | ND    | ND            | ND              | ND       |
| 1999 | 2,713.19    | ND      | ND    | ND   | ND   | ND     | ND      | ND   | ND  | ND    | ND            | ND              | ND       |
| 2000 | 8,851.3     | 20.3    | 14.8  | 11.1 | 7.7  | 7.4    | 7.5     |      |     |       |               |                 | 31.1 (1) |
| 2001 | 19,293.6    | 10.8    | 15.6  | 16.8 |      | 15.8   |         | 13.1 | 4.7 |       |               |                 | 23.3 (2) |
| 2002 | 39,952.8    | 6       | 14.8  | 12.6 |      | 12.7   |         | 14.9 |     | 9.7   |               |                 | 29.3 (3) |
| 2003 | 44,329.9    | 5.9     | 15.4  |      |      | 10.7   |         |      |     |       | 15.2          | 6.8             | 37.4 (4) |

1 OTROS: IMSA , CUERVO , CIE , COMERCI , EMPAQ , GARSO , GMODERN , VITRO , TELECOM , MUNDOE , ARCOAM , FCOAM , CASITA , HIPNAL .

2 OTROS: PAN-MEX , CUERVO , DESC , IMSA , CIE , HNALCB , COMERCI , GMAC , GMODERN , VITRO , MUNDOE , HOGAR , CASITA , ARCOAM , FCOAM .

3 OTROS: IMSA , GMAC , CHIHOB , GCC , PAN-MEX , CUERVO , CIE , DESC , TELECOM , COMERCI , GARSO , MGUA , CASITCB , HNALCB , GMODERN , METROCB , VITRO , MUNDOE , CASITA , IUSA , ARCOAM , FCOAM .

4 OTROS: IMSA , CARRETERA MEXICO - TOLUCA , KIMBER , ARMEC , CIGARRERA LA MODERNA , GRUPO CEMENTO CHIHUAHUA , GARSO , PANAMCO MEXICO , EMBOTELLADORAS ARCA , CUERVO , CIE , TELECOM , CONTROLADORA COMERCIAL MEXICANA , AUTOPISTAS TIJUANA - MEXICALI , VMMX , DESC , SIGMA , TERMINAL INTERNACIONAL DE AEROPUERTO DE LA CD. DE MEXICO , POSADAS , MAYAB , FERROCARRIL MEXICANO , MEXICANA TECNICOS EN AUTOPISTAS , GRUPO LA MODERNA , TENEDORA NEMAK , MUNDOE , TUNELES CONCESIONADOS DE ACAPULCO , IUSA , SARECB .

ND. No disponible

### Cuadro 5.2

Valores de Corporativos en las Carteras de las dos Siefores básicas 2004-2005  
(Cifras en millones de pesos)

|      |          | TOTAL    | PORCENTAJES            |                             |                       |                              |                           |
|------|----------|----------|------------------------|-----------------------------|-----------------------|------------------------------|---------------------------|
|      |          |          | Servicios <sup>1</sup> | Transformación <sup>2</sup> | Cementos <sup>3</sup> | Infraestructura <sup>4</sup> | Construcción <sup>5</sup> |
| 2004 | básica 1 | -        | -                      | -                           | -                     | -                            | -                         |
|      | básica 2 | 45,808.7 | 39.3                   | 34.6                        | 16.8                  | 8.8                          | 0.5                       |
| 2005 | básica 1 | 5,308.4  | 40.2                   | 34.5                        | 17                    | 7.6                          | 0.9                       |
|      | básica 2 | 40,449.3 | 35.8                   | 35.5                        | 19.2                  | 8.8                          | 0.7                       |

<sup>1</sup> Incluye: AMERICA MOVIL, TELMEX, TELEVISIA, GRUPO CARSO, TELECOM, OTROS.

<sup>2</sup> Incluye: BIMBO, COCA - COLA FEMSA, CIGARRERA LA MODERNA, IMSA, KIMBER, OTROS.

<sup>3</sup> Incluye: CEMEX, GRUPO CEMENTO CHIHUAHUA.

<sup>4</sup> Incluye: AUTOPISTA MEXICO - TOLUCA, ARMEC, OTROS.

<sup>5</sup> Incluye: TERMINAL. INT. DEL AEROPUERTO DE LA CD. DE MEXICO, MUNDO E, OTROS.

### Cuadro 6

Valores Bancarios en las Carteras de las Siefores  
(Cifras en millones de pesos al cierre de diciembre de cada año)

|      |          | TOTAL    | PORCENTAJES |            |         |                          |
|------|----------|----------|-------------|------------|---------|--------------------------|
|      |          |          | CPO's       | Desarrollo | SOFOLÉS | Instituciones de crédito |
| 1998 |          | 90.43    | ND          | ND         | ND      | ND                       |
| 1999 |          | 97.67    | ND          | ND         | ND      | ND                       |
| 2000 |          | 3,260.0  | 13.9        | 52.1       |         | 34                       |
| 2001 |          | 5,980.3  | 28.5        | 56.4       |         | 15.1                     |
| 2002 |          | 6,924.5  | 30.6        | 58.8       |         | 10.6                     |
| 2003 |          | 18,074.7 |             | 54.1       | 45.8    | 0.1                      |
| 2004 | básica 1 | -        | -           | -          | -       | -                        |
|      | básica 2 | 23,509.3 |             | 58.7       | 39.3    | 2                        |
| 2005 | básica 1 | 2,790.7  |             | 50.1       | 40      | 1.6                      |
|      | básica 2 | 19,775.0 |             | 58.8       | 39      | 2.2                      |

<sup>1</sup> Incluye: SOCIEDAD HIPOTECARIA FEDERAL, BANOBRAS.

<sup>2</sup> Incluye: FORD, GENERAL MOTORS COMPANY, CASITA, CREDITO Y CASA, METRO FINANCIERA, HIPOTECARIA NACIONAL.

<sup>3</sup> Incluye: Bancos, aseguradoras y factoraje.

ND: No disponible

### Cuadro 7

Valores de entidades paraestatales, estados y municipios en las Carteras de las Siefores  
(Cifras en millones de pesos al cierre de diciembre de 2003)

|      |          | TOTAL    | PORCENTAJES                |                                   |
|------|----------|----------|----------------------------|-----------------------------------|
|      |          |          | Paraestatales <sup>1</sup> | Estados y Municipios <sup>2</sup> |
| 2003 |          | 8,668.8  | 66.7                       | 34.3                              |
| 2004 | básica 1 | -        | -                          | -                                 |
|      | básica 2 | 13,971.1 | 68.2                       | 31.8                              |
| 2005 | básica 1 | 2,463.8  | 81.4                       | 18.6                              |
|      | básica 2 | 19,992.0 | 81.3                       | 18.7                              |

<sup>1</sup> Incluye: PEMEX, COMISIÓN FEDERAL DE ELECTRICIDAD.

<sup>2</sup> Incluye: EDO. DE CHIHUAHUA, GOBIERNO DEL DISTRITO FEDERAL, MUNICIPIO DE GUADALAJARA, OTROS.

### Cuadro 8

Rentabilidad de las Siefores y rendimiento de gestión  
Promedio del sistema 4

|      |           | Rendimiento de la Siefore <sup>1</sup> |                   | Rendimiento de gestión <sup>2</sup> |                   |
|------|-----------|--|-------------------|-------------------------------------|-------------------|
|      |           | Nominal                                | Real <sup>3</sup> | Nominal                             | Real <sup>3</sup> |
| 1998 |           | 25.02%                                 | 5.62%             | 25.63%                              | 6.14%             |
| 1999 |           | 26.86%                                 | 13.07%            | 27.59%                              | 13.72%            |
| 2000 |           | 16.69%                                 | 7.21%             | 17.26%                              | 7.74%             |
| 2001 |           | 17.25%                                 | 12.38%            | 17.88%                              | 12.99%            |
| 2002 |           | 10.58%                                 | 4.69%             | 10.97%                              | 5.06%             |
| 2003 |           | 10.41%                                 | 6.24%             | 10.81%                              | 6.62%             |
| 2004 |           | 6.75%                                  | 1.57%             | 7.03%                               | 1.83%             |
| 2005 | siefore 1 | 9.86%                                  | 6.67%             | 10.19%                              | 6.99%             |
|      | siefore 2 | 10.20%                                 | 7.00%             | 10.54%                              | 7.33%             |

<sup>1</sup> Es el rendimiento calculado con base en el incremento del precio de la Siefore.

<sup>2</sup> Es el rendimiento que obtuvieron los activos de las Siefores antes de cobro de comisiones sobre saldo.

<sup>3</sup> Para el cálculo del rendimiento real se utilizó la variación del INPC.

<sup>4</sup> Promedio ponderado por el valor de las carteras.

### Cuadro 9

Rentabilidad de las Siefores  
(Rendimientos Históricos<sup>1</sup>)

|      |           | Rendimiento de la Siefore <sup>1</sup> |       |
|------|-----------|--|-------|
|      |           | Nominal                                | Real  |
| 1998 |           | 25.02%                                 | 5.62% |
| 1999 |           | 30.24%                                 | 9.65% |
| 2000 |           | 30.03%                                 | 9.47% |
| 2001 |           | 21.43%                                 | 9.34% |
| 2002 |           | 19.40%                                 | 8.50% |
| 2003 |           | 17.95%                                 | 8.15% |
| 2004 |           | 16.30%                                 | 7.18% |
| 2005 | siefore 1 | 15.48%                                 | 7.03% |
|      | siefore 2 | 15.52%                                 | 7.06% |

<sup>1</sup> Rentabilidad acumulada desde julio de 1997.