



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE CIENCIAS

**El Impacto de la Crisis
Económica Global en los Fondos
de Pensiones de Capitalización
Individual: Los Casos de México
y Chile**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

A C T U A R I A S

P R E S E N T A:

PAMELA MADARIAGA CORTÉS

ERANDI OFELIA ADELA PANIAGUA GÓMEZ



DIRECTOR DE TESIS:

ACT. CARLOS CONTRERAS CRUZ

2012



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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.

Datos del Jurado

1. Datos de alumna
Madariaga
Cortés
Pamela
55421065
Universidad Autónoma de México
Facultad de Ciencias
Actuaría
304209204

Paniagua
Gómez
Erandi Ofelia Adela
56755745
Universidad Nacional Autónoma de México
Facultad de Ciencias
Actuaría
304765412
2. Datos de tutor
Act
Carlos
Contreras
Cruz
3. Datos del sinodal 1
Dra.
María del Pilar
Alonso
Reyes
4. Datos sinodal 2
M en CS
Berenice Patricia
Ramírez
López
5. Datos sinodal 3
Act
Silvia Leticia
Malpica
Flores
6. Datos sinodal 4
Act
César Adrian
Hernández
Viveros

*A las mujeres que nos han ayudado a que esto sea posible y nos han dado un ejemplo de tenacidad, nuestras mami y nuestras abuelitas.
¡Gracias! Las amamos.*

Agradecimientos

Primero que nada le doy gracias a la vida porque he podido llegar a este momento tan importante para mí.

A mi abuelo, que sé que estaría orgulloso de ver lo que he logrado, ¡te adoro!

A mi abuela, por darme ese ejemplo de fuerza y ganas de seguir adelante.

A mi mamá, porque sin ella no habría llegado hasta donde estoy, por los consejos, por respetar mis decisiones y apoyarme siempre. Gracias por enseñarme todo lo que sé.

A esa persona que siempre ha estado a mi lado, gracias Jorge porque sé que tengo tu apoyo, por darme ánimo cuando flaqueo y porque caminamos juntos. ¡Gracias!

A mi compañera de tesis y amiga, por compartir esto, por el apoyo no solo en la facultad también en lo personal, porque después de todo este recorrido eres como mi hermana, gracias a tu familia por adoptarme y aguantarme todo este tiempo.

A mis amigos, Gabriel, Renato, Saida y Miguel, porque empezamos siendo un equipo de trabajo y estudio y terminamos siendo una familia, gracias por su apoyo durante estos 6 años. ¡Los quiero!

A mi hermano, mis primas, mis primos, mis tías y tíos y a mi padre porque sé que cuento con ustedes y que han creído en mí de alguna forma.

Por último, agradezco a todas aquellas personas que sin esperar nada a cambio compartieron su conocimiento y experiencia para apoyarnos en todo esto, a mis profesores de la carrera, a mis sinodales y a mi tutor, gracias Carlos por todo el apoyo.

¡¡¡Gracias!!!

Pamela

Agradecimientos

Antes que nada, tengo que agradecer a Dios que me ha permitido llegar hasta este momento tan importante en mi vida.

A mi madre, cuyo amor, esfuerzo, dedicación y ejemplo me han hecho la mujer que soy hoy. Espero algún día llegar, al menos, a tener la mitad de la fuerza y dar la mitad del amor que da ella.

A mi padre, sin su esfuerzo, amor y trabajo no habría llegado hasta aquí. Gracias.

A mis hermanos, Lupita y Hugo, que siempre tuvieron una sonrisa, una palabra o un abrazo para dar.

A las familias Gómez Mayora y Paniagua Delgado (en estricto orden alfabético) que siempre me apoyaron y tuvieron una palabra de aliento o una consejo para guiarme. Muy en especial a mis tíos Juan, Esperanza, Lilia y Martha. Nunca podré pagar lo que han hecho por mí y por mi familia.

A la pequeña little Pam, mi otra hermana. Gracias por todo, Little. Te quiero mucho.

A Gabriel, Saida, Jorge, Miguel y Renato. Sin su amistad, cariño y sus locuras no habría sobrevivido a la carrera, ni a la vida. Son mi otra familia. Los adoro.

A la familia Cortés, que siempre me recibió en su casa, me apoyó y fue fundamental para la realización y término de esta tesis. Los quiero mucho.

A mis sinodales y tutor, gracias por su tiempo, apoyo, sus críticas y consejos.

ÍNDICE

Objetivo	1
Introducción	2
Capítulo 1: Los sistemas de pensiones y la Capitalización Individual	5
1.1 Nociones previas de Seguridad Social.....	5
1.2 Definición y clasificación de los Sistemas de Pensiones	8
1.3 Objetivo de los Sistemas de Pensiones.....	14
1.4 Los Sistemas de Pensiones de Capitalización Individual	14
1.5 Del Beneficio definido a la capitalización individual	16
1.6 Impacto del sistema de capitalización en la economía nacional y el mercado de capitales	18
1.6.1 Impacto en la economía nacional.....	18
1.6.2 Impacto en el mercado de capitales.....	19
1.7 Situación actual de los Sistemas de Capitalización Individual en Latinoamérica.....	19
Capítulo 2: Sistemas de Pensiones Basado en la Capitalización Individual: Caso México ...	25
2.1 Sumario	25
2.2 Situación Actual	29
2.2.1 Estructura de la Población.....	29
2.2.2 Cobertura.....	30
2.3 Cobertura Legal.....	31
2.4 Elección y Cambio de régimen	31
2.5 Cotizaciones	32
2.6 Organismo recaudador	33
2.7 Prestaciones.....	34
2.7.1 Tipos De Beneficios.....	34
2.7.2 Financiamiento de las Pensiones.....	36
2.7.3 Modalidades de pensión	37
2.7.4 Otros beneficios.....	38
2.8 Administradoras (AFORES).....	38
2.8.1 Objeto.....	38
2.8.2 Funciones.....	38
2.8.3 Requisitos de autorización.....	39
2.8.4 Publicidad e Información	40

2.8.5	Comisiones	41
2.8.6	SIEFORES (Multifondos).....	42
2.8.7	Responsabilidades y obligaciones	45
2.9	Inversión de Recursos	46
2.10	Organismos Control	50
2.11	Garantías del Estado	52
Capítulo 3: Sistema de Pensiones de Capitalización Individual. Caso Chileno.....		53
3.1	Sumario	53
3.2	Situación Actual	56
3.2.1	Estructura de la población Chilena	56
3.2.2	Cobertura.....	56
3.3	Cobertura Legal.....	57
3.4	Elección y Cambio de Régimen	58
3.5	Cotizaciones	58
3.6	Organismo Recaudador	60
3.7	Prestaciones.....	60
3.7.1	Tipos de Beneficios.....	60
3.7.2	Financiamiento de las Pensiones.....	61
3.8	Administradoras.....	64
3.8.1	Objeto.....	64
3.8.2	Funciones.....	64
3.8.3	Requisitos de autorización.....	64
3.8.4	Publicidad e información	65
3.8.5	Comisiones	67
3.8.6	Multifondos	68
3.8.7	Responsabilidades y obligaciones	72
3.9	Inversión de los Recursos.....	72
3.10	Organismos de Control	80
3.11	Garantías del Estado	83
Capítulo 4: La Crisis y sus Efectos en Latinoamérica		85
4.1	La Crisis	85
4.1.1	Origen.....	88
4.2	El impacto de la crisis en América Latina	102
4.2.1	México	109

4.2.2	Chile	111
4.3	Reacción de los Gobiernos Latinoamericanos contra la crisis	113
4.4	De la Recuperación	118
Capítulo 5: Impacto de la Crisis en los Fondos de Pensiones.....		121
5.1	México.....	125
5.1.1	Impacto sobre activos y rentabilidad de los fondos	125
5.1.2	Afiliados y cotizantes	132
5.1.3	Impacto en la regulación	134
5.2	Chile	135
5.2.1	Impacto sobre activos y rentabilidad de los fondos	135
5.2.2	Los afiliados y cotizantes	144
5.2.3	Impacto en la Regulación	146
Capítulo 6: Medición del Impacto de la Crisis en los Multifondos.....		148
Conclusiones.....		153
Bibliografía.....		157

Objetivo

El objetivo de esta tesis es analizar cómo impactó la crisis económica al sistema de pensiones en México y Chile, considerando como factor preponderante su regulación y su respuesta ante la crisis.

Creemos que esta crisis puso en duda el funcionamiento y regulación de los sistemas de pensiones, especialmente en cuanto a su forma de inversión y su capacidad de reaccionar ante situaciones de ese tipo.

Es importante aclarar que se analizará el efecto en las pensiones en México, porque en este país se requiere un sistema acorde con su realidad económica; y sobretodo prevenir los riesgos causados por la inestabilidad económica en época de crisis; y en cuanto a Chile, porque su sistema de pensiones fue el que mostró mejor capacidad de recuperación ante la crisis mundial de 2008.

Por lo anterior, primero se buscará plantear y desarrollar, qué son los sistemas de pensiones y su clasificación, el funcionamiento de los sistemas de capitalización individual, la situación actual de los sistemas de pensiones en estos dos países, para poder entrar de lleno en el impacto de la crisis en la regulación de los sistemas y los efectos en los fondos de pensiones derivados de los cambios en su regulación.

Introducción

Los ciclos económicos son oscilaciones recurrentes de la economía en las que una fase de expansión va seguida de otra de contracción. Un ciclo consiste de expansiones que tienen lugar aproximadamente a la vez en muchas actividades económicas, seguidas por recesiones, contracciones y recuperaciones igualmente generales que confluyen en la fase de expansión del ciclo siguiente; la secuencia de cambios es recurrente pero no periódica seguida a su vez de expansión y así sucesivamente. La contracción genera como resultado una crisis económica que afecta en forma negativa la economía de millones de personas (Burns A.F. y W. C. Mitchell, 1946).

Puede considerarse cada ciclo constituido por cuatro fases:

- a) Auge: Es el momento más elevado del ciclo económico. En este punto se producen una serie de rigideces que interrumpen el crecimiento de la economía, propiciando el comienzo de una fase de recesión.
- b) Recesión: Corresponde a la fase descendente del ciclo. En la recesión se produce una caída importante de la inversión, la producción y el empleo. Una crisis es una recesión particularmente abrupta. Si además durante la recesión la economía cae por debajo del nivel mínimo de la recesión anterior se está frente a una contracción.
- c) Depresión: el punto más bajo del ciclo. Se caracteriza por un alto nivel de desempleo y una baja demanda de los consumidores en relación con la capacidad productiva de bienes de consumo. Durante esta fase los precios bajan o permanecen estables.
- d) Recuperación o reactivación: Es la fase ascendente del ciclo. Se produce una renovación del capital que tiene efectos multiplicadores sobre la actividad económica generando una fase de crecimiento económico y por tanto de superación de la crisis. La economía está en expansión cuando la actividad general en la fase de recuperación supera el auge del ciclo económico inmediatamente anterior.

Una crisis económica es la fase más depresiva de la evolución de un proceso económico recesivo. Por recesión se entiende el movimiento cíclico descendente de la economía, que comprende, por lo menos, dos trimestres de continua disminución del Producto Nacional Bruto real.

Existen varios tipos: crisis cíclicas, energética, de petróleo, de suministros, de oferta, de demanda, financiera, burbuja, entre otras.

Crisis financiera es la crisis económica que tiene como principal factor la crisis del sistema financiero, es decir, no tanto la economía productiva de bienes tangibles (industria, agricultura), que puede verse afectada o ser la causa estructural, pero no es el centro u origen inmediato de la crisis; sino fundamentalmente el sistema bancario, el sistema monetario o ambos.

La crisis financiera de 2008 tuvo su origen en Estados Unidos. Entre los principales factores causantes de la crisis están los altos precios de las materias primas, la sobrevalorización del producto, una crisis alimentaria mundial y energética, una elevada inflación planetaria y la amenaza de una recesión en todo el mundo, así como una crisis crediticia, hipotecaria y de confianza en los mercados. Esta crisis ha sido señalada por muchos especialistas internacionales como la “crisis de los países desarrollados”, ya que sus consecuencias se observan fundamentalmente en los países más ricos del mundo.

Para los fines de esta tesis, el enfoque será hacia la crisis financiera que tuvo lugar en 2008 y a analizar el impacto de ésta en los fondos de pensiones de México y Chile, cuya base de financiamiento es la capitalización individual, debido entre otras causas, a que los organismos supervisores de dichos países (Superintendencia de Pensiones y Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro) han incluido en su regulación la posibilidad de invertir los fondos en instrumentos de riesgo moderado y alto.

En la seguridad social, se denomina capitalización individual, a un sistema de ahorro personal para la vejez. Como estrategia para prevenir la incapacidad laboral que produce la vejez, el sistema se distingue del régimen de reparto público, en el hecho de que mientras éste está organizado a partir por un mecanismo de solidaridad, el sistema de capitalización está apoyado en un mecanismo de ahorro exclusivamente individual. En varios países el sistema de capitalización individual existe como opción voluntaria, organizado por empresas de seguro privadas, con el fin de complementar el sistema público de reparto.

En 1981, la dictadura militar encabezada por Augusto Pinochet, aplicando teorías económicas de libre empresa de la Universidad de Chicago, y el asesoramiento del economista estadounidense Milton Friedman, impuso en Chile un sistema obligatorio de capitalización individual para la vejez, administrado por empresas privadas con fines de lucro, con el fin adicional de formar un mercado de capitales.

A comienzos de la década de 1990 el Banco Mundial impulsó a los países en vías de desarrollo a adoptar el modelo de capitalización chileno, algo que hicieron algunos otros países latinoamericanos, como Argentina y Uruguay, y de Europa del este, como Polonia.

En la segunda mitad de la década de 1990, el propio Banco Mundial y organismos internacionales como la Organización Internacional del Trabajo (OIT), y gran cantidad de partidos políticos, organizaciones no gubernamentales y académicos, comenzaron a cuestionar los desequilibrios y el mal funcionamiento del sistema de capitalización, recomendando su anulación o reformas radicales, como la necesidad de que el Estado aporte fondos sustanciales para garantizar que las prestaciones alcancen un mínimo que permita la supervivencia de los jubilados.

En México, este sistema entró en vigor en 1997 con la nueva ley del Seguro Social y en 2007 para ISSSTE.

A lo largo de este trabajo iremos analizando y realizando conexiones entre el sistema de pensiones de capitalización individual de México y Chile con la crisis global de 2008; así como cuantificar el impacto de la misma.

En el capítulo I “Los Sistemas de Pensiones y la Capitalización Individual” se hace un repaso los principios de la seguridad social, se estudian los principales sistemas de pensiones y su financiamiento, así como los beneficios que éstos otorgan, enfocándonos primordialmente al sistema de capitalización individual.

El capítulo II hace referencia al sistema de pensiones mexicano, tanto para el IMSS como para el ISSSTE y el capítulo III al sistema chileno. En ambos casos se trata la situación demográfica actual del país, cobertura, cotizaciones, organismos recaudadores, prestaciones, administradoras y multifondos.

El capítulo IV trata la crisis mundial de 2008, antecedentes históricos, origen, desarrollo, su impacto en Latinoamérica y la “recuperación”.

En el capítulo V se analiza el impacto de la crisis sobre los fondos de pensiones de capitalización individual en Latinoamérica; estudiando con detenimiento los casos de México y Chile.

El capítulo VI tiene como objetivo determinar la existencia de un factor que resultara determinante en la mayor o menor variación en los rendimientos de los multifondos.

En las conclusiones presentamos un análisis los resultados de lo analizado en el capítulo VI así como reflexiones sobre lo planteado a lo largo de la tesis.

Capítulo 1: Los sistemas de pensiones y la Capitalización Individual

1.1 Nociones previas de Seguridad Social

Para poder analizar con la debida profundidad los sistemas de pensiones, tanto en México como en Chile, es necesario tener claros algunos conceptos básicos de Seguridad Social, estableciendo de esta manera un panorama de los beneficios que otorgan las instituciones que los brindan.

Por Seguridad Social se entiende el conjunto de medidas previsivas que conducen a garantizar a los habitantes de un país los medios económicos para lograr las condiciones mínimas de comodidad, salud, educación y recreación necesarias; y las providencias contra una serie de riesgos inherentes a la vida moderna, tales como el desempleo, la enfermedad profesional o de otro origen, la invalidez total o parcial, la ancianidad, la educación a los niños, los derivados de la muerte del jefe de familia, entre otros (Zuñiga, 1963).

La Organización Internacional del Trabajo (OIT), en un documento publicado en 1991 denominado “Administración de la Seguridad Social” definió a la Seguridad Social como: “la protección que la sociedad proporciona a sus miembros mediante una serie de medidas públicas contra las privaciones económicas y sociales que, de no ser así, ocasionarían la desaparición o una fuerte reducción de sus ingresos por causas de enfermedad, maternidad, accidente de trabajo o enfermedad laboral, desempleo, invalidez, vejez y muerte; y también la protección en forma de asistencia médica y de ayuda a los familiares con hijos”.

El objetivo principal de la Seguridad Social es lograr la protección del desvalido frente a la ley, garantizando el derecho humano a la salud, la asistencia médica, la protección de los medios de subsistencia y los servicios sociales necesarios para el bienestar social y colectivo.

Para ofrecer Seguridad Social a los habitantes de un país, se establecieron distintos regímenes:

1. Regímenes Universales

Hay países que han escogido otra forma de seguridad social: la financiación directa por parte de Estado, en su totalidad al menos en una fuerte proporción, de prestaciones uniformes para todos los residentes del país que pertenezcan a categorías prescritas. Las prestaciones pueden consistir, por ejemplo, en una pensión para todos los ancianos, inválidos, huérfanos o viudas residentes. De manera análoga, en algunos países existe un servicio nacional de salud gracias al cual todos pueden recibir asistencia médica sin estar sujetos al pago de cotización alguna y sin tener que demostrar que carecen de recursos.

2. Regímenes de Asistencia Social

En algunos países, en particular los escandinavos, la seguridad social comenzó con regímenes de lo que hoy se llama “asistencia social”, financiados por el erario nacional y no mediante cotizaciones de los afiliados, y con prestaciones cuyo monto se ajustaba según los recursos de que dispusieran los beneficiarios. Los ancianos fueron los primeros a quienes se protegió de esa manera, extendiéndose después la asistencia a los enfermos, los inválidos, los sobrevivientes y los desempleados, en este orden. Por lo general, la protección dada por el Estado por conducto de la

asistencia social fue reemplazada andando el tiempo por algún régimen contributivo de seguro social, si bien en algunos países, Australia y Nueva Zelanda por ejemplo, instauraron regímenes completos de seguridad social mediante la unificación de una serie de programas de asistencia social.

Aun en ciertos países que han implantado el seguro social existe algún tipo de asistencia social que hace las veces de cuerda salvavidas para aquellas personas que por una u otra razón quedan excluidas del campo de aplicación del seguro o que perciben de éstas prestaciones insuficientes para satisfacer sus necesidades.

Las principales características de la asistencia social son:

- a. El gobierno nacional o local, que administra el régimen sufraga la totalidad de su costo;
- b. La percepción de las prestaciones es un derecho reconocido por la ley cuando se dan los casos de necesidad prescritos;
- c. Al evaluar la necesidad se tienen en cuenta los otros ingresos que percibe la persona y los recursos que posee, si bien algunos de éstos últimos, como ahorros razonables, pueden no tomarse en consideración;
- d. Las prestaciones que se conceden tienen por objeto aumentar el total de ingresos de los beneficiarios hasta cierto mínimo fijado por la sociedad, habida cuenta asimismo de factores como el tamaño de la familia y determinadas obligaciones fijas ineludibles, el pago del alquiler por ejemplo;
- e. Las prestaciones no guardan relación con las ganancias anteriores de los beneficiarios ni con sus niveles de vida normales;
- f. Por último, la asistencia social en el sentido en que se utiliza aquí, presenta indudables similitudes con la que se lleva a cabo por medio de asistentes sociales, dado que entra en acción sólo al presentarse determinados problemas y que, a diferencia del seguro social puede ejercerse cierta discreción al fijar el monto de sus prestaciones, aunque claro está, dentro de los límites impuestos por los derechos determinados por la legislación.

3. Regímenes de Seguro Social

El primer régimen amplio de seguro social fue instituido en Alemania por el Gobierno de Bismarck entre 1883 y 1889, si bien treinta años antes varios estados alemanes ya ayudaban a sus municipios a establecer cajas de enfermedad a las que los trabajadores podrían ser obligados a contribuir. Por consiguiente, el principio del seguro obligatorio ya se aplicaba, aunque el único cotizante era el asegurado. El primer elemento del régimen fue el seguro de enfermedad, que comenzó en 1883 y era administrado por mutualidades ya existentes. En 1884 se inició el seguro de accidente de trabajo y enfermedad profesional, cuya administración se confió a las asociaciones de empleadores. En 1889 se creó el seguro de invalidez y vejez, que administraban las autoridades provinciales. Tanto los trabajadores como los empleadores y el Estado desempeñaban un papel y tenían voz en la dirección del régimen en su conjunto. El seguro social, como su nombre indica, se financiaba mediante cotizaciones. La afiliación era obligatoria para todos los asalariados a los que estaba destinado: varones y mujeres, jóvenes y ancianos, calificados y no calificados, y cualquiera que fuera el estado de su salud. Ahora todos ellos, que hasta entonces no habían tenido casi ningún recurso al cual recurrir, salvo la legislación de beneficencia, estaban protegidos por un régimen de prestaciones garantizadas y liberados del temor del asilo y de la necesidad de probar, para obtener ayuda, que carecían de recursos. El principio del seguro fue una expresión de la solidaridad entre trabajadores (las cotizaciones que periódicamente abonaban todos servían para sostener a cualquiera de ellos en un momento de necesidad) y del interés que tanto ellos como los

empleadores tenían que financiar un régimen que en realidad era beneficioso tanto para unos como para otros.

En Europa y otros continentes se siguió el ejemplo de Alemania, y en la década de 1930 el seguro social se había extendido a América Latina, Estados Unidos y Canadá; implementándose después de la segunda guerra mundial en muchos países de África, Asia y el Caribe que se independizaron entonces.

Entre los distintos regímenes existen ciertas diferencias, pero hay elementos que caracterizan al seguro social y que pueden resumirse como sigue:

- a. La financiación se asegura mediante cotizaciones, comúnmente tanto de empleadores como de los trabajadores, contribuyendo a veces el Estado con un subsidio o aporte adicional;
- b. La afiliación es obligatoria, salvo contadas excepciones;
- c. Las cotizaciones ingresan en cajas especiales a cuyo cargo está el pago de las prestaciones;
- d. Los fondos que no se necesitan para pagar prestaciones corrientes se invierten a fin de que produzcan ingresos suplementarios;
- e. Una persona adquiere derecho a las prestaciones en virtud de las cotizaciones que ha pagado, sin que deba demostrar para ello su carencia de recursos;
- f. El monto tanto de las cotizaciones como de las prestaciones guarda a menudo relación con los ingresos que el afiliado percibe o percibía;

Los regímenes de seguro de accidente del trabajo y enfermedad profesional son por lo regular financiados en su totalidad por los empleadores, aunque a veces hay un aporte de fondos públicos.

4. Regímenes de Cajas de previsión

Diversos países en desarrollo que abordaron el problema del establecimiento de un régimen completo de seguridad social y optaron por un sistema que a su juicio sería sencillo de administrar. Crearon un tipo de caja de previsión del Estado que es un medio para encauzar el ahorro obligatorio: trabajadores y empleadores pagan cotizaciones periódicas a la caja, que las acredita en las cuentas que lleva por separado para cada trabajador, a las que acredita igualmente a intervalos regulares los intereses correspondientes. Cuando sobreviene alguna contingencia prescrita, el total que aparece abonado en su cuenta en ese momento se le paga a él o a sus sobrevivientes. Algunas cajas permiten que se retiren fondos antes de tales contingencias en caso de enfermedad o de desempleo o para ciertos fines, como la adquisición de una vivienda.

Las cajas de previsión al obligar a ahorrar periódicamente a fin de hacer frente a contingencias que deben o que pueden presentarse en el futuro, promovieron el concepto de ayudarse a sí mismo. No hay duda de que una prestación que se recibe una sola vez puede resultar muy útil en ciertas ocasiones, como en el momento de jubilarse. Pero una caja de previsión no puede considerarse como un elemento de la seguridad social tradicional, pues su finalidad no es reemplazar con pagos periódicos los salarios que dejan de percibirse al jubilarse o al quedar inválidos. En realidad, una prestación de estas cajas representa en parte una prima de fin de carrera y en parte salarios diferidos, y poco es lo que tiene que ver con la edad del beneficiario o con las circunstancias en que termina la vida activa. Tampoco los trabajadores afiliados hacen frente a los diversos riesgos solidariamente. Cuando existe inflación, las cotizaciones pierden buena parte de su poder adquisitivo hasta el momento en que finalmente se recuperan como prestaciones; por esta razón,

no es sorprendente que casi siempre que se estableció una caja de previsión se aclaró que se tenía la intención de transformarla en una caja de seguro social a su debido tiempo. Pero esta transformación es menos simple de lo que pudiera creerse, y por lo que toca a la sencillez de su administración, si se hace reflexión únicamente en lo que ha podido verificarse en la práctica, hay que admitir que las diferencias entre las cajas de previsión y los regímenes de seguro no son grandes; no obstante, si existiesen, la ventaja está más bien del lado de estos últimos.

1.2 Definición y clasificación de los Sistemas de Pensiones

Las pensiones están diseñadas como mecanismos para proveer ingresos en aquellas circunstancias en que las personas pierden su capacidad de autogeneración debido a la edad avanzada (beneficios de vejez), discapacidad permanente (beneficios de invalidez) o fallecimiento de una de las fuentes principales de ingresos de una familia (beneficios de sobrevivencia).

Desde el punto de vista de la seguridad social, se usan cuatro instrumentos básicos para suministrar prestaciones (OIT, 2000), entre ellas las pensiones. Estos instrumentos son:

1. Regímenes universales: Conceden una pensión a todos los residentes que han sobrepasado la edad prescrita, independientemente de sus ingresos, de su situación laboral o de sus recursos.
2. Regímenes de asistencia social: Otorgan prestaciones a las personas de edad avanzada o en caso de invalidez que, bajo una comprobación de bajos recursos y gastos, resulten en una situación de desventaja económica para hacer frente a dichos gastos.
3. Regímenes de seguro social: Proporcionan prestaciones a sus afiliados que cumplan con las condiciones establecidas (edad, grado de invalidez), pero con arreglo al tiempo que hayan trabajado o a las cotizaciones que hayan abonado.
4. Cajas de previsión: Pagan a sus afiliados, bajo condiciones de edad o invalidez, una suma única constituida por las cotizaciones que han abonado a la caja y por los intereses devengados de ella.

Según la OIT, la pensión más eficaz es la pensión vitalicia. Los regímenes universales otorgan siempre este tipo de pensión. También las prestaciones de asistencia social son vitalicias, salvo que la persona que la recibe deje de calificar para ello, es decir, que obtenga otros recursos. Los regímenes de seguro social se crean para pagar pensiones vitalicias, pero en el caso de las prestaciones por vejez los afiliados, que al cumplir con la edad requerida no han alcanzado el mínimo exigido de años trabajados o de cotizaciones pagadas, pueden recibir una suma única. La caja de previsión ocupa un lugar especial; ésta puede comprometerse a otorgar al beneficiario una anualidad en lugar de una suma única.

En el caso de los regímenes de seguro social, los sistemas de pensiones son programas instituidos por el Estado estableciendo un arreglo financiero entre éste y una persona que se encuentra en cierta situación, que es establecida por la ley de cada país. En la cual el Estado se compromete a realizar un pago temporal o de por vida. Los pagos suelen ser regulares, es decir, mensuales, trimestrales, semestrales, anuales, etcétera. Estos sistemas se clasifican por su administración o por su forma de financiamiento.

Por su administración, pueden dividirse en dos grandes ramas: los sistemas públicos y los sistemas privados.

El sistema de pensiones público es el que el Estado administra con el fin de garantizar protección social frente a diferentes contingencias: laborales o de jubilación. Estos sistemas se caracterizan por tener una cotización, prestación definida, régimen financiero de reparto o capitalización colectiva o individual. Los sistemas públicos contienen tanto pensiones contributivas, en las que el trabajador aporta, como pensiones no contributivas, en las que el trabajador no aporta.

La segunda rama corresponde a los sistemas privados en el cual los recursos son administrados por empresas privadas. Estos sistemas generalmente tienen cotización definida (de la capitalización producida por ahorro y rendimiento derivado de la inversión de dicho ahorro), prestación no definida y régimen financiero de capitalización individual; éste último punto es de gran importancia para fines del presente trabajo, por lo que es motivo de un estudio más detallado, que se verá en el siguiente capítulo.

Para hablar de la financiación, la cual está condicionada por 2 factores: Cubrir la demanda creciente de protección y reaccionar ante efectos que puedan desequilibrar el sistema; tales como el Producto Interno Bruto (PIB), Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), el salario mínimo entre otros, para recaudar los fondos necesarios para poder cumplir con los beneficios pactados en un principio. Es necesario saber el monto de las pensiones el cual se puede estimar haciendo proyecciones, recordando en todo momento preservar, en este tipo de sistemas, el principio de equivalencia: “En todo momento de estudio, el monto en valor presente de los ingresos de un sistema, debe ser igual al monto en valor presente de los egresos” (Contreras, 2008).

Es decir, que los sistemas en cuanto a la financiación funcionan de las siguientes formas:

1. Beneficios definidos: Se determinan de antemano, los montos y los tiempos de los beneficios, por lo general se hace a través de reglas contenidas en leyes y contratos colectivos de trabajo que se consideran las edades, antigüedades y salarios. El reparto quiere decir que quienes pagan las pensiones de la población en retiro son los pertenecientes a la población trabajadora del momento.
2. Acumulación de capital: Éste consiste en que cada trabajador ahorra durante su vida activa una parte determinada de sus ingresos a las que se le agregan cuotas patronales o públicas, cuya capitalización permita los recursos durante la vejez inactiva. En la práctica, generalmente, se utiliza la combinación entre estas dos formas, con mayor o menor predominio de alguna de ellas. Finalmente la seguridad económica es contar con un acceso adecuado a los bienes y servicios que se requieren durante la vejez y luego de la vida activa (Barr, 2000). Por lo que nacen los sistemas mixtos.
3. Mixto o híbrido: Como anteriormente se dijo combinan los sistemas de beneficios definidos y los de acumulación de capital. Estos sistemas difícilmente logran la equidad en la distribución de riesgos, pues en algunos casos privilegian al Reparto y otros a la acumulación de capital. Se recomienda operar mayor reparto para sueldos bajos y mayor acumulación de capital para sueldos altos (Aguirre, 2009).

Se puede decir entonces que las 2 formas básicas de financiación son el reparto y la acumulación de capital (Contreras, 2008):

1. Reparto:

1.1 Reparto Puro: Consiste en repartir, como su nombre lo dice, los costos por obligaciones, con las obligaciones se refiere a las pensiones que se deben pagar en el año en curso, éstas se reparten entre los activos y cotizantes de ese mismo año.

Podemos expresarla matemáticamente, de la siguiente forma:

$$100 \cdot (\text{prima}_i) = 100 \cdot \left(\frac{\sum_{j=1}^m \text{pensión del trabajador retirado } j}{\sum_{h=1}^n \text{salario del trabajador activo } h} \right)$$

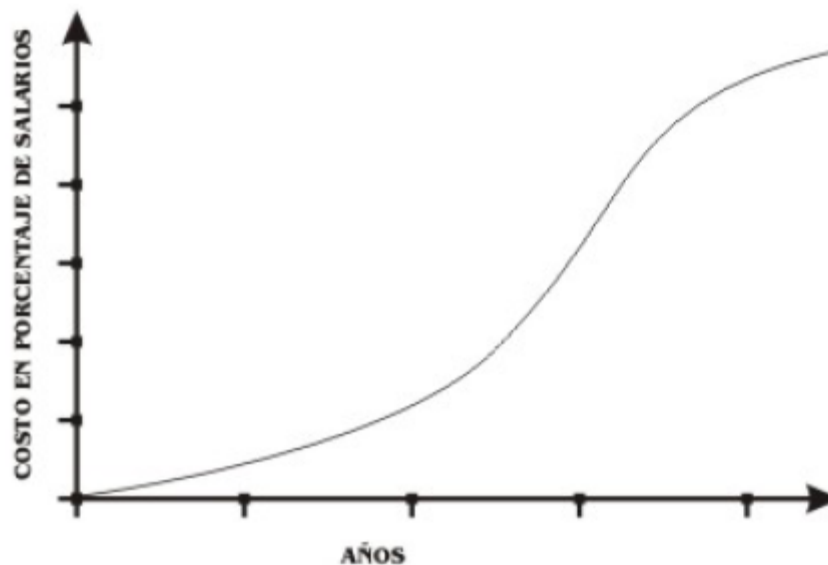
Donde: i es el año, m el número total de pensionados en el año i y n el número total de trabajadores activos y cotizantes en el año i .

Cumpliendo entonces con:

$$100 \cdot (\text{prima}_i) < 100 \cdot (\text{prima}_{i+1})$$

Gráficamente se puede representar como se ve a continuación (Gráfico 1.1), ya que en una primera etapa al iniciarse el sistema pocos contarán con las condiciones para el beneficio, por lo que el gasto es poco, pero este se va incrementando conforme pasa el tiempo y respetando la desigualdad anterior.

Gráfico 1.1
Reparto Puro



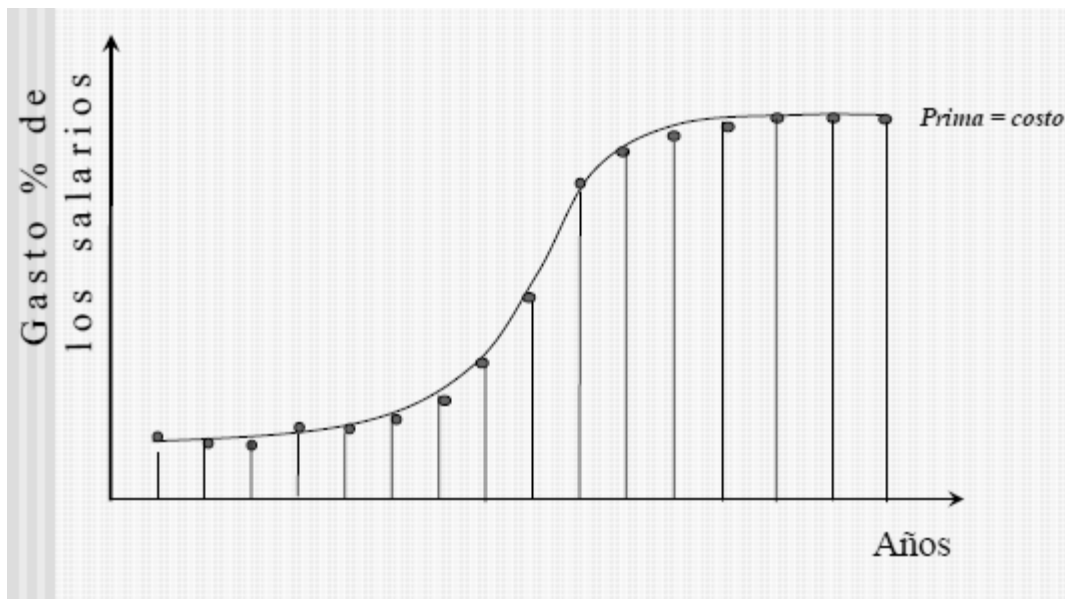
FUENTE: Carlos Contreras, 2008

1.2 Reparto de Capitales: Éste consiste en que cada año i se reparta un costo entre activos y cotizantes del sistema; este costo se construye al sumar los capitales constitutivos de las pensiones que se vuelven exigibles en el año (Gráfico 1.2), y es representada matemáticamente:

$$100 \cdot (\text{prima}_i) = 100 \cdot \left(\frac{\sum_{j=1}^m \ddot{a}_{x_j}^{(12)}}{\sum_{h=1}^n \text{salario del trabajador activo } h} \right)$$

Donde: m es el número total de nuevos pensionados en el año i ; x_j la edad de cada trabajador j que se convierte en pensionado en el mismo año y n el número total de trabajadores activos y cotizantes en el año.

Gráfico 1.2
Reparto de Capitales



FUENTE: OIT, Durán-Valverde, Fabio (2009).

2. Acumulación de Capital

2.1 Capitalización Colectiva:

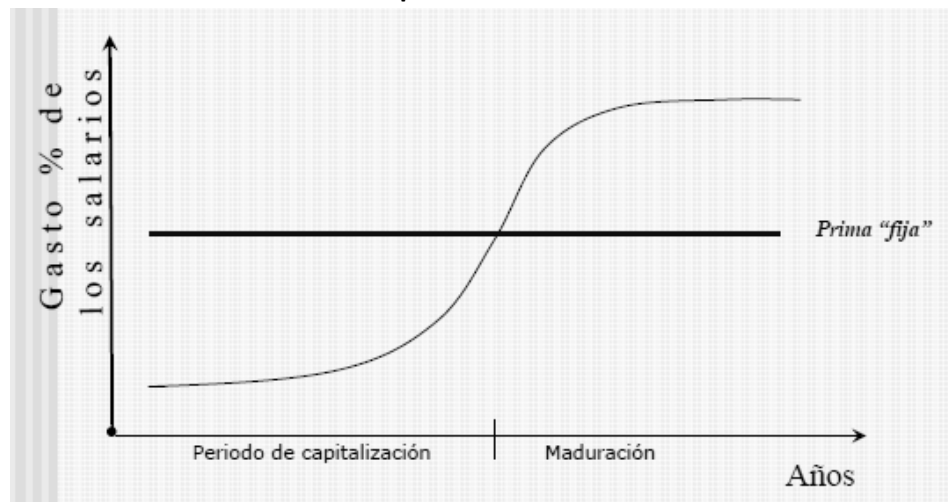
- 2.1.1 Prima media general: en la cual se fija un monto constante de recursos desde un principio y éste debe garantizar la viabilidad financiera. Los rendimientos de la reserva se utilizan para financiar los beneficios. (Gráfico 1.3)

Cuya expresión matemática es:

$$100 \cdot \bar{p} = 100 \cdot \left(\frac{\sum_{t=0}^{\infty} B_t \cdot S_t \cdot V_r^t}{\sum_{t=0}^{\infty} S_t V_r^t} \right)$$

Donde: B_t es la cuantía de la pensión de las pensiones en el año t , S_t son los salarios en el mismo año y V_r^t es el factor con el que se trae a valor presente, con tasa r de interés, tanto los futuros ingresos como los egresos del sistema.

Gráfico 1.3
Capitalización Colectiva

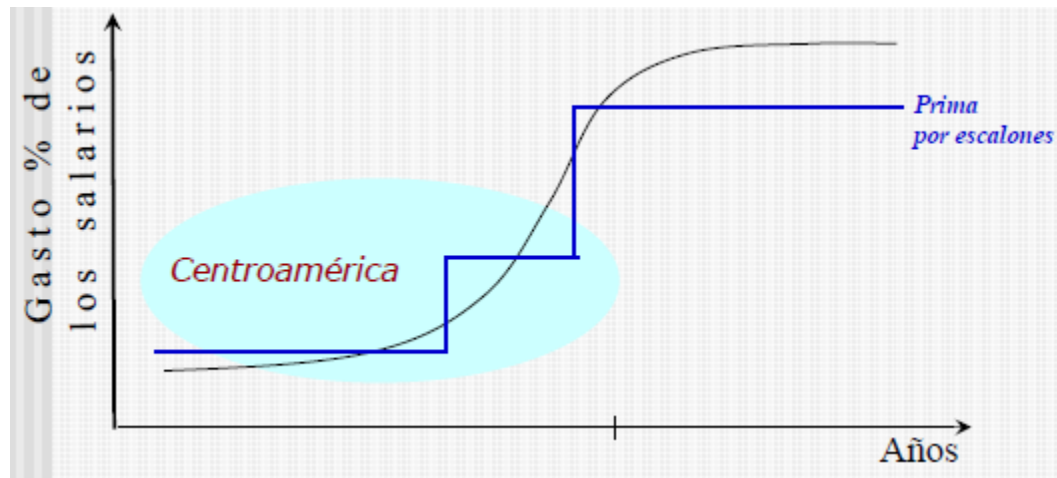


FUENTE: OIT, Fabio Duran, 2009.

En el largo plazo, los rendimientos de la reserva se utilizan para financiar parte de las prestaciones.

- 2.1.2 Método de Prima escalonada: en este método para recaudar los fondos necesarios se extrae de los salarios de las personas protegidas un porcentaje creando un equilibrio entre los ingresos y egresos. Los rendimientos de la reserva se utilizan para financiar parte de las prestaciones (Gráfico 1.4).

Gráfico 1.4
Prima Neta Escalonada



FUENTE: Duran, OIT, 2009.

2.2 Individual: Aquí se registran las aportaciones de cada persona en su cuenta individual, siendo éste un monto ya definido, pero el monto que se obtendrá como beneficio se define hasta el momento del término. Matemáticamente, la acumulación del fondo puede expresarse como:

$$Fondo = (1 - cf) \cdot /1 + r)^{\frac{1}{2}} \cdot \sum_{t=1}^n [c_t \cdot S_t \cdot (1 + r)^{n-1} \cdot (1 - cs)^{n+1-t}]$$

Donde: cf representa la comisión sobre flujo o aportación, si la hubiere; r la tasa de rendimiento real a la cual se espera se acumule el fondo, fuera de la suma aparece el factor $(1 + r)^{\frac{1}{2}}$ pues se supone la uniformidad de las contribuciones en el tiempo, es decir que el monto total de las aportaciones de cada año se realizan a mitad de éste.

Al final de la vida laboral el fondo debe ser el suficiente para adquirir una pensión y cumplir con el principio de equivalencia, cuya expresión matemática es:

$$(1 - cf) \cdot /1 + r)^{\frac{1}{2}} \cdot \sum_{t=1}^n [c_t \cdot S_t \cdot (1 + r)^{n-1} \cdot (1 - cs)^{n+1-t}] = \Delta\% S_n \cdot \left(\frac{z}{12}\right) \cdot \ddot{a}_x^{(12)} + \ddot{a}_{:z_1, \dots, z_j}^{(12)}$$

Donde: $\Delta\% S_n$ es el porcentaje del último salario que se entregará como pensión (tasa de reemplazo); z el número de pagos que se harán al año; $\ddot{a}_x^{(12)}$ indica el capital constitutivo de una renta que se pagará al pensionado a partir de edad x ; y $\ddot{a}_{:z_1, \dots, z_j}^{(12)}$ es el monto del seguro de sobrevivencia que permitirá la transmisión de pensión a j sobrevivientes de diversas edades.

Existen también sistemas multipilar y de cuentas nocionales:

- a. Multipilares: Únicamente implica la convivencia entre varios sistemas, como por ejemplo, la complementación de un sistema de capitalización colectiva con una cuenta individual.
- b. Cuentas nocionales: Fueron creados en Europa y son muy semejantes a los de cuentas individuales, se basan igual que éstos pero en cuentas “imaginarias”, porque son virtuales y administradas por el estado. Y no existen comisiones (Contreras, 2008).

Uno de los objetivos de parte importante de las reformas de los sistemas de pensiones en los últimos años es el esfuerzo del vínculo entre contribuciones y beneficios. En América latina se dio a conocer que los sistemas con un financiamiento de reparto no eran factibles y entonces la alternativa era la capitalización, cabe mencionar que estos dos métodos no son los únicos.

Cualquiera que sea la forma de transferencia financiera, ya sea beneficio definido y reparto o acumulación de capital, la viabilidad de un sistema de pensiones depende de la productividad del momento y del esquema de distribución (Bayo, 1988).

1.3 Objetivo de los Sistemas de Pensiones

En los sistemas de pensiones, privados y públicos, el objetivo fundamental es que, al momento del retiro, los trabajadores cuenten con los recursos económicos que les permitan mantener un nivel de vida similar al alcanzado mientras laboraba. El retiro se da en caso de invalidez, cesantía en edad avanzada o vejez. Estas pensiones, generalmente, no sólo protegen al trabajador, sino también a sus dependientes económicos en caso del fallecimiento de éste, tal es el caso de la viuda o viudo, los hijos y en algunos casos los padres del trabajador si éstos dependían económicamente de él.

Si bien, lo mencionado en el párrafo anterior corresponde al objetivo principal de un sistema de pensiones, en el aspecto económico pueden distinguirse otros:

1. Aseguramiento contra una esperanza de vida incierta para el individuo. El individuo que debido a la edad debe dejar de laborar y por ende dejar de percibir ingresos se enfrenta a grandes problemas. Adicionalmente, si dicho individuo pretende confiar su supervivencia en la vejez a sus ahorros pasados corre el riesgo de vivir un tiempo mayor a lo esperado y, así, ver limitadas sus posibilidades de consumo en las etapas finales de su vida. En este caso, un sistema de pensiones ofrece anualidades o rentas vitalicias que protegen al individuo frente a este riesgo.
2. Lucha contra la pobreza en la vejez. La población en la vejez, por lo general, deja de recibir los recursos que obtenía en su época laboralmente activa, por lo cual, una pensión en este caso sería de gran ayuda para evitar que esta población caiga en situación de pobreza. De acuerdo con Atkinson (2004), este objetivo es el que dio origen histórico de los sistemas de pensiones, por la necesidad de proteger a los que menos tienen.

1.4 Los Sistemas de Pensiones de Capitalización Individual

El sistema de pensiones, basado en el régimen de ahorro y capitalización individual, nació en Chile en 1981, tras la publicación del Decreto Ley N° 3.500.

A comienzos de la década de 1990 el Banco Mundial impulsó a los países del Tercer Mundo a adoptar el modelo de capitalización chileno, algo que hicieron algunos otros países latinoamericanos, como Argentina y Uruguay, y de Europa del este, como Polonia.

En la segunda mitad de la década de 1990, el propio Banco Mundial y organismos internacionales como la Organización Internacional del Trabajo (OIT), y gran cantidad de partidos políticos, organizaciones no gubernamentales y académicos, comenzaron a cuestionar los desequilibrios y el mal funcionamiento del sistema de capitalización, recomendando su anulación o reformas radicales, como la necesidad de que el Estado aporte fondos sustanciales para garantizar que las prestaciones alcancen un mínimo que permita la supervivencia de los jubilados.

El sistema de capitalización individual es un mecanismo de ahorro individual para el retiro, característica que lo distingue de otros regímenes. En este sistema cada afiliado posee una cuenta individual donde se depositan sus cuotas y aportaciones, las cuales se capitalizan y ganan la rentabilidad de inversiones que son realizadas por administradoras del sector privado. Al término de la vida activa, este capital le es devuelto al afiliado o a sus beneficiarios sobrevivientes en la forma de pensión. La cuantía de las pensiones dependerá del monto del ahorro.

Este sistema es de contribución definida, ya que el trabajador conoce inicialmente el nivel de aportaciones que hace, más no el beneficio que recibirá al retirarse, caso contrario al sistema de beneficio definido.

Los esquemas de capitalización o de ahorro individual para la jubilación combinan algunas o todas de las siguientes características:

1. Ser contributivos: se financian a partir de aportes del trabajador.
2. Ser de contribución definida: la prestación depende del ahorro que se acumule.
3. Financiarse mediante la capitalización individual.
4. Tener administración privada sólo en relación con la capitalización de los ahorros.
5. Ser obligatorios sólo para los trabajadores dependientes y no serlo para los independientes.
6. En ellos el Estado desempeña un papel fundamental, por cuanto sigue siendo responsable del funcionamiento del sistema: cumple la función de regulador y supervisor de la gestión de las instituciones administradoras de fondos de pensiones, y además puede desempeñar un papel distribuidor para dar cobertura a quienes no alcanzan a ahorrar lo suficiente y tienen derecho a una pensión mínima o asistencial.

Este modelo presenta varias ventajas, pero también grandes inconvenientes. Entre los aspectos positivos de este sistema se encuentran: aumento en el ahorro nacional, estimula el mercado de capitales y los subsidios públicos son necesarios sólo en el caso en el que el saldo final del trabajador resulte insuficiente para garantizar una pensión mínima. Todos los puntos anteriores sirven como estímulo a la economía nacional. Adicionalmente, presenta mayor transparencia para el trabajador, ya que no sólo conoce el monto que aporta a su fondo, sino también tiene la libertad de elegir a la administradora de fondos de su preferencia.

Si bien los puntos favorables que presenta este esquema son varios, también es importante considerar sus desventajas: las tasas de reemplazo¹ son significativamente menores a las del sistema de reparto, esta situación se ve agravada por el cobro de comisiones de las administradoras; la inversión de los fondos está sujeta a los riesgos propios del mercado financiero, lo cual representa vulnerabilidad para los ahorros del trabajador. (Chaia, Martínez y Rodríguez, 2007). A pesar de que en los orígenes del sistema se afirmaba que no iba a suceder, otra desventaja es el nivel de cobertura, ya que los trabajadores no afiliados reciben poco estímulo para hacer contribuciones a su fondo de jubilación de forma voluntaria.

La discusión sobre las reformas a los sistemas de pensiones ha sido causa de controversia y análisis a nivel mundial. Aún estamos lejos de encontrar un modelo que se adapte a los retos que se enfrentan, por eso es importante conocer los fallos y aciertos de los modelos actuales.

1.5 Del Beneficio definido a la capitalización individual

La transición demográfica observada alrededor del mundo ha determinado en las últimas décadas un proceso de envejecimiento de la población, en el cual destaca el aumento de la población en edades avanzadas (Ham y Ramírez, 2006). Las tendencias indican que la población futura tendrá una esperanza de vida mayor y una disminución en la población de niños y adolescentes. Esta transformación aunada a la crisis en los sistemas de pensiones, caracterizadas por la falta de reservas financieras y actuariales para el pago de pensiones frente al crecimiento de jubilados y pensionados, ha llevado a doce países de Latinoamérica a reformar sus sistemas de pensiones para introducir regímenes de contribución definida mediante un sistema de capitalización individual.

Uno de los principales objetivos propuestos por las reformas a los sistemas de pensiones en América Latina en las últimas tres décadas ha sido fundamentalmente resolver o prevenir presiones o déficit fiscales producidos por los antiguos sistemas públicos de pensiones. Estos problemas eran causados por: la tendencia demográfica, contribuciones insuficientes, inversión deficiente de recursos (Villagómez, 1996), entre otras.

Estas reformas variaron de país a país, según sus necesidades, pero pueden distinguirse tres modelos diferentes:

1. En Chile (reforma en 1981), Bolivia² (reforma en 1997), México (reforma en 1997), El Salvador (reforma en 1998), la República Dominicana (reforma de 2003 a 2005) y Nicaragua (reforma en 2004) se desarrollaron reformas sustitutivas que eliminaron gradualmente sus antiguos sistemas públicos de reparto y los reemplazaron por sistemas de capitalización, dejando la administración de los fondos al sector privado, con aportaciones definidas en cuentas individuales para los beneficiarios.

¹ Hace referencia a la relación entre el nivel de la pensión y el nivel de ingresos con el que se realizaron las aportaciones a lo largo del ciclo laboral del individuo. La aproximación utilizada habitualmente para calcularlas compara los salarios cotizables previos a la jubilación con los montos de pensión disponibles tras el retiro (CEPAL, 2011).

² Bolivia y Argentina han cambiado de sistema.

2. Colombia (reforma en 1994) y Perú (reforma en 1993) establecieron sistemas duales, donde el régimen de capitalización con administración privada tuvo como función la sustitución del reparto, sino que se ofreció como alternativa sujeta a una decisión del trabajador.
3. Argentina (reforma en 1994), Uruguay (reforma en 1996) y Costa Rica (reforma en 2001) crearon sistemas mixtos, donde los dos regímenes son obligatorios y están integrados.

En el cuadro que se muestra a continuación (Cuadro 1.2) se muestran las principales características de las reformas a los sistemas de pensiones realizadas en América Latina.

Cuadro 1.2
Características de los Sistemas de pensiones en América Latina

País	Año de reforma	Sistema	Cotización	Beneficio	Financiamiento	Administración
Modelo sustitutivo						
Chile	1981	Privado	Definida	No definido	Capitalización	Privada
Bolivia	1997					
México	1997					
El Salvador	1998					
R. Dominicana	2003					
Nicaragua	2004					
Modelo Dual						
Perú	1993	Público o Privado	No definida, definida	Definido, No definido	Reparto, capitalización	Pública, Privada
Colombia	1994					
Modelo mixto						
Argentina	1994-2008	Público y privado	No definida, definida	Definida, no definida	Reparto, capitalización	Pública, privada
Uruguay	1996					
Costa Rica	2001					
Ecuador	2001					

FUENTE: Mesa-Lago, 2004

La información del Anexo I hace referencia a los fondos de pensiones que forman parte de sistemas obligatorios. Algunos países manejan, además, sistemas voluntarios de capitalización individual o colectiva que complementan estos sistemas obligatorios.

Sin importar las circunstancias por las que se adoptaron las reformas, todas intentaron perseguir objetivos similares, entre los que se encontraban: mejorar la cobertura del sistema; evitar el riesgo de desprotección y pobreza en la vejez; aumentar las tasas de reemplazo; reducir desequilibrios financieros y mejorar la transparencia del sistema; y minimizar su susceptibilidad a la interferencia política. Es importante recordar que tanto el sistema de pensiones, cualquiera que sea, como sus reformas tienen como objetivo primordial es brindar protección social orientada a proteger el flujo de ingresos presentes y futuros de un individuo y su familia ante un riesgo y ante la vejez.

1.6 Impacto del sistema de capitalización en la economía nacional y el mercado de capitales

Los fondos de pensiones derivados del sistema de capitalización han tenido una influencia notable en los ámbitos económico y financiero de los países que lo han implementado, ya que afectan la magnitud del ahorro nacional, los patrones de empleo y retiro, la adecuada distribución de los ingresos por retiro y las finanzas corporativas (Davis, 1995) y la demanda por instrumentos de ahorro a largo plazo (Martínez y Werner 2002).

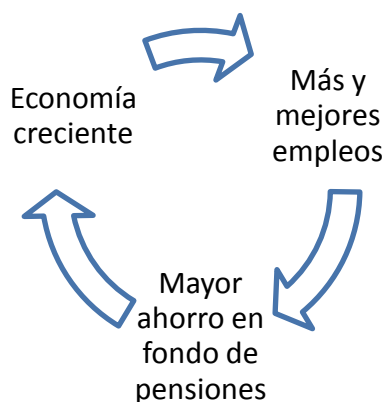
1.6.1 Impacto en la economía nacional

En teoría, uno de los aspectos más importantes derivados de la transición a un sistema de capitalización es su nivel de impacto en el ahorro nacional, debido al vínculo existente entre éste y el desempeño de la economía, además del potencial de crecimiento del empleo formal, por lo que la introducción de un régimen de capitalización tendría influencia positivo sobre en el crecimiento económico de una nación.

La reforma afecta el ahorro por diferentes vías. Por un lado, el ahorro nacional se ve afectado directamente por el cambio en el ahorro público y su composición. Por otro lado, de forma indirecta se ve afectado por las decisiones de gasto y ahorro del sector privado.

Adicionalmente, es importante señalar que la relación crecimiento económico-ahorro en sistema de pensiones forma, en teoría aunque en la práctica no se ha demostrado, un ciclo: el crecimiento económico estimula los salarios, la permanencia del empleo formal, lo que afecta también los años cotizados en el sistema y el rendimiento generado por el ahorro, lo cual se traduce en pensiones más altas (Diagrama 1.1). De igual modo, la creación de empleos, mayores salarios y años de cotización incrementan los flujos de aportaciones a las administradoras, facilitando las economías de escala y mejorando la economía nacional.

Diagrama 1.1
Interacción Economía-Fondos de pensiones



FUENTE: Elaboración propia

Resulta fácil asegurar que en caso de una crisis económica, como la de 2008, los fondos de pensiones se vean afectados, y esto sin considerar aún los riesgos financieros.

1.6.2 Impacto en el mercado de capitales

Durante mucho tiempo se ha especulado sobre la posibilidad de la existencia de una influencia significativa de los sistemas de capitalización en el desarrollo del mercado de capitales. Esta creencia se basa en varios hechos: el gran interés del sector privado ante las reformas, la suposición de que la reforma crea mayor estabilidad macroeconómica, el hecho de que mayores ahorros representan mayor liquidez y efectividad en el Mercado de Acciones provocando así mayores inversiones a largo plazo y crecimiento económico. De existir, dependería de múltiples factores: la demanda de instrumentos financieros, creación de instrumentos innovadores, la estructura del mercado y la volatilidad del mercado.

La conclusión a la que llegaron Eduardo Walker y Fernando Lefort en 2002, a través de un análisis de la evidencia anecdótica, cualitativa y econométrica, es que si bien el aumento de capital institucional es un efecto secundario de la reforma, la existencia de la relación es pobre. Esta conexión se ve afectada por la entrada de capital al país, las inversiones en el extranjero, los nuevos productos financieros y la mejora en la asignación de fondos para inversión, provocando una mejor asignación de recursos.

1.7 Situación actual de los Sistemas de Capitalización Individual en Latinoamérica

A nivel mundial, los sistemas de pensiones han estado sujetos a profundos análisis en los últimos años, esto debido a su impacto social y económico. La crisis económica de 2008 hizo que muchos analistas alrededor del mundo estudiaran los efectos de la crisis en los fondos de pensiones, dejando ver las debilidades y aciertos de estos sistemas.

En cuanto a la afiliación los regímenes de capitalización individual en los diez países de América Latina considerados contaban, al 30 de junio de 2010, con 71 millones de afiliados y México concentraba 57% del total. En el último año hubo una disminución de 8 millones (11%) aunque, excluyendo Argentina, los restantes países registraron un aumento neto de 3 millones (4%). Se destacan los crecimientos de República Dominicana y Uruguay del 9 y 10%, respectivamente.

Cuadro 1.3
Afiliados por país en Sistemas de Capitalización Individual

País	30/06/05	30/06/06	30/06/07	30/06/08	30/06/09	30/06/10
Argentina	10,316,703	10,958,574	11,669,822	9,487,859		
Bolivia	906,076	952,449	1,032,184	1,122,294	1,223,448	1,309,247
Chile	7,282,776	7,526,696	7,851,232	8,240,481	8,504,703	8,687,843
Colombia	6,051,610	6,701,261	7,406,882	8,194,694	8,597,897	9,012,403
Costa Rica	1,293,408	1,506,719	1,588,458	1,681,655	1,799,931	1,902,059
El Salvador	1,223,343	1,368,840	1,503,190	1,685,188	1,885,984	1,987,121
México	34,213,150	36,284,649	37,513,270	38,908,929	39,196,332	40,765,920
Panamá						44,369
Perú	3,516,932	3,775,230	3,993,405	4,209,831	4,373,366	4,540,512
R. Dominicana	1,179,590	1,351,593	1,533,455	1,749,889	1,908,440	2,106,554
Uruguay	672,080	702,925	745,807	803,928	875,557	952,372
Total	66,655,668	71,128,936	74,837,705	76,084,748	68,365,658	71,308,400

FUENTE: AIOS, 2010

Del número total de afiliados, sólo un porcentaje aporta. En junio de 2010 hicieron su aporte sólo 28 de los 71 millones de afiliados, con México concentrando 48% del total. En el último año hubo un aumento del 3% en la cantidad de aportantes, donde destaca República Dominicana con un aumento de 13% y Bolivia con una caída de 4% (Cuadros 1.3 y 1.4).

Cuadro 1.4
Aportantes

País	30/06/05	30/06/06	30/06/07	30/06/08	30/06/09	30/06/10
Argentina	3,995,277	4,340,729	4,669,469	3,600,007		
Bolivia	382,091	448,225	495,926	492,862	536,035	515,159
Chile	3,781,152	3,818,842	4,144,602	4,471,889	4,367,625	4,487,843
Colombia	2,380,097	2,677,620	3,208,956	3,679,721	3,862,905	4080088
Costa Rica	903,266	980,724	1,085,720	1,193,417	1,195,050	1,284,762
El Salvador	495,711	523,848	549,019	580,632	558,558	564,667
México	13,188,726	13,582,349	14,218,639	14,426,787	133,71,872	13,440,855
Panamá						44,369
Perú	1,325,025	1,417,090	1,611,013	1,742,371	1,751,925	1,923,466
R. Dominicana	657,995	711,417	782,073	870,863	909,573	
Uruguay	399,098	433,301	472,451	523,045	564,622	
Total	27,508,438	28,934,145	31,237,868	31,581,594	27,118,165	26,341,209

FUENTE: AIOS, 2010

El alcance de los regímenes de capitalización puede expresarse como la relación de afiliados o de aportantes sobre la población económicamente activa (PEA). La relación afiliados/PEA promediaba 69%, con valores extremos para Chile (113%) y Bolivia (32%) (Cuadro 1.5).

Cuadro 1.5
Alcance de los regímenes: Afiliados / PEA (en %)

País	30/06/05	30/06/06	30/06/07	30/06/08	30/06/09	30/06/10
Argentina	59.6	62.2	65.2	52.2		
Bolivia	25.2	25.7	27.4	29.1	30.6	31.7
Chile	115.2	114.4	114.3	114.7	116.6	113.1
Colombia	30.1	31.8	36.3	38.5	41	41.7
Costa Rica	73.1	79.2	78.7	83.3	87.4	89.7
El Salvador	42.9	46.8	50	56.1	62.7	104.1
México	79.9	83.3	84.5	85.6	86.7	86.5
Panamá						
Perú	29.7	31	32	32.9	33.3	33.7
R. Dominicana	31.6	33.9	37.4	41.2	44.7	48.2
Uruguay	43.2	44.6	46	49.2	53.1	57.1
Total	59.6	61.8	64.2	63.6	67.3	68.5

FUENTE: AIOS, 2010

Este indicador tiende naturalmente a crecer dado que el concepto de afiliados incluye no sólo a trabajadores que hacen aportes sino también a quienes no lo hacen (por estar desocupados, por haber emigrado, por quedar incluidos en regímenes legales que así lo permiten, o por ser evasores) y a personas inactivas que no forman parte de la PEA.

Un indicador más representativo del alcance de un régimen es la relación aportantes/PEA que, a junio de 2010, promediaba 27%, con el mayor valor para Costa Rica (60%) y el menor para Bolivia (13%). Durante el último año, en un marco general de leves mejoras, se destacan el aumento de El Salvador (11 puntos porcentuales) y la caída de Chile, Bolivia y México (Cuadro 1.6).

Cabe considerar, sin embargo, que éste no es necesariamente un buen indicador de la cobertura previsional total de los distintos países, puesto que en algunos casos subsiste el régimen público de reparto y también existen otros regímenes alternativos y/o complementarios, como el de empleados públicos en México, profesionales, bancarios y escribanos en Uruguay y las fuerzas armadas (policía y/o militares) en varios países.

Cuadro 1.6
Alcance de los regímenes: Aportantes / PEA (en %)

País	30/06/05	30/06/06	30/06/07	30/06/08	30/06/09
Argentina	23.1	24.7	26.1	19.8	
Bolivia	10.6	12.1	13.2	12.8	13.4
Chile	58.8	58.1	60.3	62.2	59.9
Colombia	11.8	12.7	15.7	17.3	18.4
Costa Rica	51.1	51.5	53.8	59.1	58
El Salvador	17.4	17.9	18.3	19.3	18.6
México	30.8	31.2	32	31.7	29.6
Panamá					
Perú	11.2	11.6	12.9	13.6	13.3
R. Dominicana	17.6	17.8	19.1	20.5	21.3
Uruguay	25.6	27.5	29.1	32	34.2
Total	24.6	25.1	26.8	26.4	26.7

FUENTE: AIOS, 2010

Los sistemas de capitalización individual dependen en gran medida de la inversión de los fondos. Las regulaciones sobre la inversión de los fondos de pensiones influyen no sólo sobre su crecimiento de largo plazo sino también sobre su volatilidad. Dichas regulaciones son especialmente necesarias en los sistemas obligatorios, donde los ahorros de los afiliados son producto de una exigencia legal. En tales casos, con las regulaciones se busca generar un equilibrio entre riesgo y rentabilidad que refleje los intereses de largo plazo de los afiliados y los objetivos que la sociedad le ha fijado al sistema.

Existen en general dos aproximaciones regulatorias a las inversiones de los fondos de pensiones: restricciones cuantitativas a los activos (RCA) y las reglas de persona prudente (RPP). Con las RCA se busca fijar límites y restricciones específicos a las decisiones de inversión de los gestores de los fondos de pensiones, mientras que la regulación del tipo RPP deja las decisiones sobre composición de carteras de inversión en manos de los gestores expertos y con experiencia en manejo financiero, sin que medie en teoría restricción cuantitativa alguna. En el modelo de reglas cuantitativas son comunes los límites sobre activos arriesgados como son las acciones y los bonos de sociedades anónimas. En la práctica, evidentemente, ningún país toma una posición extrema con los enfoques RCA y RPP, pero sí se observan sesgos de las regulaciones hacia uno de los dos enfoques.

Los fondos de pensiones de América Latina han adoptado una regulación basada en límites cuantitativos que se conoce como sistema “draconiano”. En este sistema sólo se puede invertir en instrumentos autorizados por el regulador, y existen limitaciones en cuanto a qué porcentaje de la cartera se puede tener por tipo de instrumento, por grupo de instrumentos, por emisor y por categoría de riesgo, además de ciertas normas prudenciales (por ejemplo evitar problemas de conflictos de interés y separar el patrimonio del fondo del de la administradora) (Banco Interamericano de Desarrollo, 2010).

En el Cuadro 1.7 se resumen las principales diferencias en la regulación de inversión en los diferentes países.

Cuadro 1.7
Regulación sobre límites de inversión

País	Inversión sólo en instrumentos autorizados	Tipo de límite				
		Por instrumento	Por grupo de instrumento	Por emisor	Por riesgo	Inversión extranjera
Argentina	x	x		x	x	x
Bolivia	x	x	x	x	x	x
Colombia	x	x	x	x	x	x
Costa Rica	x	x	x	x	x	x
El Salvador	x	x	x	x	x	x
Perú	x	x	x	x	x	x
México	x	x	x	x	x	x
Uruguay	x	x	x	x	x	x

FUENTE: AIOS, 2010

Estas opciones se pueden justificar, dado el desarrollo de los respectivos mercados de capitales, la obligatoriedad de los sistemas y el diseño del sistema. Es posible que los países con mercados de capitales más desarrollados, en los que la población tenga más experiencia en la inversión, necesiten sólo un pequeño toque regulador. Los ahorros voluntarios para el retiro también suponen menos responsabilidad para el gobierno que las pensiones obligatorias, lo que sugiere, de nuevo, menor necesidad de una regulación estricta de las inversiones de los fondos. Finalmente, muchos países poseen sistemas de pensiones garantizados por el empleador, lo cual supone una menor necesidad de una regulación detallada de las carteras que en los sistemas de pensiones de contribución definida, cuyo valor depende más del desempeño del fondo.

En término de límites por activo, todos los marcos regulatorios de los países latinoamericanos permiten a los fondos de pensiones invertir en cuatro categorías de activos principales, aunque con límites que varían significativamente de un país a otro: bonos gubernamentales; instrumentos del mercado de capitales (acciones y bonos); depósitos bancarios; y activos extranjeros. Como se observa en el Cuadro 1.8, los límites a la inversión en bonos gubernamentales normalmente son generosos, no sólo como reflejo del hecho de que estos activos forman parte de una cartera bien equilibrada, sino también porque los gobiernos necesitan financiar el costo de la transición del sistema de seguridad social administrado por el Estado. Los límites a la inversión en depósitos bancarios también han sido amplios. Sin embargo, las restricciones a las inversiones de los fondos de pensiones, tanto en acciones nacionales como en todos los activos extranjeros, son estrictas en casi todos los países. En 2009, los límites cuantitativos menos restrictivos se observan en Chile y Perú.

Cuadro 1.8
Límites de inversión por tipo de activo

País	Títulos públicos	Instituciones financieras	Acciones	Bonos corporativos	Fondos de inversión	Valores extranjeros
Argentina	50%	40%	50%	40%	20%	10%
Bolivia	Ninguno	20-50%	20-40%	30-45%	5-15%	10-50%
Chile	40-80%	40-80%	5-80%	30-60%	0-40%	45%
Colombia	50%	30%	30%	40%	5%	10%
México	Ninguno	10%	0-30%	5%- ilimitado		20%
Perú	30%	40%	10-80%	15%	15%	20%

FUENTE: AIOS, 2010

Los sistemas de pensiones de contribución definida conllevan un riesgo de mercado de capitales durante la fase de acumulación, cuando las contribuciones y la rentabilidad de las inversiones van aumentando. El riesgo está en que la rentabilidad del fondo de pensiones sea insuficiente para ofrecer a un individuo unos ingresos de jubilación adecuados.

En su función de reguladores y con el objetivo de mitigar el riesgo de los mercados de capitales, los gobiernos de América Latina han proporcionado garantías explícitas de la rentabilidad de los fondos. En este sentido, la mayoría de los países de la región ha establecido garantías con una tasa de rentabilidad relativa a la media de otros fondos de pensiones. El inconveniente de este tipo de garantía es que les da incentivos a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para no alejarse del promedio del sistema, lo que puede favorecer el llamado efecto manada, esto es, la tendencia a imitar las acciones de otros (BID, 2010).

Capítulo 2: Sistemas de Pensiones Basado en la Capitalización Individual: Caso México

2.1 Sumario

El sistema de pensiones actual es de capitalización individual cuando se hace referencia a los beneficios para la vejez.

Este sistema consiste en capitalizar de manera personalizada las aportaciones que realice a su nombre el gobierno federal, el patrón y el trabajador por conceptos, así como las aportaciones del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) e (Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT) y los intereses que generen dichos recursos, los cuales serán administrados e invertidos por las Administradoras de fondos para el retiro (AFORES).

Aplica para todos los trabajadores tanto del gobierno (Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, ISSSTE) como privado (Instituto Mexicano del Seguro Social, IMSS) y se hace extensivo para los independientes.

El IMSS es la institución de seguridad social más grande de América Latina, pilar fundamental del bienestar individual y colectivo de la sociedad mexicana. Su misión es ser el instrumento básico de la seguridad social, establecido como un servicio público de carácter nacional para todos los trabajadores y sus familias. Es decir, el aumento en cobertura de la población se persigue como un mandato constitucional, con un sentido social.

El ISSSTE, creado el 30 de diciembre de 1959, es un organismo descentralizado con administración, personalidad jurídica y patrimonio propio.

Existen otras instituciones que proporcionan algunos beneficios de la seguridad social, como el Instituto de Seguridad Social para las Fuerzas Armadas (ISSFAM), Petróleos Mexicanos (Pemex) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE). Los trabajadores de Pemex no cotizan al IMSS, pues tienen un plan de pensiones independiente, mientras que los trabajadores de la banca de desarrollo y CFE sí cotizan, pero cuentan con un plan complementario al de ese Instituto.

En diciembre de 1995 se aprobó la reforma a la Ley del Seguro Social, que entró en vigor el 1 de julio de 1997 que incorporó un esquema de cuentas individuales con contribución definida para la prestación de vejez y además establece que el Estado otorgará una pensión mínima. Inspirada en la reforma chilena de 1981, sin embargo, existen varias diferencias, la importante es la que tiene que ver con un mecanismo distributivo entre los contribuyentes al sistema, denominado cuota social, consistente en que el Estado aporta mensualmente una cantidad por cada día de salario cotizado para los trabajadores que ganen hasta 15 veces el salario mínimo general vigente en el Distrito Federal, que se depositará en la cuenta individual de cada trabajador asegurado conforme a la siguiente tabla:

Cuadro 2.1
Cuota Social

Salario Base de Cotización del trabajador	Cuota Social
1 Salario Mínimo	\$3.87
1.01 a 4 Salarios Mínimos	\$3.71
4.01 a 7 Salarios Mínimos	\$3.55
7.01 a 10 Salarios Mínimos	\$3.39
10.1 a 15.0 Salarios Mínimos	\$3.23

FUENTE: Ley del Seguro Social, 1995

Existen varias diferencias entre ambas leyes, en el siguiente cuadro se presentan las más importantes:

Cuadro 2.2
Principales detalles sobre el sistema antiguo y nuevo de la Ley del Seguro Social

	Sistema Antiguo	Sistema Nuevo
Normativa	Ley del Seguro Social de 1973	Ley del Seguro Social de 1997
Tipo de prestación	Prestación definida	Prestación indefinida
Tipo de contribución	Contribución indefinida	Contribución definida
Porcentaje de cotización	6.5 % del salario	6.5 % del salario
Financiación	Reparto de facto y capitalización colectiva	Capitalización individual
Edad de retiro por vejez	65 años	65 años
Requisitos para pensión mínima	10 años (500 semanas)	25 años (1250 semanas)
Elementos distributivos de los sistemas	<ul style="list-style-type: none"> - Pensión mínima - Tasa de reemplazo decreciente en función del salario de cotización utilizando los últimos 5 años cotizados. - Pensión máxima 	<ul style="list-style-type: none"> - Pensión mínima - Cuota social
Otros aspectos relevantes		Tablas de mortalidad diferenciadas por sexo

FUENTE: Antón, 2009.

En el ISSSTE, los trabajadores hacen aportaciones por dos conceptos fundamentales:

- Fondo de pensiones
- Servicio médico y maternidad

A ello se suman las aportaciones que hace el gobierno federal en los mismos conceptos por cada uno de sus empleados.

Se espera que la reforma al esquema de pensiones del ISSSTE vaya dando mayor viabilidad a los seguros de invalidez y vida, riesgos del trabajo, retiro, cesantía en edad avanzada y vejez conforme se vayan consolidando las reservas de estos seguros y las cuentas individuales de los trabajadores.

A su vez, que los fondos de préstamos personales y de la vivienda vayan fortaleciendo su operación conforme se vayan alcanzando los lineamientos planteados en la Ley.

Cuadro 2.3
Principales detalles sobre el sistema antiguo y nuevo del ISSSTE

Antiguo Sistema (10ª transitorio)	Bono	Nuevo Sistema (Ley 2007)						
<p>Aplicará hasta el 31 de diciembre de 2009 para aquellos que se jubilen o retiren en ese plazo.</p> <p>3 tipos de pensiones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La jubilación con 30 años de servicios para los hombres y 28 para las mujeres. • Retiro por edad y tiempo de servicios con 55 años de edad y 15 años de cotizaciones. • La cesantía en edad avanzada con 60 años de edad y 10 años de cotizaciones. 	<p>Si los trabajadores optan por incorporarse al nuevo sistema de pensiones, deberán abrir una cuenta individual y recibirán un bono de pensión.</p>	<p>Después de los 3 años en PENSIONISSSTE los trabajadores decidirán si permanecen en él o se cambian a una Afore. Dicha cuenta estará integrada por varias subcuentas.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Retiro, cesantía y vejez (RCV)= 6.125%, dependencias o entidades: retiro=2% y gobierno federal: cuota social 5.5% de salario mínimo general. • Fondo de vivienda • Ahorro solidario • Aportaciones complementarias de retiro • Aportaciones voluntarias • Ahorro a largo plazo 						
<p>Aplicará aunque reformado, para aquellos que se jubilen o retiren a partir del 2010.</p> <p>Se aplica la tabla por edad incrementándose gradualmente hasta llegar a los 60 años de edad en hombres y 58 mujeres.</p> <p align="center">10° Transitorio</p> <p>II. A partir del primero de enero de 2010:</p> <p>a) Los Trabajadores que hubieren cotizado treinta años o más y las Trabajadoras que hubieran cotizado veintiocho años o más, tendrán derecho a Pensión por jubilación conforme a la siguiente tabla:</p> <table border="1" data-bbox="228 1608 652 1837"> <thead> <tr> <th>Años</th> <th>Edad Mínima de Jubilación Trabajadores</th> <th>Edad Mínima de Jubilación Trabajadoras</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2010 y 2011</td> <td align="center">51</td> <td align="center">49</td> </tr> </tbody> </table>	Años	Edad Mínima de Jubilación Trabajadores	Edad Mínima de Jubilación Trabajadoras	2010 y 2011	51	49	<p>Este bono es un título de deuda emitido por el gobierno federal, cuyo monto se definirá en apego a una tabla que tomará en cuenta factores como los años de cotización, edad del trabajador y sueldo básico mensual elevado al año y expresado en unidades de inversión.</p>	<p>La novedad en este esquema lo constituye el ahorro solidario:</p> <p>El trabajador podrá optar por el descuento de hasta el 2% de su sueldo básico para abonarlo en su cuenta individual.</p> <p>La dependencias y entidades depositarán 3.25 pesos por cada peso ahorrado por el trabajador hasta el 6.5% del sueldo básico.</p>
Años	Edad Mínima de Jubilación Trabajadores	Edad Mínima de Jubilación Trabajadoras						
2010 y 2011	51	49						

<table border="1"> <tr><td>2012 y 2013</td><td>52</td><td>50</td></tr> <tr><td>2014 y 2015</td><td>53</td><td>51</td></tr> <tr><td>2016 y 2017</td><td>54</td><td>52</td></tr> <tr><td>2018 y 2019</td><td>55</td><td>53</td></tr> <tr><td>2020 y 2021</td><td>56</td><td>54</td></tr> <tr><td>2022 y 2023</td><td>57</td><td>55</td></tr> <tr><td>2024 y 2025</td><td>58</td><td>56</td></tr> <tr><td>2026 y 2027</td><td>59</td><td>57</td></tr> <tr><td>2028 en adelante</td><td>60</td><td>58</td></tr> </table>	2012 y 2013	52	50	2014 y 2015	53	51	2016 y 2017	54	52	2018 y 2019	55	53	2020 y 2021	56	54	2022 y 2023	57	55	2024 y 2025	58	56	2026 y 2027	59	57	2028 en adelante	60	58				
2012 y 2013	52	50																													
2014 y 2015	53	51																													
2016 y 2017	54	52																													
2018 y 2019	55	53																													
2020 y 2021	56	54																													
2022 y 2023	57	55																													
2024 y 2025	58	56																													
2026 y 2027	59	57																													
2028 en adelante	60	58																													
<p>De 2010 en adelante se aplica la tabla incrementándose gradualmente hasta llegar a los 60 años de edad y 15 de cotización</p> <p>10° Transitorio</p> <p>La edad a que se refiere este inciso, se incrementará de manera gradual conforme a la tabla siguiente:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Años</th> <th>Edad para pensión por edad y tiempo de servicios</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2010 y 2011</td><td>56</td></tr> <tr><td>2012 y 2013</td><td>57</td></tr> <tr><td>2014 y 2015</td><td>58</td></tr> <tr><td>2016 y 2017</td><td>59</td></tr> <tr><td>2018 en adelante</td><td>60</td></tr> </tbody> </table>	Años	Edad para pensión por edad y tiempo de servicios	2010 y 2011	56	2012 y 2013	57	2014 y 2015	58	2016 y 2017	59	2018 en adelante	60	<p>Dicho bono será depositado en la cuenta individual que será administrada por el Fondo Nacional de Pensiones de los Trabajadores al Servicio del Estado (PENSIONISSSTE) durante 3 años.</p>	<p>Las pensiones a recibir por los trabajadores bajo el nuevo sistema son cesantía en edad avanzada y vejez.</p> <p>Cesantía en edad avanzada: se requerirá tener 60 años de edad y estar privado de trabajo, además de haber cotizado 25 años.</p> <p>Vejez: 65 años de edad y haber cotizado 25 años.</p>																	
Años	Edad para pensión por edad y tiempo de servicios																														
2010 y 2011	56																														
2012 y 2013	57																														
2014 y 2015	58																														
2016 y 2017	59																														
2018 en adelante	60																														
<p>2010 en adelante se aplica la tabla incrementándose gradualmente hasta llegar a los 65 años de edad y 10 años de cotización.</p>																															

La edad mínima para pensionarse por cesantía en edad avanzada se incrementará de manera gradual conforme a la tabla siguiente:

Años	Edad para pensión por cesantía en edad avanzada
2010 y 2011	61
2012 y 2013	62
2014 y 2015	63
2016 y 2017	64
2018 en adelante	65

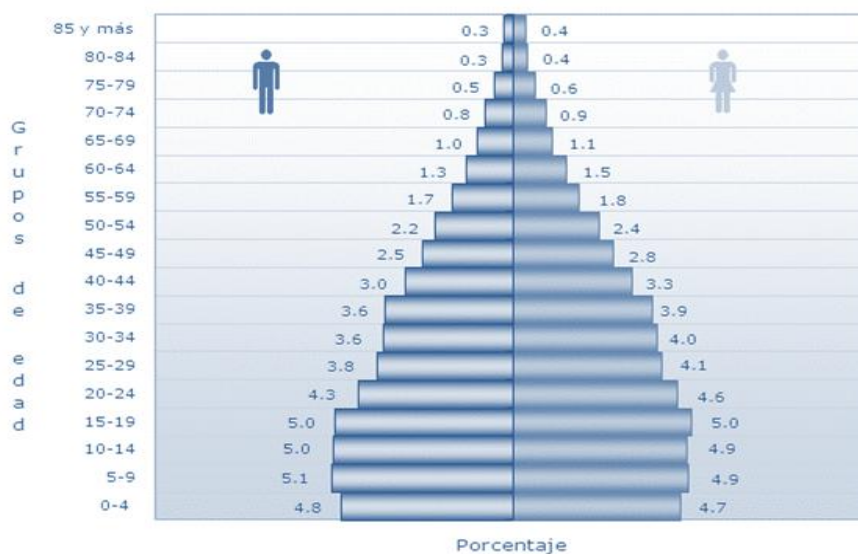
Elaboración propia con información de Morales, 2007.

2.2 Situación Actual

2.2.1 Estructura de la Población

La población mexicana ronda los 112 millones de personas en 2010. La distribución de ésta por sexo y edad se muestra a continuación (Gráfica 2.1):

Gráfica 2.1
Pirámide de población



FUENTE: INEGI, 2011

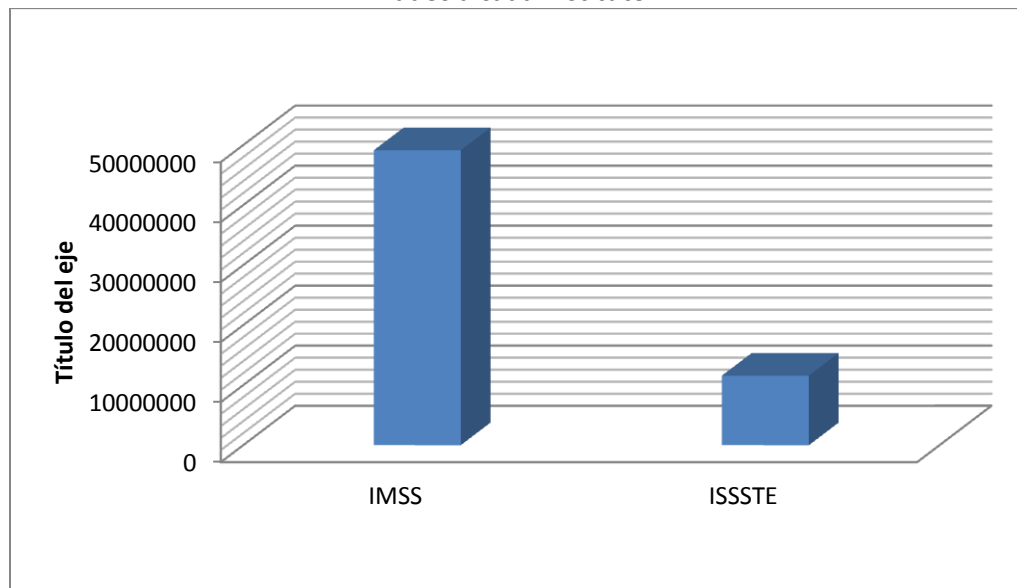
Para el 2011 la tasa bruta es del 5% y la esperanza de vida correspondiente a los hombres es de 73.2 años y para las mujeres de 77.9, es decir, en total se tiene una esperanza de vida de 75.6 años.

En cuanto a la Población Económicamente Activa para diciembre de 2010 se contaba con 46,092,460 habitantes dentro de esta categoría, correspondiente a un 41.15% de la población total aproximadamente. Y la tasa de desempleo es de 5.2%, tasa calculada contra la población económicamente activa.

2.2.2 Cobertura

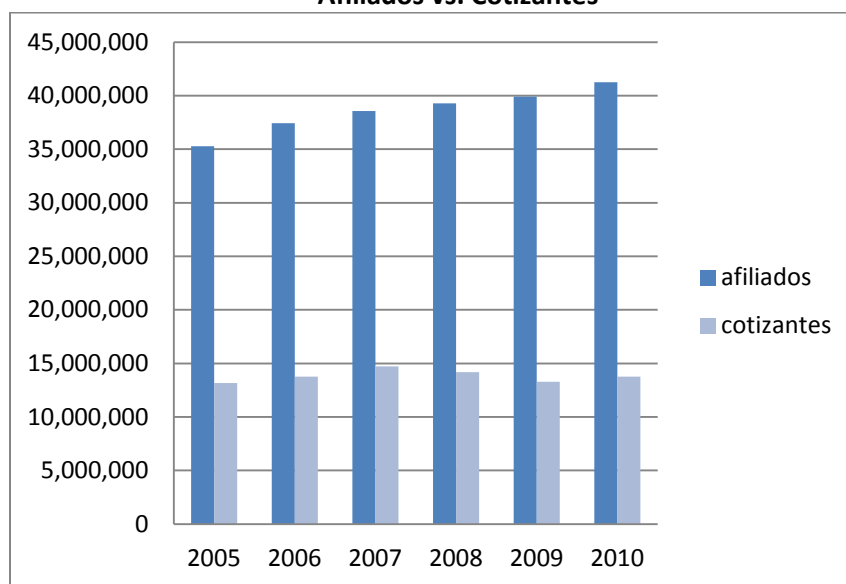
Los dos principales institutos de seguridad social son el IMSS y el ISSSTE, por la cantidad de población afiliada a ellos (Gráfica 2.2), aunque de manera general es visible lo disperso del número de afiliados contra los cotizantes (Gráfica 2.3).

Gráfica 2.3
Afiliados a cada Instituto



FUENTE: INEGI, 2010

Gráfica 2.3
Afiliados vs. Cotizantes



FUENTE: Elaboración propia con datos AIOSFP, 2011

2.3 Cobertura Legal

Para este beneficio, se tienen dos tipos de incorporación:

- i) **Obligatoria:** Esta afiliación es obligatoria para los trabajadores que laboran en el sector privado y que cotizan al IMSS, o para los trabajadores del Estado por parte del ISSSTE, para los trabajadores de las Fuerzas Armadas, el ISSFAM.
- ii) **Voluntaria:** El IMSS aprueba que los trabajadores no cubiertos por otros esquemas de seguridad social del país se puedan afiliar de manera voluntaria con los mismos derechos y obligaciones que los cotizantes incorporados de manera obligatoria para el IMSS.

2.4 Elección y Cambio de régimen

Los trabajadores que ya contaban con una pensión al momento de promulgarse la reforma, sus derechos no se alteraron y el gobierno federal cubre sus pensiones, los afiliados que registraron aportaciones al sistema anterior y se pensionen después de la reforma pueden elegir su pensión bajo los beneficios del régimen provisional que más le convenga. Ya que en la reforma no se utilizó el esquema de bonos de reconocimiento o alguna compensación por los aportantes realizados al sistema antiguo.

Los trabajadores que ingresen al sistema de pensiones durante el nuevo régimen se integran obligatoriamente a éste.

2.5 Cotizaciones

La cuenta individual del afiliado está integrada por tres subcuentas donde se contabilizan, la subcuentas de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, la subcuenta de vivienda y la subcuenta de aportaciones voluntarias. A partir de la reforma a la ley del SAR de diciembre de 2002, se pueden crear las subcuentas de aportaciones complementarias de retiro y la subcuenta de ahorro a largo plazo.

Las aportaciones pueden ser obligatorias o voluntarias:

i. Obligatorias

Éstas se calculan como porcentajes del salario base de cotización, que es el salario del trabajador más las prestaciones y aguinaldo.

Cuadro 2.4
Cuotas y aportaciones al sistema de pensiones de la Ley del Seguro Social

SEGURO	TRABAJADOR	PATRON	ESTADO	TOTAL	BASE	LÍMITE	DESTINO
Seguro de Retiro, Cesantía en edad avanzada y vejez							
Retiro		2.000%		2.000%	SBC	25SMGDF	AFORE
Cesantía en edad avanzada	1.125%	3.150%	0.225%	4.500%	SBC	25SMGDF	AFORE
Cuota social			5.500%	5.500%	SBGDF		AFORE
Vivienda		5.000%		5.000%	SBC	25SMGDF	INFONAVIT
Seguro de Invalidez y vida							
Seguro de Invalidez y vida	0.625%	1.750%	0.125%	2.500%	SBC	25SMGDF	IMSS
Seguro de Riesgos de Trabajo							
Seguro de riesgos de trabajo		Mínimo=0.25% Máximo=15%		2	SBC	25SMGDF	IMSS

FUENTE: Madero, Mora y Súchil, 2007.

SBC: Salario Base de Cotización

SMGDF: Salario Mínimo Generala del Distrito Federal

ii. Voluntarias

Son los depósitos que el patrón o el afiliado pueden hacer a las subcuentas de ahorro voluntario. Que son de 3 tipos:

- Voluntarias: constituyen un ahorro orientado al corto plazo por lo que se pueden retirar cada dos meses, excepto cuando la inversión se realiza en la SIEFORE básica 1, en cuyo caso se pueden retirar cada seis meses.
 - Complementarias de Retiro: destinadas a incrementar la pensión del trabajador y pueden acumularse a la pensión o retirarse en una sola exhibición una vez que se tenga derecho a retirar las aportaciones obligatorias. Además deben permanecer invertidas en la SIEFORE hasta que el trabajador tenga derecho a disponer de ellas, es decir, cuando el trabajador obtenga una pensión de cualquier tipo.
 - Ahorro a Largo Plazo: son las que se realizan los trabajadores no afiliados al IMSS y tienen la finalidad de construir un ahorro destinado a la vejez. Se pueden retirar en cualquier momento antes del retiro, en cuyo caso se renuncia a los beneficios fiscales que se otorgan al ahorro destinado a la pensión. Los trabajadores del IMSS también pueden realizar este tipo de aportaciones a su cuenta individual.
- iii. Transición previsional: el sistema de pensiones mexicano no contempla bonos de reconocimiento para los trabajadores que cotizaron al IMSS antes de julio de 1997. Al momento de pensionarse, los trabajadores tienen derecho a elegir la pensión que más les convenga.

2.6 Organismo recaudador

Para la recaudación y dispersión de fondos existen dos modelos: centralizados y descentralizados; en los primeros una empresa privada o un organismo público es el responsable. Para los descentralizados los mismos patrones son los que se encargan de dar las aportaciones a las administradoras de fondos de pensiones.

Centralizados

Un organismo público o una empresa privada es responsable de controlar la recaudación, la distribución de los recursos y la información respectiva.

Descentralizado

Cada administradora de fondo de pensiones recibe directamente las aportaciones por parte del patrón.

Para poder elegir correctamente el modelo adecuado de recaudación provisional se debe considerar: economías de escala y de especialización, velocidad de las transferencias, incentivos, mecanismos de control, posibilidad de controles cruzados y costos alternativos.

El sistema de pensiones mexicano se caracteriza por tener un modelo de recaudación y dispersión de cuotas y aportaciones de carácter centralizado, el cual representa ventajas en la seguridad, así como en los costos de la operación (AIOS, 2007).

El proceso es administrado por la Empresa Operadora de la Base de Datos Nacional SAR (PROCESAR), cuyos socios son las AFORES y los bancos que, por cuenta del IMSS, sirven de ventanilla para recibir las aportaciones a la seguridad social.

PROCESAR es una empresa que opera bajo concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y cuyo Consejo de Administración, tiene como objetivo prevenir posibles conflictos de interés entre el la empresa operadora y los socios participantes, así como evitar que el proceso centralizado de recaudación se convierta en una barrera a las nuevas administradoras entrantes.

Además, el proceso de fiscalización del cumplimiento del pago de las obligaciones previsionales es responsabilidad del IMSS con una participación de las administradoras de pensiones en la detección de los potenciales incumplimientos y el envío de esta información al organismo de fiscalización.

Los que participan en tal proceso, son:

- i. AFORES
- ii. Entidades receptoras
- iii. IMSS e ISSSTE
- iv. INFONAVIT
- v. PROCESAR
- vi. Banco de México
- vii. CONSAR
- viii. Banco liquidador

PROCESAR verifica que la información recibida de los bancos corresponda con los depósitos realizados en el banco central. En cuanto a la subcuenta de vivienda, el registro de las aportaciones e intereses es realizado por la Afore en la cuenta individual del trabajador, pero los recursos son canalizados al INFONAVIT. Finalmente PROCESAR debe reportar el resultado a la CONSAR.

2.7 Prestaciones

2.7.1 Tipos De Beneficios

Las prestaciones que otorgan cada una de estas instituciones son distintas.

Para el IMSS, las que aplican son:

Prestaciones en dinero

1. **Pensión de incapacidad permanente:** Se otorga al asegurado que sufre un accidente o enfermedad en ejercicio o con motivo de su trabajo y esto le ocasiona la pérdida de sus

facultades, aptitudes o disminución permanente parcial o total en su capacidad física o mental para realizar su trabajo.

2. **Pensión de invalidez:** Se otorga cuando el trabajador asegurado esté imposibilitado para procurarse, mediante un trabajo igual, un salario superior al 50% del recibo durante el último año de trabajo y que esa imposibilidad derive de una enfermedad o accidente no profesional.
3. **Pensión de Cesantía en edad avanzada o vejez:** Se da cuando el asegurado quede privado de trabajo remunerado a partir de los 60 años de edad. Tratándose de la pensión de vejez cuando el asegurado ha cumplido 65 años de edad. Además bajo la ley de 1997 debe haber cotizado ante el IMSS 1250 semanas, como mínimo.
4. **Pensión de retiro anticipado:** El asegurado podrá pensionarse antes de cumplir las edades establecidas por la Ley del Seguro Social, siempre y cuando la pensión que estará obligada la aseguradora a otorgar de por vida al pensionado, sea mayor al 30% de aquella que el Estado garantiza una vez cubierto el seguro de sobrevivencia para sus beneficiarios.
5. **Pensión de ascendientes:** Se otorga a los padres que dependían económicamente del asegurado o pensionado, siempre y cuando éste no tenga hijos o concubina(rio) o esposa(o).
6. **Pensión de viudez:** Esta pensión se otorga a la concubina(rio) o esposa(o), cuando fallece el asegurado o pensionado por retiro, cesantía en edad avanzada o vejez, riesgo de trabajo e invalidez
7. **Pensión de Orfandad:** Es la prestación económica y médica que recibirá cada uno de los hijos menores de 16 años y hasta 25 años si se encuentran estudiando en planteles del sistema educativo nacional, cuando muera el padre ó la madre, si ellos eran asegurados o pensionados.
8. **Asignaciones Familiares:** es el derecho que tiene el pensionado y que consiste en una ayuda por concepto de carga familiar, en los seguros de invalidez, retiro, cesantía en edad avanzada o vejez. Son una prestación en dinero adicional que forma parte de la pensión. Es una aportación extra que se realiza por cada miembro de la familia que dependa económicamente del pensionado, de acuerdo al artículo 183 de la Ley del Seguro Social. Se otorgan a la esposa o concubina correspondiéndole a ésta un 15%, para los hijos y padres que dependan económicamente del pensionado, un 10% respectivamente. Si el pensionado no tuviere los beneficiarios antes mencionados, se le concederá una ayuda asistencial equivalente al 15% de la cuantía de la pensión que le corresponda.

Mientras que el ISSSTE ampara y protege actualmente a sus derechohabientes mediante el otorgamiento de 4 seguros, prestaciones y servicios:

- I. **Seguro de salud**
- II. **Seguro de riesgos de trabajo:** Cubre el seguro cuando ocurran accidentes y enfermedades a las que están expuestos los trabajadores en el ejercicio de su actividad cotidiana.

- III. **Seguro de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez:** En cuanto al retiro, pensiona a aquellos trabajadores que cumplan 55 años de edad y que tengan 15 años de servicio como mínimo e igual tiempo de cotización al Instituto. La cesantía en edad avanzada, brinda protección al trabajador que decida retirarse voluntariamente del servicio o quede privado de trabajo remunerado después de los 60 años de edad y haya cotizado al Instituto cuando menos 15 años. Y para la vejez garantiza el pago de pensiones a todos los trabajadores que cumplan 30 años o más de servicio y a las trabajadoras con 28 años o más.
- IV. **Seguro de invalidez y vida:** Otorga este seguro a aquellos trabajadores que se inhabiliten física o mentalmente por causas ajenas al desempeño de su empleo, siempre y cuando hayan cotizado al Instituto cuando menos durante 15 años y cubre este seguro en caso de deceso por motivos ajenos al servicio, siempre y cuando el trabajador haya cotizado al Instituto más de 15 años, o fallecido después de los 60 años de edad con un mínimo de diez años de cotización.

2.7.2 Financiamiento de las Pensiones

El gobierno federal, hace contribuciones para proveer a los trabajadores y sus beneficiarios de la cobertura de la seguridad social (Cuadro 2.5). El gobierno contribuye con una cuota establecida en la Ley del Seguro Social y la Ley del ISSSTE (Cuadro 2.6) al seguro de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez. Además de estas aportaciones estatutarias, el gobierno contribuye con una cuota social que se destina al seguro de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez.

Cuadro 2.5
Aportaciones al sistema de pensiones del IMSS vs. ISSSTE

Aportaciones de Ley al financiamiento de la Seguridad Social				
	IMSS (incluye SAR)		ISSSTE (incluye Afores)	
	% sobre el SBC	Participación Porcentual	% sobre el SBC	Participación Porcentual
Patrón (gobierno o empresa)	21.12	55.00	19.74	71.14
Trabajador	3.84	10.00	8.01	28.86
Estado	13.44	35.00	-	-
Total	38.40	100.00	27.75	100

FUENTE: Ley del Seguro social, 1997. Ley del ISSSTE, 1998.

Cuadro 2.6
Contribuciones al ISSSTE 2010, como porcentaje del Sueldo Básico

Seguro o prestación	Dependencias	Trabajadores	Estado
Invalidez y vida	0.625%	0.625%	
Retiro, cesantía en edad avanzada y vejez	5.175%	5.075%	Cuota social 1/
Riesgos de trabajo	0.750%	No aplica	
Salud trabajadores activos	7.375%	2.750%	Cuota social salud 2/
Salud pensionados	0.720%	0.625%	
Servicios sociales y culturales	0.50%	0.50%	
Vivienda	5.000%	No aplica	
Total	20.145%	9.575%	Cuotas sociales
Ahorro solidario	\$3.25 por cada \$1 que el trabajador contribuya	Hasta 2% del salario	

FUENTE: Ley del ISSSTE.

2.7.3 Modalidades de pensión

En México, existen varias modalidades de pensión con su financiamiento y administración, según sea el caso por el cual se pensione el afiliado:

- a) Renta Vitalicia.- el trabajador podrá celebrar un contrato con la compañía de seguros de su elección, quienes pagarán mensualmente una pensión que se ajustará anualmente conforme a la inflación.
- b) Retiros Programados.- podrá contratarse a través de una AFORE y el monto de la pensión dependerá del saldo acumulado en la cuenta personal, incluyendo los recursos de vivienda.

Pensión mínima garantizada

Se refiere a cuando el trabajador cumple con los requisitos señalados para retirarse bajo el amparo de la Ley del Seguro Social 1997, pero no acumuló los recursos suficientes en su cuenta personal de AFORE para contratar la renta vitalicia o para recibir una pensión bajo la modalidad de retiros programados. En estos casos, tendrá derecho a que el gobierno le otorgue una pensión mínima garantizada.

Esta pensión es equivalente a un Salario Mínimo General Vigente en el Distrito Federal a la entrada en vigor de la Ley del Seguro Social de 1997, que se actualiza anualmente en el mes de febrero conforme al Índice Nacional de Precios al Consumidor.

Plan de pensiones establecido por el patrón o por contratación colectiva

Cuando haya adquirido una pensión en función de un plan de pensiones establecido por su patrón o derivado de contratación colectiva, podrá disponer el trabajador en una sola exhibición, del total

de los recursos de su cuenta personal de AFORE, siempre y cuando la pensión que reciba conforme al plan de pensiones más la que correspondería si contrata una renta vitalicia no sea inferior a la pensión garantizada en un 30%.

En caso de no encontrarse registrado dicho plan ante la CONSAR, no podrá disponer de sus recursos hasta que su patrón lo registre.

2.7.4 Otros beneficios

Gastos Funerarios:

IMSS

Teniendo reconocidas cuando menos doce cotizaciones semanales en los nueve meses anteriores al fallecimiento, el Instituto pagará a la persona preferentemente familiar del asegurado o del pensionado, que presente copia del acta de defunción y la cuenta original de los gastos de funeral, una ayuda por este concepto, consistente en dos meses del salario mínimo general que rija en el Distrito Federal en la fecha del fallecimiento.

ISSSTE

Cuando fallezca un Pensionado, la Aseguradora que viniese cubriendo la Pensión entregará a sus deudos o a las personas que se hubiesen hecho cargo de la inhumación, el importe de ciento veinte días de Pensión por concepto de gastos de funerales, sin más trámites que la presentación del certificado de defunción y constancia de los gastos de sepelio. En caso de que el Pensionado hubiese disfrutado de dos o más Pensiones los gastos del funeral se pagarán únicamente con base en la más alta.

Si no existiesen parientes o personas que se encarguen de la inhumación, el Instituto lo hará, limitado al importe del monto señalado en el párrafo anterior, mismo que le deberá ser entregado por la Aseguradora referida.

2.8 Administradoras (AFORES)

2.8.1 Objeto

El objetivo principal de las AFORES es administrar los recursos para las pensiones, así como a las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro (SIEFORES), las cuales invierten este dinero para las pensiones en instrumentos del mercado financiero.

2.8.2 Funciones

Las AFORES son las encargadas de administrar dicho sistema de capitalización, son sociedades anónimas que tienen personalidad jurídica, patrimonio propio y necesitan la autorización de la CONSAR. Éste es el organismo encargado de proteger los ahorros de los trabajadores para su retiro para que se les otorgue una pensión.

Las administradoras no pueden tener una participación mayor al 20% del mercado del sistema de ahorro para el retiro, a diferencia de otros países, Esta participación se mide de acuerdo al número de cuentas de capitalización en el sistema. En el cuadro 2.7 se muestra la situación actual de las cuentas administradas por las AFORES.

2.8.3 Requisitos de autorización

Las AFORES llevan a cabo la administración, haciéndolo mediante dos fondos, los de la gente joven y los de las personas cercanas al retiro, éstas son las denominadas sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro (SIEFORES) básicas, además se pueden crear fondos de ahorro voluntario. Es decir, Las AFORES deben constituir 5 fondos:

1. SIEFORE Básica 1
2. SIEFORE Básica 2
3. SIEFORE Básica 3
4. SIEFORE Básica 4
5. SIEFORE Básica 5

En un principio sólo se contaba con 2 SIEFORES básicas, la SIEFORE 1 que era para afiliados mayores de 56 años y la SIEFORE 2 para afiliados menores de 56 años. En marzo de 2008 se crean las otras 3 SIEFORES básicas.

Adicionalmente puede constituir fondos adicionales para invertir el ahorro voluntario de los trabajadores.

Cuadro 2.7
Cuentas Administradas por las AFORES
(Cifras al cierre de enero de 2011)

Afore	Trabajadores Registrados ¹	Trabajadores Asignados ²	Cuentas Totales	
			Número de Cuentas	Porcentaje del Total
Afirme Bajío	56,451	635,226	691,677	1.7
Azteca	188,743	740,649	929,392	2.3
Banamex	6,238,989	332,846	6,571,835	15.9
Bancomer	3,674,020	779,204	4,453,224	10.8
Banorte Generali	2,744,489	1,144,100	3,888,589	9.4
Coppel	2,292,112	154,025	2,446,137	5.9
HSBC	1,036,506	546,671	1,583,177	3.8
Inbursa	1,208,806	2,084,510	3,293,316	8.0
ING	3,887,712	1,134,600	5,022,312	12.2
Invercap	966,128	444,829	1,410,957	3.4
Metlife	319,316	888,005	1,207,321	2.9
PENSIONISSSTE	872,109		872,109	2.1
Principal	1,460,978	1,328,876	2,789,854	6.8
Profuturo GNP	2,657,170	455,488	3,112,658	7.5
XXI	1,728,379	1,299,263	3,027,642	7.3
Total	<u>29,331,908</u>	<u>11,968,292</u>	<u>41,300,200</u>	<u>100.0</u>

FUENTE: CONSAR

- 1 Registrados: Trabajadores que se registraron en alguna Afore. Incluye trabajadores independientes y cotizantes al ISSSTE.
- 2 Asignados: Trabajadores que no se registraron en alguna Afore y la CONSAR los asignó a una de acuerdo con las reglas vigentes.

2.8.4 Publicidad e Información

Las administradoras deben enviar a los afiliados los estados de cuenta y demás información sobre sus cuentas individuales y el estado de sus inversiones por lo menos dos veces al año, debiendo además establecer servicios de información y atención al público. Para esto deberá contar con una unidad especializada donde se reciban los reclamos de los trabajadores y empleadores, debiendo comunicar al Consejo de Administración de la Afore y a la CONSAR las consultas y reclamaciones que reciba.

Las administradoras deben elaborar prospectos de información para el público inversionista, suministrando información sobre la situación patrimonial de sus sociedades de inversión, así como información relativa a las políticas de inversión que seguirá dicha sociedad. En particular, la

información debe incluir: la advertencia a los afiliados de los riesgos que puedan derivarse de las políticas de inversiones; el sistema de valuación de sus acciones de conformidad con los criterios emitidos por el Comité de Valuación; la mención específica que los afiliados tendrán el derecho a que la propia sociedad, a través de la administradora, les recompre a precio de valuación hasta el 100% de su tendencia accionaria, cuando tenga derecho a gozar de alguna pensión o cuando el afiliado decida traspasarse de administradora; señalar en forma detallada la comisión que se le cobrará al afiliado y explicar la forma de cálculo.

En materia de información sobre las inversiones, a partir de julio de 2006 las administradoras deben publicar en sus páginas de internet y enviar a la CONSAR para su difusión las denominadas Canastas de Referencia. La Canasta de Referencia definida para una SIEFORE es aprobada por su comité de inversión y tiene por objeto establecer una estimación respecto a las estrategias de inversión que dicha SIEFORE podría seguir en el manejo de los recursos que administra, por lo que sólo sirve para fines comparativos respecto de otras canastas de inversión. Dichas canastas de referencia tienen una vigencia de 36 meses, pero se revisan semestralmente para efectos de ajustes por rebalanceo de cartera.

Tanto las administradoras como las sociedades de inversión deben publicar en dos periódicos de circulación nacional los estados financieros trimestrales y anuales, sin perjuicio de mantenerlos colocados en lugares visibles en todas sus oficinas y sucursales.

2.8.5 Comisiones

Las comisiones son la única fuente de ingresos de las AFORES con cargo a los trabajadores afiliados. Por ello, deben ser suficientes para cubrir los servicios de administración de las cuentas, así como la inversión de los recursos en instrumentos financieros rentables y el costo de capital de la administradora. Dar acceso a los trabajadores a tasas de rendimiento competitivas, con altos grados de seguridad y calidad obliga a incurrir en costos que se cubren con las comisiones.

Las comisiones que cobran las AFORES a los trabajadores sólo pueden ser con cargo a sus cuentas individuales y a las aportaciones voluntarias. Los objetos de cobro son:

1. Administración de la cuenta individual del trabajador.
2. Expedición de estados de cuenta y consultas adicionales a los de la ley.
3. Reposición de documentación de la cuenta individual a los trabajadores.
4. Gestión de trámites ante autoridades diferentes de los institutos de seguridad social
5. Por depósitos a las subcuentas de ahorro voluntario, cuando éstos no se efectúen a través del proceso centralizado de recaudación.

Solo se podrá cobrar comisión por cuota fija respecto de los conceptos a que se refieren los puntos 2, 3, 4 y 5 anteriores. Cada administradora debe cobrar las comisiones sobre bases uniformes, sin discriminar contra trabajador alguno, sin perjuicio de los incentivos que se otorguen a los trabajadores por ahorro voluntario o por utilizar sistemas informáticos para realizar trámites relacionados con su cuenta individual o recibir información de la misma.

En el caso de la administración de la cuenta individual del trabajador, las comisiones sólo pueden cobrarse como un porcentaje sobre el valor de los activos administrados.

La estructura de comisiones de las administradoras debe ser presentada a la CONSAR y a su junta de gobierno para su autorización. La junta de gobierno de la CONSAR puede exigir aclaraciones, adecuaciones o, en su caso, negar la autorización si las comisiones son excesivas o están fuera de parámetros de mercado. La junta puede emitir criterios o recomendaciones sobre el nivel y estructura de las comisiones.

Ante un cambio que signifique un aumento en las comisiones, los afiliados pueden traspasarse sin sujetarse al límite de tiempo establecido (un mínimo de un año, a menos de que se cambie hacia una Afore cuyas sociedades de inversión hayan registrado un mayor rendimiento, en el periodo de de cálculo inmediato anterior) para su permanencia en una Afore. Las administradoras no pueden cobrar en ningún caso comisiones por entregar los recursos a la institución de seguros que el trabajador o sus beneficios hayan elegido para la contratación de rentas vitalicias o del seguro de sobrevivencia.

2.8.6 SIEFORES (Multifondos)

Cada administradora debe operar 5 sociedades de inversión (SIEFORES), las cuales se diferencian por los distintos grados de riesgo que puede asumir su cartera. Las SIEFORES son las responsables de la inversión de los recursos de las cuentas individuales; deben contar con autorización de la CONSAR y conformarse como sociedades anónimas de capital variable y sólo pueden participar la administradora que opera y sus accionistas en su capital social mínimo fijo. Y su capital variable se conforma con los recursos de las cuentas individuales y con el capital de la administradora que debe invertirse en las SIEFORES que opera.

1. Elección de Fondos por los afiliados:

Las SIEFORES operan para los afiliados, de acuerdo con la edad de éstos, como se muestra en el siguiente diagrama (Diagrama 2.1):

Diagrama 2.1
Asignación de SIEFORES



FUENTE: CONSAR

Los trabajadores podrán solicitar en cualquier tiempo la transferencia de sus recursos de una SIEFORE a otra de su elección distinta de la que es correspondiente por su edad, siempre que esta última invierta los recursos de trabajadores de igual o mayor edad. El derecho de los trabajadores afiliados para invertir los recursos de su cuenta individual en otra sociedad de inversión, que sea operada por la misma administradora que se encuentre operando dicha cuenta, podrá ser

ejercitado en cualquier tiempo, siempre que reúnan los requisitos para invertir en dicha sociedad de inversión.

2. Diferenciación de los Tipos de Fondos de Pensiones

La siguiente tabla muestra las características de las SIEFORES (cuadro 2.8). Al principio de la vida laboral se invierten los ahorros más agresivamente y con mayor riesgo. Conforme avanza la edad del trabajador se invierte con menor riesgo.

Cuadro 2.8
Límites de inversión

Fondo	Renta variable	Renta fija
Siefore 1	0%	100%
Siefore 2	15%	85%
Siefore 3	20%	80%
Siefore 4	25%	75%
Siefore 5	30%	70%

FUENTE: CONSAR, 2011

Como se ve en la tabla, mientras más joven es el trabajador, se le permiten instrumentos de inversión con mayor riesgo y que buscan maximizar el ahorro para cuando llegue el momento del retiro, esta situación va cambiando mientras el trabajador va envejeciendo y, bajo el régimen de inversión, se busca minimizar la variabilidad de los rendimientos y, de esta manera, a conservar el valor adquisitivo de los recursos.

3. Obligatoriedad de los Fondos

Las AFORES deben constituir obligatoriamente 5 fondos, es decir, las 5 SIEFORES. Adjuntamente, las administradoras pueden constituir fondos adicionales para invertir el ahorro voluntario de los trabajadores.

4. Traspasos entre Fondos

Los afiliados pueden traspasarse después de transcurrido un año a partir de su ingreso en la Afore o cuando las comisiones aumenten, y cuando la administradora entra en estado de fusión o disolución. El trabajador también se puede traspasar antes de un año si se cambia a una Afore cuyas sociedades de inversión tengan un mayor rendimiento neto, en el periodo de cálculo inmediato anterior. La Afore encargada de realizar los trámites del traspaso es la Afore receptora, en tanto que Procesar es responsable de los controles necesarios para validar el trámite.

5. Separación de Saldos

Las cuentas individuales de los trabajadores afiliados al IMSS se integrarán por las siguientes subcuentas:

- a) Retiro, cesantía en edad avanzada y vejez;
- b) Vivienda;
- c) Aportaciones Voluntarias, y
- d) Aportaciones Complementarias de Retiro

La subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez se regirá por lo dispuesto en la Ley del Seguro Social y la de vivienda por lo dispuesto en la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores.

Asimismo, los trabajadores afiliados podrán solicitar a su administradora que se traspasen sus cuentas individuales que se hayan abierto conforme al régimen previsto en la Ley del Seguro Social de 1973.

Las aportaciones complementarias de retiro sólo podrán retirarse cuando el trabajador afiliado tenga derecho a disponer de las aportaciones obligatorias, ya sea para complementar, cuando así lo solicite el trabajador, los recursos destinados al pago de su pensión, o bien para recibirlas en una sola exhibición.

Para los trabajadores afiliados al ISSSTE, la cuenta se divide en:

- a) Subcuenta de ahorro para el retiro
- b) Subcuenta del fondo de la vivienda
- c) Subcuenta de aportaciones voluntarias

Las subcuentas de ahorro para el retiro y el fondo de la vivienda son las previstas en la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, por lo que se regirán por lo dispuesto en dicha Ley. La subcuenta de aportaciones voluntarias se regirá por lo dispuesto en la Ley SAR.

6. Rentabilidad mínima

Los fondos de las pensiones se conforman de las aportaciones de los afiliados y el capital invertido de las AFORES, así como por los rendimientos acumulados de las inversiones.

Los fondos acumulados en las cuentas individuales se expresan en acciones de las SIEFORES (cuotas). La valuación de los activos de las SIEFORES, se lleva a cabo diariamente, del cual resulta un precio para las acciones representativas del capital de la sociedad de inversión.

El saldo acumulado en la cuenta del trabajador resulta de multiplicar el número de acciones que posee cada trabajador en función de las aportaciones que hayan realizado por el precio de la SIEFORE.

La rentabilidad de las sociedades de inversión especializadas depende de los rendimientos y de las pérdidas/ganancias de los activos financieros que conforman las inversiones de las SIEFORES. La valuación de las SIEFORES y de todos los instrumentos en que se invierten, se realizan de forma diaria a mercado conforme a los precios del proveedor de precios contratados por la Afore. No está prevista la garantía de un nivel de rentabilidad mínimo a cargo de las AFORES o del Estado.

En la situación actual así es como se ven los rendimientos de las SIEFORES básicas (Cuadro 2.9):

Cuadro 2.9
Rendimientos de las SIEFORES Básicas
(Últimos 36 meses. Al cierre de enero de 2011)

AFORES	SIEFORE	SIEFORE	SIEFORE	SIEFORE	SIEFORE
	Básica 1	Básica 2	Básica 3	Básica 4	Básica 5
Afirme Bajío	7.11	7.56	7.81	7.64	8.82
Azteca	6.32	7.62	7.84	7.92	7.95
Banamex	8.74	7.44	7.95	8.53	9.34
Bancomer	7.49	7.30	7.73	7.71	7.68
Banorte Generali	5.63	6.47	5.72	6.86	6.75
Coppel	7.30	7.13	6.86	7.15	7.02
HSBC	7.53	7.67	8.32	8.18	8.59
Inbursa	7.27	6.92	6.96	6.65	6.59
ING	8.68	8.45	9.00	9.66	9.87
Invercap	7.18	6.76	6.82	6.91	7.91
MetLife	7.34	7.38	7.60	8.04	8.68
Principal	8.29	8.24	8.11	8.27	8.27
Profuturo GNP	6.59	7.95	8.73	9.16	7.58
XXI	8.46	8.43	8.52	8.21	8.01
Promedio del sistema²	7.82	7.62	7.93	8.23	8.14

FUENTE: CONSAR

Cifras preliminares

El cálculo de los rendimientos considera la metodología descrita en la Circular CONSAR 71-1.

¹ Es el rendimiento que obtuvieron los activos de las SIEFORES antes del cobro de comisiones.

² Promedio ponderado por el valor de los activos netos de las SIEFORES.

Notas:

Las cifras son porcentajes de rendimientos nominales en términos anualizados.

El rendimiento observado en el pasado no es garantía del desempeño futuro.

Sin embargo, en México no existe, dentro del marco normativo, una regulación que exija a las administradoras a otorgar un rendimiento mínimo.

2.8.7 Responsabilidades y obligaciones

Las administradoras abren y operan las cuentas individuales; reciben la cuotas y aportes; prestan servicios de administración a las sociedades de inversión, debiendo cubrir los gastos de

establecimiento, organización y otros pagos que originen para su operación con cargo a sus ingresos; operan y pagan bajo la modalidad de retiro programado, y entregan los recursos a la institución de seguros que el trabajador o sus beneficiarios hayan elegido para la contratación de rentas vitalicias o de seguro de sobrevivencia.

En cuanto a las subcuentas de vivienda, los recursos pasan directamente de la cuenta del Banco de México al INFONAVIT, que canaliza los recursos para promover la constitución de vivienda y otorgar créditos hipotecarios a los trabajadores. El INFONAVIT paga rendimientos que no pueden ser menores que el incremento en el salario mínimo. Los registros del saldo acumulado y los rendimientos son realizados por la administradora y aparecen en el estado de cuenta de cada trabajador.

Cada administradora opera diversas sociedades de inversión, las cuales se diferencian por los distintos grados de riesgo que pueden asumir su cartera. Las SIEFOREs son las responsables de la inversión de los recursos de las carteras individuales, y se constituyen como sociedades anónimas independientes de la Afore.

Cada administradora debe operar al menos 5 SIEFOREs, denominadas SIEFOREs básicas. La SIEFORE 1 debe invertir al 100% de la cartera en títulos de renta fija. La SIEFORE 2 invierte 15% de la cartera en renta variable y el 85% en renta fija. Para la SIEFORE 3 el 20% en renta variable y 80% en renta fija. La SIEFORE 4 25% en renta variable y 75% en renta fija. Mientras que para la SIEFORE 5 el 30% en renta variable y el 70% en renta fija.

Las administradoras son responsables de todos los actos, omisiones y operaciones que realicen las sociedades de inversión.

Las AFORES en su consejo de administración, deben contar con consejeros independientes, expertos en materia financiera, jurídica o de seguridad social. Éstos no deben tener ningún nexo patrimonial con la administradora. Además deben contar con un contralor normativo, responsable de vigilar que los funcionarios y empleados de las administradoras cumplan con la normativa vigente.

Los gastos que genere el sistema de emisión, cobranza y control de los aportantes a las cuentas individuales son cubiertos por las administradoras.

2.9 Inversión de Recursos

Las sociedades de inversión deben tener un comité de inversión, el cual tiene como objetivo determinar la política y estrategia de inversión y la composición de los activos de la SIEFORE. Estos activos al 100% deben estar en efectivo o en valores.

Las SIEFOREs sólo pueden adquirir valores que sean objeto de oferta pública, a través de colocaciones primarias o a través de operaciones de mercado abierto.

Las sociedades de inversión sólo pueden operar los instrumentos contemplados en el régimen de inversión que mediante reglas de carácter general establezca la CONSAR, con la opinión previa del Banco Central, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y del Comité Consultivo y de Vigilancia, que es un órgano de Gobierno de la propia CONSAR.

Los instrumentos de deuda emitidos por personas morales distintas del gobierno federal mexicano deben de contar con al menos dos calificaciones de empresas calificadoras de reconocido prestigio internacional.

En el Cuadro 2.10 se muestran los límites del régimen de inversión de las SIEFORES. Estos límites se clasifican por el tipo de riesgo.

Los SIEFORES sólo pueden adquirir valores que sean objeto de oferta pública, a través de colocaciones primarias u operaciones de mercado secundario.

Las SIEFORES tienen prohibido adquirir valores en colocación primaria si el emisor es una entidad con nexo patrimonial con la Afore, adquirir valores en colocación primaria si el agente colocador tiene nexo patrimonial con la Afore y operar valores con entidades financieras con las que tenga nexo patrimonial, cuando dichas entidades operen por cuenta propia.

Cuadro 2.10
Límites del Régimen de Inversión de las SIEFORES

Concepto		Límites por tipo de SIEFORE						
		Básica 1	Básica 2	Básica 3	Básica 4	Básica 5	Adicionales	
Tipo de Afiliado (Edad de Retiro)		>=56	46 a 55	37 a 45	27 a 36	<=26		
Riesgo de Mercado		Valor de Riesgo[$VaR_{\text{Histórico}}(1-\alpha=95\%, 1\text{día})$]	0.60%	1.00%	1.30%	1.60%	2.00%	2.00%
		Renta Variable (a través de índices accionarios)	0%	15%	20%	25%	30%	30%
		Instrumentos en Divisas: Dólares, Euros, Yenes u otras (para índices Acc)	30%	30%	30%	30%	30%	30%
		Derivados	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Riesgo de Crédito		Instrumentos de deuda mxAAA ² y gubernamental	100%	100%	100%	100%	100%	100%
		Instrumentos de deuda mxAAA-	35%	35%	35%	35%	35%	35%
		Instrumentos de deuda mxA.	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Riesgo de Concentración	Nacional	Instrumentos mxAAA de un solo emisor ³ o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%	5%
		Instrumentos mxAA de un solo emisor o contraparte	3%	3%	3%	3%	3%	3%
		Instrumentos mxa de un solo emisor o contraparte	1%	1%	1%	1%	1%	1%
		Instrumentos en divisas BBB+ de un solo emisor o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%	5%
		Instrumentos en divisas BBB- de un solo emisor o contraparte	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	Int.	Instrumentos extranjeros A- de un solo emisor o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%	5%
		Sobre una sola emisión ⁴	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Otros Límites		Valores de emisores Extranjeros (en caso de valores de deuda, mínimo A-)	20%	20%	20%	20%	20%	20%

		Inst. Bursatilizados ⁵	10%	15%	20%	30%	40%	40%
		Inst. estructurados (Capital Privado) ⁵	0%	1%	55%	7.50%	10%	10%
		Fideicomisos de Infraestructura y Bienes raíces (FIBRAS)	0%	5%	5%	10%	10%	10%
		Protección Inflacionaria ⁶	Sí (51% min)	No	No	No	No	No
Conflictos de intereses		Instrumentos emitidos por entidades relacionadas entre si	15%	15%	15%	15%	15%	15%
		Instrumentos emitidos por entidades con nexo patrimonial con la Afore ⁷	5%	5%	5%	5%	5%	5%

FUENTE: Madero, Mora y SÚchil, 2007.

1. Todos los límites son porcentajes máximos (salvo el de protección inflacionaria) respecto a los activos netos de la SIEFORE, salvo el límite de tendencia una emisión.
2. La escala de calificaciones en local, para instrumentos de deuda nacionales, y global para el resto. La emisión debe contar con al menos dos calificaciones, todas las emisiones deben ser ofertas públicas.
3. Emisor o aval, en la proporción que corresponda. El consumo del límite en operaciones de reportos y derivados se acumula al consumo por valores.
4. Porcentaje referido al monto de la colocación incluida en el prospecto, ajustada posteriormente por recompras, amortizaciones o reaperturas.
5. Al cumplir los instrumentos Bursatilizados con el anexo K de la circular 15 pueden considerarse como un emisor independiente al originador, los instrumentos Estructurados deben cumplir con el anexo I.
6. Límite mínimo en instrumentos que aseguren un rendimiento igual o superior a la inflación nacional.
7. Límite establecido en la Ley del SAR (Art. 48, fracc. X, y 71), puede aumentar a 10% con autorización de la CONSAR. Si el emisor es una entidad financiera el límite es cero.

En cuanto a la calificación de riesgo, el Comité de Análisis de Riesgo tiene como objetivo el establecer criterios y lineamientos relativos a los niveles de riesgo crediticio aceptables de los valores que integren las carteras de las SIEFORES.

Además cada administradora tiene un comité de riesgos cuyo objetivo es administrar los riesgos inherentes a las inversiones de las SIEFORES, así como vigilar que las operaciones con valores se ajusten a los límites, políticas y procedimientos aprobados por su consejo de administración. El comité debe estar conformado por un consejero independiente y uno no independiente.

Los títulos adquiridos por las SIEFORES en el mercado local se encuentran depositados en la SD Indeval³. La SD Indeval, también liquida las operaciones del mercado de valores entre intermediarios y con el Banco Central. Adicionalmente, las SIEFORES pueden contratar, si así los estiman conveniente, a una institución de crédito para efectos de la liquidación y el control de las operaciones con valores locales. La contratación de un custodio es obligatoria para las operaciones con valores extranjeros.

Los criterios para la valuación de los activos financieros y los procedimientos y técnicas a los cuales deben sujetarse las AFORES son determinados por el Comité de Valuación. Conforme a lo dispuesto por el Comité, en México los precios de valuación de los activos financieros son generados por los “proveedores de precio”, los cuales son empresas independientes que tienen el objetivo de calcular y difundir precios para valuación de todos los activos del sistema financiero. Los diferentes intermediarios del sistema financieros de sus carteras, y un mismo proveedor debe dar los mismos precios a todos sus clientes. Lo cual permite que haya un mismo precio de valuación para cada activo financiero, independientemente del intermediario que los tenga.

Las SIEFORES tienen permitido adquirir valores que sean objeto de oferta pública negociados en los mercados formales de valores, ya sea a través de colocaciones primarias o en operaciones del mercado secundario.

Para el caso de las inversiones en instrumentos de renta variable ligados a índices accionarios, la regulación define los mercados permitidos que pertenecen a países miembros del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) y de la Unión Europea.

2.10 Organismos Control

CONSAR

La Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro tiene a su cargo la coordinación, regulación, supervisión y vigilancia de los sistemas de ahorro para el retiro. Es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con autonomía técnica y facultades ejecutivas.

Las facultades de la CONSAR son: regular las operaciones de los sistemas de ahorro para el retiro; regular la constitución, organización, funcionamiento, operaciones y participación en los sistemas de ahorro para el retiro; reglamentar la operación y pago de los retiro programados; otorgar,

³Institución privada que cuenta con autorización de acuerdo a la Ley, para operar como Depósito Central de Valores, proporcionando servicios de custodia y administración de valores.

modificar o revocar las autorizaciones a las administradoras y a las sociedades de inversión; realizar la supervisión de los participantes a los sistemas de ahorro para el retiro, actuando en común acuerdo con la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas; imponer multas y sanciones, recibir y tramitar las denuncias que realicen los trabajadores y patrones; recibir un informe semestral al Congreso de la Unión sobre la situación del sistema; informar a la opinión pública sobre los diversos aspectos del funcionamiento del sistema.

Tiene dos órganos de gobierno: la Junta de Gobierno y el Comité Consultivo y de Vigilancia. Éstos están integrados por representantes de los trabajadores y de las empresas y del gobierno:

- Junta de Gobierno, cuyos miembros son: el Secretario de Hacienda y Crédito Público, quien la preside; el presidente de la CONSAR y dos vicepresidentes; así como 11 vocales integrados por: el Gobernador del Banco de México (Banco Central), el Secretario del Trabajo, tres representantes de los institutos de seguridad social, dos de los trabajadores y de los patrones. Sus principales funciones son emitir y revocar licencias para operar como administradoras de fondos para el retiro, aprobar el régimen de inversión de los fondos de pensiones, autorizar el cambio de comisiones de las AFORES⁴ y emitir criterios o recomendaciones sobre el nivel y estructura de las comisiones.
- Comité Consultivo y de Vigilancia: está integrado por 19 miembros: 6 representantes, 6 de los patrones, 3 de los institutos de seguridad social, 2 de la SHCP, 1 del Banco de México y 1 de la Secretaría del Trabajo. Sus principales funciones son conocer los asuntos relativos a la adopción de criterios y políticas de aplicación general en materia de los sistemas de ahorro para el retiro, aprobar el nombramiento de los contralores normativos de las AFORES y opinar sobre el régimen de inversión de las SIEFORES y las comisiones de las administradoras.

Sus principales mecanismos de control:

- a. Autorizaciones. La CONSAR tiene la facultad de autorizar la constitución de las AFORES y SIEFORES, así como de supervisar su funcionamiento y revocar, en su caso, su licencia de operación. Interviene en el proceso de liquidación de una administradora, de acuerdo a los criterios establecidos en la legislación.
- b. Funcionarios. Esta comisión fiscaliza la solvencia técnica y moral de los directores, síndicos, representantes y gerentes que se incorporen a las AFORES, y lleva un registro de antecedentes personales actualizado de los mismos. Además, lleva un registro de agentes promotores.
- c. Control financiero:
 - Vigilancia y supervisión del correcto funcionamiento del proceso de recaudación de cuotas y aportaciones al sistema de pensiones.
 - Las inversiones de los recursos de las SIEFORES, así como el cumplimiento de los límites de inversión establecidos.

⁴ Administradoras de Fondos para el Retiro.

- Cumplimiento de los requerimientos mínimos de capitalización que deben cumplir las AFORES y SIEFORES: capital mínimo fijo, inversión permanente y reserva especial.
- Vigilancia y supervisión de los procesos de traspaso de los trabajadores entre administradoras y los retiros a los que tienen derecho los afiliados al sistema de pensiones.

2.11 Garantías del Estado

En México se utiliza un modelo de recaudación y dispersión centralizado y es administrado por la Empresa Operadora de la Base de Datos Nacional SAR (PROCESAR), y sus socios son las AFORES, así como los bancos en los que se pueden llevar a cabo las aportaciones. Esta empresa (PROCESAR) trabaja bajo concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, su objetivo es evitar los conflictos de interés entre la empresa operadora y los socios participantes, además de evitar que el proceso centralizado pueda convertirse en un obstáculo para las administradoras entrantes.

En el caso del Seguro Social, el Estado debe garantizar el financiamiento de ciertos beneficios, dictar normas para el buen funcionamiento del sistema y controlar el cumplimiento de éstas. Y esto lo hace planteando conceptos:

a) Pensión Mínima Garantizada:

Es la cual equivale a un salario mínimo general vigente en el Distrito Federal al momento de la reforma y está indexada al INPC. Para tener derecho a la pensión mínima garantizada, el trabajador debe cotizar al menos 1250 semanas y alcanzar los 65 años de edad por vejez o, en su caso, 60 años por cesantía en edad avanzada.

b) Prestaciones Garantizadas

El Estado cubre el pago de las pensiones de los trabajadores y beneficiarios de la generación de transición que, al momento de pensionarse eligen los beneficios del sistema anterior. En este caso, el Estado recupera el saldo de la cuenta individual en lo que toca a las aportaciones obligatorias, Esto sólo en el caso de que no se otorgue un bono de reconocimiento por los aportes realizados al viejo sistema.

Capítulo 3: Sistema de Pensiones de Capitalización Individual. Caso Chileno.

3.1 Sumario

A partir de 1981, el sistema de pensiones chileno se convirtió en un referente mundial, ya que fue el primer país latinoamericano en cambiar de un sistema basado en un esquema de reparto por uno de capitalización individual, administrado por entidades privadas. Ésta no fue la única reforma de importancia. Un estudio realizado en 2006 arrojó como resultado que existía una parte importante de la población que no tendría ahorros suficientes para el financiamiento de su vejez, debido principalmente a la baja densidad de cotizaciones. En 2008, la Presidente Michelle Bachelet promulgó una reforma importante al sistema de pensiones chileno, introduciendo una serie de medidas tendientes a mejorar la cobertura del pilar de prevención de la pobreza, aumentar la densidad de cotizaciones, mejorar la igualdad de género en el sistema de pensiones, incrementar la intensidad competitiva de la industria de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y flexibilizar el régimen de inversión que las regula.

La reforma chilena significó una verdadera innovación con respecto a los regímenes existentes, tanto desde el punto de vista del diseño, como del reconocimiento de los aportes previos y de la cobertura de las contingencias de invalidez y fallecimiento. En efecto, el régimen de capitalización es completamente independiente del régimen de reparto anterior (AIOS, 2007).

Al ser implementado el régimen basando en la capitalización individual en Chile en 1981, éste se regía por la Ley 3.500.

Las modificaciones implementadas en 2008 con el fin de lograr un sistema integrado y coordinado que asegure la protección social a cada uno de los ciudadanos del país están cimentadas en la Ley 20.255 de Reforma Previsional. Esta ley fue publicada en el Diario Oficial el 27 de marzo de 2008, e introduce perfeccionamientos a los tres pilares que conforman el sistema de pensiones.

El nuevo marco legal crea, entre otras cosas, un Sistema de Pensiones Solidarias que beneficiará a hombres y mujeres que, por diversas razones, no lograron ahorrar lo suficiente para financiar una pensión "digna".

La extensión jurisdiccional del sistema es nacional. Este modelo se rige, como ya se mencionó, por un sistema de tres pilares: un pilar de prevención de pobreza (pilar solidario), un pilar contributivo de naturaleza obligatoria (pilar contributivo obligatorio) y un pilar de ahorro voluntario. El objetivo de este diseño es garantizar un nivel de vida similar entre la etapa laboral activa y el período de jubilación; adicionalmente se busca eliminar la incidencia de pobreza en la tercera edad o en caso de invalidez.

La definición de los pilares se presenta a continuación:

El **pilar solidario** es el que tiene como objetivo prevenir pobreza en situaciones de vulnerabilidad (vejez, invalidez, muerte). Este pilar está conformado por una pensión no contributiva, la pensión básica solidaria (PBS), y un complemento a la pensión contributiva, el aporte previsional solidario (APS).

El **pilar contributivo obligatorio** sigue un esquema de capitalización financiera en cuentas individuales administradas por empresas privadas de giro único, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Este pilar está fundamentado en la contribución definida, es decir, donde la tasa de aporte se mantiene constante y los beneficios se calculan utilizando fórmulas actuariales en función del saldo acumulado por cada individuo al momento de retiro.

El **pilar de ahorro voluntario** sirve para complementar el ahorro obligatorio realizado a través del sistema de AFP. Existen incentivos tributarios para que las personas realicen aportes voluntarios a través de una serie de instrumentos financieros: cuentas de ahorro previsional voluntario administradas por las propias AFP, fondos mutuos, productos de seguro de vida con ahorro, etc. El esquema está diseñado de manera tal que los ahorros destinados a estos productos se encuentran exentos de impuesto a la renta en aquellos años en que los depósitos son realizados. Los intereses generados por estos ahorros también están exentos de impuestos pero las pensiones financiadas con estos recursos son consideradas como ingreso para su historia contributiva. Este nuevo programa entrega subsidios de vejez e invalidez, financiados a partir de los ingresos generales de la Nación.

El régimen de capitalización es obligatorio para los trabajadores en relación de dependencia, y voluntario para los trabajadores autónomos. Al darse la reforma, los trabajadores pudieron elegir entre el nuevo y el viejo sistema; posteriormente, los nuevos trabajadores son incorporados al régimen de capitalización individual.

Para efectos de este capítulo, y de la tesis en general, el interés se centra en el pilar contributivo. Éste es el que sigue el esquema de Sistema de Capitalización Individual, así que ahondaremos en el tema.

Este pilar tiene por objetivo fundamental contribuir a un estándar de vida adecuado para los trabajadores que han concluido su vida laboral, procurando que éste se acerque razonablemente a aquél que tenían durante su vida activa.

Las bases que sustentan a este pilar son:

1. **Capitalización Individual:** El Sistema de Pensiones está basado en la capitalización individual. Cada afiliado posee una cuenta individual donde se depositan sus cotizaciones previsionales, las cuales se capitalizan y ganan la rentabilidad de las inversiones que las Administradoras realizan con los recursos de los Fondos. Al término de la vida activa, este capital le es devuelto al afiliado o a sus beneficiarios sobrevivientes en la forma de alguna modalidad de pensión. La cuantía de las pensiones dependerá del monto del ahorro, con lo que se logra una relación directa entre el esfuerzo personal y la pensión que se obtenga.
2. **Obligatoriedad de Contribuir:** La afiliación al Sistema de Pensiones de Capitalización Individual es obligatoria para todos los trabajadores dependientes que inician su vida laboral y optativa para los trabajadores que se encontraban en el sistema de reparto al momento de implementarse el cambio al sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Para los trabajadores independientes la afiliación es de carácter voluntario; sin embargo, en forma consistente con el aumento de cobertura que implica la introducción del nuevo Sistema de Pensiones Solidarias, la reforma previsional del año 2008 obliga a los trabajadores independientes que perciben ingresos sujetos al impuesto a

la renta, a realizar aportes al sistema obligatorio sobre la base de sus ingresos anuales. La introducción de esta obligatoriedad será gradual.

3. Administración Privada de los Fondos: El Sistema de Pensiones está administrado por entidades privadas, denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Estas instituciones son sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo es la administración de distintos Fondos de Pensiones y el desarrollo de otras actividades estrictamente relacionadas con el giro previsional, además de otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece la ley.

Las Administradoras recaudan las cotizaciones previsionales, las depositan en la cuenta personal de cada afiliado e invierten los recursos, para otorgar posteriormente los beneficios que correspondan. Adicionalmente, contratan en forma conjunta, a través de una licitación, un seguro para financiar las pensiones de invalidez y sobrevivencia que generen sus afiliados.

Por su gestión de administración de Fondos de Pensiones, las AFP tienen derecho a una retribución establecida sobre la base de comisiones de cargo de los afiliados. Las comisiones son fijadas libremente por cada Administradora, con carácter uniforme para todos sus afiliados.

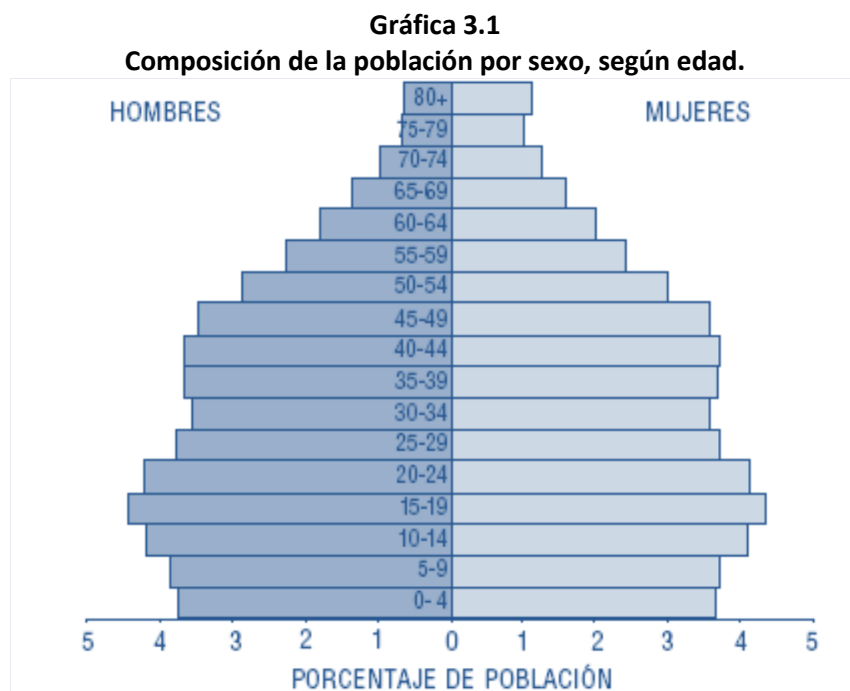
4. Asignación de afiliados nuevos a AFP de menor costo: La ley de reforma previsional del año 2008 establece que los trabajadores que inician labores serán asignados como afiliados a la AFP que ofrezca la menor comisión por depósito de cotizaciones. La entidad a la que deberán afiliarse estos trabajadores será asignada mediante un proceso de licitación. En cada licitación se adjudicará el servicio a la entidad que ofrezca cobrar la menor comisión por depósito de cotizaciones periódicas durante el período licitado, a los trabajadores cotizantes dependientes, cotizantes independientes y cotizantes voluntarios.
5. Libertad de traspasos entre AFP y elección de Fondo: El trabajador puede cambiarse de Administradora cuando lo estime conveniente, con excepción de quienes hayan sido asignados a la AFP de menor costo como nuevos afiliados del sistema, los que podrán cambiarse de Administradora cuando cumplan el período de permanencia mínima en la adjudicataria o cuando ésta se encuentre en alguna de las situaciones que la ley establece como cláusulas de salida. El trabajador también puede elegir libremente el tipo de Fondo de Pensiones donde efectuar su ahorro previsional, con algunas limitaciones para optar por Fondos de mayor riesgo relativo en el caso de afiliados próximos a pensionarse y pensionados.
6. Supervisión: El Estado cumple la función de reglamentar y regular el funcionamiento del Sistema de Pensiones en su conjunto, tanto a proveedores públicos como privados, a través de la Superintendencia de Pensiones.

De aquí en adelante, todos los subtemas hacen referencia únicamente al Pilar Contributivo.

3.2 Situación Actual

3.2.1 Estructura de la población Chilena

De acuerdo con datos del INE de Chile, al 30 de junio de 2008, la población chilena supera los 16.7 millones de habitantes (16'763,470), de los cuales 49.5% corresponde a población masculina y 50.5% a femenina.



FUENTE: INE, 2008

La tasa bruta de mortalidad⁵ en Chile es de 5⁶ y la esperanza de vida al nacer es de 79 años.

En cuanto al empleo, la tasa de población activa es de 71%, mientras que la tasa de desempleo es del 7.8%.

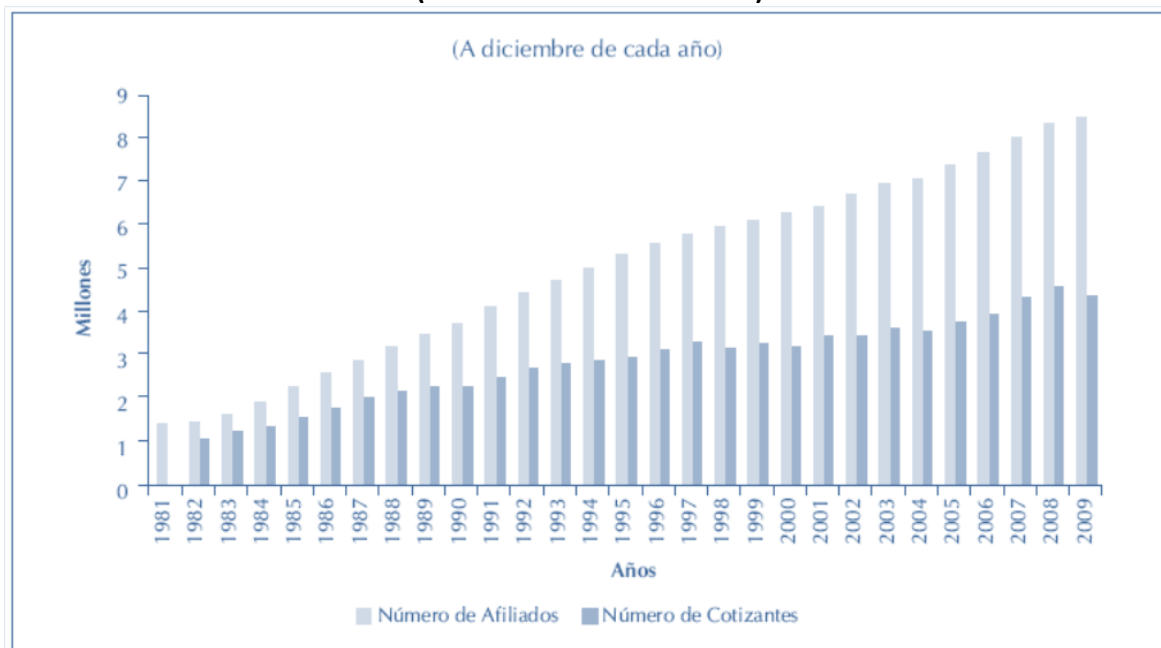
3.2.2 Cobertura

El número de afiliados en el Sistema de Pensiones de Capitalización Individual se ha incrementado desde 1.4 millones en diciembre de 1981 a 8.5 millones en junio de 2009, lo que significa un crecimiento promedio de 7% anual. Por su parte, entre diciembre de 1982 y junio de 2009, los cotizantes aumentaron desde 1.1 a 4.4 millones, lo que significa un crecimiento de 5.4% en promedio anualmente.

⁵ Cantidad de muertes en un año, por cada 1000 habitantes, estimada a mitad de año

⁶ Con datos del Banco Mundial

Gráfico 3.2
Evolución Cotizantes-Afiliados
(Diciembre 1981-Junio 2009)



FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

La diferencia entre afiliados activos y cotizantes refleja, entre otros factores, la pérdida del trabajo; la salida de la fuerza laboral; la morosidad en el pago de cotizaciones a las Administradoras, las que son retenidas por los empleadores; rezagos en la imputación de las cotizaciones, debido principalmente a errores en la información y el no pago de cotizaciones por parte de afiliados independientes y voluntarios.

La cobertura del Sistema de Capitalización Individual ha sido un tema de permanente interés, entre otras razones por la diferencia entre las cifras de afiliados y cotizantes. Se considera que, ni la relación de afiliados sobre la fuerza de trabajo, ni la proporción de cotizantes respecto de dicha fuerza constituyen medidas apropiadas de cobertura. En efecto, al considerar como medida de cobertura a los afiliados activos, se estaría sobreestimando la cobertura efectiva, ya que se incluye en esta medida a todo aquel que ingresó al Sistema en algún momento de su vida laboral y no se encuentra pensionado ni fallecido, por lo cual no necesariamente va a percibir en su totalidad los beneficios del Sistema, ya que éstos están directamente relacionados con las cotizaciones efectuadas.

3.3 Cobertura Legal

La afiliación al Sistema de Pensiones de Capitalización Individual es obligatoria para todos los trabajadores dependientes que inician su vida laboral; para los trabajadores independientes la afiliación es de carácter voluntario. Además, a partir de octubre de 2008, pueden ingresar al Sistema de Pensiones como afiliados voluntarios, todas aquellas personas que sin realizar un trabajo remunerado decidan realizar ahorro previsional en una Administradora.

La categoría de afiliado la adquiere toda persona que se incorpore al Sistema Previsional de Capitalización Individual. Aquellos afiliados que provenían del antiguo sistema de reparto y que cumplan con la totalidad de los requisitos legales exigidos, pueden solicitar su desafiliación del Sistema de Capitalización, para lo cual deben volver a imponer en el Sistema Previsional Antiguo.

Por otra parte, la categoría de cotizante identifica al afiliado que efectivamente cotiza en cada mes por remuneraciones devengadas el mes anterior. La ley fija los depósitos periódicos que deben realizar los afiliados al sistema de capitalización individual en una tasa del 10% de las remuneraciones y rentas imponibles mensuales, con un tope de 64,7 Unidades de Fomento⁷, reajustables anualmente.

Las Administradoras deben establecer cuentas de capitalización individual, en las cuales imputan las cotizaciones periódicas de sus afiliados que, a la vez, invierten por cuenta de aquéllos a objeto de obtener una cierta rentabilidad.

3.4 Elección y Cambio de Régimen

En el momento de la reforma previsional, los trabajadores debieron ejercer la opción entre permanecer en el viejo sistema o incorporarse al nuevo, mientras que a los trabajadores que se emplearon a partir del año 1983 debieron hacerlo obligatoriamente en el régimen de capitalización.

3.5 Cotizaciones

Las cotizaciones son de cargo del trabajador y se descuentan de su remuneración, salvo el pago de la prima del Seguro de Invalidez y Supervivencia, que a partir de 2009, gradualmente, será a cargo del empleador.

El 10% de su remuneración imponible es depositado en una cuenta de su propiedad denominada cuenta de capitalización individual, registros creados por las AFP a nombre de cada afiliado en donde se van registrando los movimientos del Fondo de Pensiones.

Todo trabajador afiliado a una administradora debe efectuar las cotizaciones previsionales, calculadas como un porcentaje de la respectiva remuneración y renta imponible, con un tope de 66 Unidades de Fomento (UF), reajustadas según la variación del Índice de Remuneraciones Reales, las que se encuentran consideradas dentro de las excepciones del artículo 42°, N° 1 de la Ley sobre Impuesto a la Renta:

1. Mujeres menores de 60 años y hombres menores de 65:
 - a. 10% para financiar la pensión de vejez, invalidez y supervivencia.
 - b. Una cotización adicional, fijada por cada Administradora, destinada a su financiamiento y a pagar a una compañía de seguros una prima que cubrirá al trabajador de los riesgos de invalidez o muerte.
 - c. 7% para financiar los beneficios y prestaciones de salud.

⁷ Unidad de Fomento es una medida reajutable basada en la variación del Índice de Precios al Consumidor. Equivale a \$45.2 dólares al 28 de febrero de 2011.

- d. Los trabajadores dependientes que desempeñen trabajos pesados deberán, además, efectuar en su cuenta de capitalización individual, una cotización equivalente al 2% de la remuneración imponible. No obstante, la Comisión Ergonómica Nacional al calificar un puesto de trabajo como pesado, podrá reducir el porcentaje del 2% a un 1%. Los empleadores que contraten trabajadores para desempeñar trabajos pesados, deberán efectuar un aporte de su cargo, cuyo monto será igual al efectuado por los trabajadores.
2. Pensionados por vejez o invalidez del Antiguo Sistema, menores de 60 años si son mujeres y de 65, si son hombres:
 - a. 10% para el Fondo de Pensiones
 - b. Cotización adicional, fijada por la AFP
 - c. 7% para salud
 3. Pensionados por vejez o invalidez del Antiguo Sistema, de 60 años o más, si son mujeres y de 65 o más, si son hombres:
 - a. 10% para el Fondo de Pensiones, si se ha optado por afiliarse al Nuevo Sistema de Pensiones.
 - b. Cotización adicional, diferenciada (Afiliados sin derecho al Seguro de Invalidez y Supervivencia).
 - c. 7% para salud.
 4. Pensionados por vejez del Nuevo Sistema, o por invalidez total originada por un segundo dictamen:
 - a. 10% para el Fondo de Pensiones y cotización adicional diferenciada (Afiliados sin derecho al Seguro de Invalidez y Supervivencia), cuando ha optado por continuar cotizando.
 - b. 7% para salud.
 5. Pensionado por invalidez parcial originada por un primer dictamen o por invalidez total originada por un primer y único dictamen:
 - a. 10% para el Fondo de Pensiones.
 - b. Cotización adicional, diferenciada (Afiliados sin derecho al Seguro de Invalidez y Supervivencia)
 - c. 7% para salud.
 6. Pensionados por invalidez por la Ley de Accidentes del Trabajo y Enfermedades Profesionales durante su afiliación al Nuevo Sistema:
 - a. 10% para el Fondo de Pensiones.

- b. Cotización adicional, diferenciada (Afiliados sin derecho al Seguro de Invalidez y Supervivencia).
 - c. 7% para salud.
7. Afiliados que continúan trabajando, de 65 años o más hombres y mujeres y no se han pensionado por vejez:
- a. 10% para el Fondo de Pensiones y cotización adicional diferenciada (Afiliados sin derecho al Seguro de Invalidez y Supervivencia), cuando ha optado por continuar cotizando.
 - b. 7% para salud.

3.6 Organismo Recaudador

Las Administradoras tienen entre sus funciones la recaudación de las cotizaciones previsionales, y el depósito de éstas en la cuenta personal de cada afiliado.

Las administradoras pueden contratar el servicio de recaudación de cotizaciones de los afiliados con los Bancos, Instituciones Financieras o Cajas de Compensación que sean autorizadas por la Superintendencia de Pensiones.

El pago de las cotizaciones se hace a través de las Planillas de Pago de Cotizaciones Previsionales disponibles en las agencias de las AFP, en las cuales se debe identificar correctamente a los trabajadores, su remuneración imponible, el período al que corresponde y el monto cotizado.

Adicionalmente, desde finales del año 2001 se permite el pago vía internet.

3.7 Prestaciones

3.7.1 Tipos de Beneficios

En el Sistema de Capitalización Individual, el principal beneficio generado es el otorgamiento de pensiones, distinguiéndose tres tipos:

- a) Vejez: Tienen derecho, pero no la obligación, de pensionarse por vejez todos los afiliados que cumplan con la edad legal exigida, esto es, 65 años de edad para los hombres y 60 años en el caso de las mujeres. La obtención de este beneficio no tiene otros requisitos.
- b) Vejez Anticipada: La ley permite pensionarse anticipadamente, siempre y cuando el afiliado logre financiar una pensión igual o superior a un porcentaje del promedio de las rentas imponibles de los últimos 10 años de trabajo y de la pensión mínima garantizada por el Estado.
- c) Invalidez y Supervivencia: Debido a que los trabajadores en general enfrentan el riesgo de invalidez o fallecimiento, las Administradoras están obligadas a contratar colectivamente un seguro para sus afiliados, denominado Seguro de Invalidez y Supervivencia, el que es financiado por los empleadores. Los afiliados a una Administradora no cubiertos por el seguro, deberán financiar su pensión únicamente con los fondos acumulados en su cuenta de capitalización individual.

Tienen derecho a pensión de invalidez aquellos afiliados no pensionados que tengan menos de 65 años y que cumplan con:

- La pérdida de al menos dos tercios de su capacidad de trabajo (derecho a una pensión de invalidez total);
- La pérdida superior al cincuenta por ciento e inferior a dos tercios de la capacidad de trabajo (derecho a una pensión de invalidez parcial).

Cabe destacar que aquellos afiliados dependientes que se encuentren cesantes al momento de producirse el siniestro mantienen el derecho al Seguro de Invalidez y Sobrevivencia, siempre que la invalidez ocurra dentro del período de doce meses desde la última cotización, habiendo el trabajador cotizado como mínimo durante seis meses en el año anterior al primer mes de cesantía.

En el caso de los trabajadores independientes, los requisitos exigidos son más estrictos; requiriéndose haber cotizado en el mes calendario anterior al siniestro.

Las pensiones de sobrevivencia son otorgadas a los beneficiarios sobrevivientes a la muerte del afiliado (cónyuge, hijos o padres, según sea el caso). En caso de no existir beneficiarios de pensión de sobrevivencia, el saldo remanente en la cuenta de capitalización individual del afiliado pasa a incrementar el total de bienes heredables del difunto.

3.7.2 Financiamiento de las Pensiones

Las pensiones se financian con los recursos acumulados en las cuentas de capitalización individual para cada uno de los afiliados. El saldo acumulado está constituido por la suma de cotizaciones obligatorias, cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos y aportes de ahorro previsional voluntario colectivo, realizados durante la vida activa del afiliado; opcionalmente, los traspasos de fondos desde la cuenta de ahorro voluntario a la de capitalización individual, si es que existiesen; la rentabilidad obtenida por los Fondos debido a las inversiones de la Administradora; el Bono de Reconocimiento, si es que el trabajador tiene derecho a él; el aporte adicional de la AFP en el caso de las pensiones de invalidez y sobrevivencia; los aportes derivados del sistema de garantía de rentabilidad mínima; la bonificación por hijo en el caso de las mujeres madres; el subsidio para trabajadores jóvenes, y el traspaso de saldo desde la cuenta del cónyuge en caso de divorcio, según corresponda. Todo lo anterior, deducido el costo de las comisiones pagadas con cargo al Fondo.

El Bono de Reconocimiento es el instrumento que reconoce las cotizaciones efectuadas al Sistema Antigo por aquellos afiliados que optaron por cambiarse de Sistema previsional. Este Bono se hace exigible al momento de cumplirla edad legal para pensionarse por vejez o ante la invalidez o fallecimiento del afiliado; no obstante, si un afiliado quisiera pensionarse antes de la edad legal, puede transar el Bono en los mercados secundarios formales, endosarlo a una Compañía de Seguros con el objeto de financiar la prima para una renta vitalicia inmediata o solicitar a la AFP la valorización del Bono para el cálculo de la pensión. Cabe señalar que estas transacciones no implican que el Estado deba adelantar el pago del Bono.

En tanto, el aporte adicional se refiere al aporte que deben efectuar las Compañías de Seguros a las cuentas de aquellos afiliados declarados inválidos o fallecidos que tengan derecho al Seguro de Invalidez y Sobrevivencia. Este aporte equivale al monto, expresado en unidades de fomento, que

resulte de la diferencia entre los recursos necesarios para financiar las pensiones de referencia y la suma del saldo acumulado en la cuenta del afiliado y el Bono de Reconocimiento, si éste existe, a la fecha que fallezca o quede ejecutoriado el dictamen definitivo en el caso de pensión de invalidez total o el segundo dictamen en el caso de pensión de invalidez parcial. Cuando la diferencia antemencionada sea negativa, el aporte adicional será igual a cero. En el cálculo del aporte adicional se excluyen los saldos provenientes de cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos y aportes de ahorro previsional voluntario colectivo.

Las cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos, aportes de ahorro previsional voluntario colectivo y cuenta de ahorro voluntario corresponden a los recursos acumulados en el pilar voluntario.

3.7.3 Modalidades de Pensión

En el Sistema chileno existen las siguientes modalidades de pensión, cada una con su propia forma de financiamiento y administración, a las que pueden acceder los afiliados:

- a) **Retiro Programado.** Al pensionarse el trabajador mantiene su cuenta de capitalización individual en la Administradora en que se encuentra afiliado, retirando anualidades, las que se obtienen de dividir el saldo acumulado en su cuenta por el capital necesario. Estas anualidades se dividen en cuotas mensuales, se reajustan de acuerdo a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y se recalculan cada doce meses. En el cálculo de la pensión por retiro programado se aplica un factor de ajuste, para todos aquellos afiliados o beneficiarios que no cumplan con los requisitos para acceder al sistema de pensiones solidarias. Lo anterior implica un porcentaje de reducción en el retiro programado anual. El objetivo de la aplicación de este factor es suavizar los cambios en el monto del retiro programado, determinando una pensión por retiro programado ajustada.

Bajo esta modalidad es la AFP quien administra los recursos y el afiliado quien asume el riesgo de sobrevida y el riesgo financiero, manteniendo la propiedad de sus fondos. Esta alternativa, permite al afiliado revocar su decisión de modalidad de pensión en cualquier momento y optar por una renta vitalicia.

Los pensionados por retiro programado pueden mantener sus saldos obligatorios en los fondos C, D o E.

- b) **Renta Vitalicia.** Los afiliados pueden contratar el pago de la pensión con una Compañía de Seguros de Vida de libre elección, la que se compromete a pagarles una renta mensual constante en términos reales de por vida y a pagar pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios. De esta forma, se transfieren los recursos del afiliado a la Compañía de Seguros de Vida, quien asume el riesgo financiero y el riesgo de sobrevida del pensionado y su grupo familiar.

Una vez que el afiliado opta por esta modalidad y suscribe el contrato, la decisión es irrevocable, dado que se pierde la propiedad sobre dichos recursos.

- c) **Retiro Programado con renta Vitalicia Inmediata.** Esta modalidad permite que los afiliados que cumplen los requisitos para pensionarse utilicen una parte del saldo de su cuenta de capitalización individual para contratar una renta vitalicia de un

monto mayor o igual que la pensión básica solidaria de vejez, manteniendo el saldo obligatorio restante en cualquiera de los Fondos de Pensiones Tipo C, D o E que el afiliado seleccione, para acogerse a la modalidad de retiro programado.

La pensión en esta modalidad corresponde a la suma de los montos percibidos por retiro programado y renta vitalicia.

- d) **Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida.** Al optar por una renta temporal, el afiliado contrata con una Compañía de Seguros de Vida el pago de una renta mensual fija reajutable en UF, a contar de una fecha posterior al momento en que se pensiona. Entre la fecha en que solicita esta modalidad y la fecha en que comienza a percibir la renta vitalicia, el afiliado recibe mensualmente una pensión financiada con fondos que se retienen especialmente para este propósito en la cuenta de capitalización en su AFP. De esta manera, el afiliado mantiene la propiedad y asume el riesgo financiero sólo de la parte de su fondo que permanece en la AFP y por un período acotado de su vida, pero no asume el riesgo de sobrevivencia, que debe afrontarlo la Compañía de Seguros con que contrató la renta vitalicia diferida, al igual que el riesgo financiero de este período. La renta vitalicia diferida que se contrate no puede ser inferior al 50% del primer pago de la renta temporal, ni tampoco puede ser superior al 100% de dicho pago.

3.7.4 Otros beneficios

Excedente de Libre Disposición: Bajo todas las modalidades mencionadas anteriormente, si el trabajador obtiene una pensión superior al 150% de la pensión mínima garantizada por el Estado y superior al 70% del promedio de la remuneración mensual imponible de los últimos diez años, puede hacer uso del excedente de libre disposición, esto es, de los fondos remanentes en la cuenta de capitalización individual, luego de efectuado el cálculo del monto necesario para la obtención de pensión y descontado del saldo acumulado. Este excedente puede ser retirado por el afiliado, para ser asignado a los fines que estime conveniente.

1. **Cuota Mortuoria:** En caso de fallecimiento del afiliado, tendrá derecho al beneficio de cuota mortuoria, consistente en el retiro de 15 UF de la respectiva cuenta individual, quien, unido o no por vínculo de matrimonio o parentesco con el afiliado fallecido, acredite haberse hecho cargo de los gastos del funeral.
2. **Protección por trabajos pesados:** La ley considera la posibilidad de anticipar la pensión a aquellos trabajadores que desempeñen trabajos pesados, como por ejemplo en faenas mineras, como recolector en municipalidades o empresas de aseo, técnicos paramédicos, etc. Para ello se definen estos trabajos como aquellos empleos cuya realización acelera el desgaste físico, intelectual o psíquico en la mayoría de quienes los realizan provocando un envejecimiento precoz, aun cuando ellos no generen una enfermedad laboral.

Considerando lo anterior, se establece una cotización por encima del 10% del salario, con el propósito de permitir la jubilación anticipada de los trabajadores que realizan labores pesadas. La sobrecotización es obligatoria, bipartita (trabajador-empleador) e igual para trabajadores y empleadores. La ley establece que dicha cotización será equivalente a un 2% de la remuneración imponible (se totaliza un 4% con la cotización del trabajador más la del empleador). Sin embargo, la Comisión Ergonómica Nacional, al calificar una faena como trabajo pesado, podrá reducir la

cotización establecida en este artículo, fijándola en un 1%, tanto para el empleador como para el trabajador (se totaliza un 2% con la cotización de ambos).

Existe una Comisión que determina qué trabajos se pueden calificar como trabajos pesados.

Los trabajadores que hayan efectuado cotizaciones por trabajos pesados tienen derecho a adelantar su edad de jubilación a razón de 2 años por cada 5 años de sobrecotización, con un máximo de 10 años para anticiparla jubilación y siempre que al acogerse a pensión tengan un total de veinte años de cotizaciones o servicios computables en cualquiera de los Sistemas Previsionales.

3.8 Administradoras

3.8.1 Objeto

Las administradoras de fondos de pensiones son sociedades anónimas, cuyo objeto es la administración de los fondos de pensiones y el otorgamiento y administración de las prestaciones previstas en la legislación. Cada Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) puede administrar cinco fondos de pensiones. En el caso chileno las AFP pueden administrar la cuenta de capitalización individual de carácter obligatorio.

Las AFP tienen tres objetivos fundamentales: recaudar la cotización obligatoria, obtener la mayor rentabilidad posible con la mayor seguridad y otorgar las prestaciones.

3.8.2 Funciones

Las funciones de las AFP son: Recaudar los aportes previsionales; administrar las cuentas de capitalización individual, las cuentas de ahorro voluntario, las cuentas de ahorro de indemnización, de ahorro previsional voluntario y de depósitos convenidos; invertir los recursos del fondo de pensiones; otorgar y administrar las prestaciones previstas en la legislación y suministrar información a los afiliados.

3.8.3 Requisitos de autorización

La creación de una administradora requiere la autorización de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP). La futura administradora debe remitir a la SAFP un prospecto descriptivo sobre los aspectos esenciales de la nueva sociedad y sobre la forma en que ésta desarrollará sus actividades, el cual debe ser aprobado o rechazado por la SAFP. Dicho prospecto debe incluir una carta de presentación, un estudio de factibilidad, el borrador de los estatutos sociales. Asimismo, los organizadores deben mostrar que disponen de recursos líquidos para constituir el patrimonio mínimo.

Una vez presentado el prospecto, éste es analizado por la SAFP. Si se estima que no existen observaciones al prospecto y, habiéndose calificado la conveniencia de establecer la AFP, otorga el certificado provisional de autorización que habilita a los organizadores a realizar todos los trámites que siguen para obtener la autorización de existencia de la sociedad y los actos administrativos que tengan por objeto preparar su constitución y futuro funcionamiento, gozando para estos efectos de personalidad jurídica desde la fecha del certificado.

Solicitada la autorización de existencia y teniendo una copia autorizada de la escritura pública que contenga los estatutos, en la que deberá insertarse el certificado antes aludido, el

Superintendente de AFP debe comprobar la efectividad del capital de la empresa. Demostrado lo anterior, se dicta una resolución que autoriza la existencia de la sociedad y aprueba sus estatutos.

3.8.4 Publicidad e información

El Sistema de Pensiones derivado de la capitalización individual ofrece a los trabajadores un conjunto de oportunidades de elección. En primer lugar, al ingresar al Sistema, los trabajadores deben elegir el tipo de Fondo al que desean ser asignados y posteriormente podrán, si así lo desean, traspasarse eligiendo un nuevo Fondo, asimismo al terminar el período de permanencia a que estarán sujetos los afiliados nuevos en la Administradora adjudicataria de la licitación o cuando dicha Administradora se encuentre en alguna de las situaciones que la ley establece como cláusulas de salida, podrá elegir una nueva Administradora. En segundo lugar, la edad para el retiro de la vida laboral no es fija; en efecto, es posible adelantar o retrasar la edad de jubilación.

Finalmente, una vez cumplidos los requisitos para pensionarse, los afiliados pueden elegir entre cuatro modalidades alternativas de pensión.

Sin embargo, para que los afiliados puedan utilizar estas alternativas en su beneficio deben tener acceso a la información necesaria, de forma tal que, ante cada oportunidad de elección, puedan optar por la alternativa más próxima sus preferencias. Por ello, tanto la legislación vigente como las normas impartidas por la Superintendencia de Pensiones están orientadas a generar un cuerpo de información objetiva y oportuna para los afiliados.

En primer lugar, la publicidad que realizan las Administradoras está regulada por normas específicas contenidas en circulares de la Superintendencia. Esto se fundamenta en que el Sistema de Pensiones es complejo y las Administradoras podrían desinformar a los afiliados a través de la publicidad. Especialmente se procura que la publicidad sea veraz y no induzca a equívocos o confusiones sobre la realidad institucional o patrimonial de la Administradora, así como en lo relativo a los fines y fundamentos del Sistema Previsional. Si una Administradora no cumple las condiciones y requisitos antes expuestos, la Superintendencia solicita a la misma modificarla o suspenderla y aplica sanciones en los casos que corresponda.

La forma en que se aplica el control consiste en analizar la publicidad que cada Administradora haya hecho tanto en los medios de comunicación social como en otros: revistas, radio, televisión, folletos y otros medios publicitarios.

En segundo lugar, las Administradoras están obligadas a proveer la siguiente información a todos sus afiliados:

1. Estado de Cuenta cuatrimestral resumido: Tres veces en el año, en los meses de febrero, junio y octubre todos los afiliados cuya cuenta de capitalización haya tenido algún movimiento durante el cuatrimestre anterior reciben en su domicilio un resumen de los movimientos de su Cuenta de Capitalización Individual de Cotizaciones Obligatorias (CCICO) durante el último cuatrimestre: abonos, cargos y saldo, tanto en pesos como en cuotas. La Superintendencia de Pensiones norma el contenido, con lo cual se facilita su interpretación, aun cuando el afiliado cambie de Administradora.
2. Información sobre rentabilidad de la cuota: Con el propósito de que los afiliados puedan comparar el desempeño de los distintos tipos de Fondo de la AFP a la que se encuentran afiliados y también con el resto de la industria, las Administradoras informan a sus afiliados

la rentabilidad de la cuota para cada uno de los tipos de Fondo de Pensiones para períodos de 12, 36 y 60 meses, tanto de sí mismas como de las otras Administradoras. Esta rentabilidad es reflejo exclusivamente de la rentabilidad obtenida por las inversiones que realiza la AFP con los recursos de los Fondos de Pensiones y, por lo tanto, no depende ni del saldo acumulado ni de las comisiones cobradas, por lo que es igual para todos los afiliados adscritos a un mismo tipo de Fondo en una AFP. Esta información se remite junto con el estado de cuenta cuatrimestral resumido.

3. Información sobre Rentabilidad de la Cuenta de Capitalización Individual: Con un objetivo similar al antes señalado, la ley estipula que la Superintendencia de Pensiones elabore cuatrimestralmente un indicador de la rentabilidad de la cuenta de capitalización individual. Este indicador muestra la rentabilidad de la cuenta para el afiliado tipo o promedio de cada una de las Administradoras y también debe ser enviado por las AFP a los afiliados junto con el estado de cuenta cuatrimestral resumido. Los afiliados reciben un cuadro comparativo que contiene la rentabilidad de la cuenta de capitalización individual obtenida para el afiliado promedio por cada AFP y Fondo, para los últimos 12 meses. La rentabilidad de la cuenta mide la ganancia o pérdida efectiva, descontado el costo previsional, que hubiera obtenido un afiliado hipotético en su cuenta de cotización obligatoria si hubiese permanecido en una AFP por el período de un año.
4. Información sobre estructura de comisiones y costo previsional: Además de lo anterior, las AFP deben enviar a sus afiliados, conjuntamente con el estado de cuenta, un cuadro con el costo previsional personalizado para cotizantes dependientes, voluntarios, independientes, sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia y pensionados, según corresponda, y la diferencia anual de costo respecto a la Administradora más barata del sistema.
5. Proyección de Pensión Personalizada (PPP): Las Administradoras de Fondos de Pensiones, deben realizar para cada afiliado una proyección de su pensión, la que estará basada en el saldo total de los fondos acumulados y en los años que le restan al afiliado para cumplir la edad legal de pensión, más una serie de supuestos sobre rentabilidad de los fondos, monto de las cotizaciones futuras y densidad de cotizaciones. Esta información debe enviarse adjunta a las correspondientes al cuatrimestre septiembre – diciembre de cada año. El objetivo es que esta proyección entregue información al afiliado que le permita tener alguna estimación respecto al monto de la pensión que obtendría cuando se pensione. Esta proyección personalizada se envía a partir de los 30 años de edad; a los afiliados menores de dicha edad se les envía un anexo que no es personalizado y que los incentiva a cotizar a edades tempranas.
6. Información sobre asignación a un Fondo: Con el objeto de entregar información al afiliado acerca de los traspasos de recursos entre Fondos cuando éste no haya hecho una elección, la Administradora debe enviar junto a las cartolas cuatrimestrales, 60 meses antes de la primera transferencia de fondos y hasta doce meses posteriores a la última, información referida al traspaso de sus recursos al Fondo que le corresponda de acuerdo a su edad.

7. Libreta Previsional: Cada Administradora debe entregar a sus afiliados al momento de incorporarse una libreta previsional, en la cual el trabajador puede solicitar con la frecuencia que estime conveniente el saldo en cuotas y en pesos de su CCICO⁸.
8. Panel Informativo de la AFP: Cada Administradora debe mantener en todos sus locales destinados a la atención de público un panel informativo cuya organización, tamaño, contenido y distribución están regulados por la SAFP. Dicho panel debe contener: comisiones cobradas a los afiliados, antecedentes de cada uno de los Fondos de Pensiones (rentabilidad real anual de la cuota, valor de los Fondos de Pensiones, composición de la cartera de los Fondos y valor de la cuota de los Fondos), antecedentes de la Administradora (capital suscrito, capital pagado, encaje, patrimonio neto, gerente general y directores, agencias, domicilio, sitio web, entre otros).
9. Folletos Informativos: Las Administradoras deben poner a disposición del público folletos informativos sobre diversos aspectos del Sistema de Pensiones, los cuales están elaborados en un lenguaje simple, ya que su principal objetivo es resolver dudas de los afiliados. Los principales temas son: Fondos de Pensiones, Beneficios del Sistema, Tipos de Pensión, Aporte Previsional Solidario, Pensión Básica Solidaria, Bono de Reconocimiento, Reclamos, Cuenta Individual, Comisiones, Traspasos, Multifondos, Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión, etcétera.
10. Sitio Web: Todas las AFP deben mantener un sitio web que contenga, al menos, la información establecida para el panel informativo antes señalado y aquella que debe estar disponible en los folletos informativos. La Superintendencia ha establecido las operaciones mínimas que deben poder realizar los afiliados a través del sitio Web de su AFP, entre ellas: solicitud de traspaso de cuentas personales entre Administradoras, solicitud de cambio de Fondo, entrega de estado de cuenta cuatrimestral, obtención de certificados, recepción de reclamos y solicitud de claves de seguridad.

Complementario a lo anterior la Superintendencia de Pensiones publica cuatrimestralmente un Índice de Calidad de Servicio para la industria de AFP (ICSA) el que mide la calidad de servicio de cada una de las Administradoras de Fondos de Pensiones y permite su comparación con respecto a la competencia.

3.8.5 Comisiones

La ley de Fondos de Pensiones establece los siguientes principios para las comisiones con las cuales las AFP financian sus operaciones:

1. Las Administradoras fijan libremente el nivel de las comisiones, dentro de la estructura establecida en la misma ley.

Debido a que las comisiones no son más que el precio de un servicio, se presume que la libre elección de AFP de parte de los afiliados y la competencia entre éstas, generará un nivel de comisiones adecuado desde el punto de vista de la asignación de los recursos a nivel global.

⁸ CCICO: Cuenta de Capitalización Individual Cotizaciones Obligatorias

2. Las comisiones son uniformes para todos los afiliados y para todos los Fondos administrados por una AFP.

En el cuadro siguiente se presenta la base sobre la cual se aplican las comisiones y su modalidad de cálculo.

Cuadro 3.3
Estructura de las Comisiones

	Cuenta de Capitalización Individual (CCICO) Cotizaciones Obligatorias	
	Afiliados Activos	Pensionados
Concepto	Depósito de cotizaciones	Retiros por renta temporal o retiro programado
Estructura	Porcentaje sobre remuneración imponible	Porcentaje sobre el retiro

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

Debe señalarse que actualmente ninguna AFP cobra comisiones por la administración de las Cuentas de Ahorro de Indemnización.

La comisión por depósito de cotizaciones expresada como un porcentaje de la remuneración de los cotizantes, se denomina cotización adicional. Es importante tener en cuenta que la cotización adicional pagada a las AFP por concepto de administración, financia también el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia que éstas contratan en conjunto con las Compañías de Seguros de Vida adjudicatarias de la respectiva licitación, para cubrir a sus cotizantes de estos riesgos.

Adicionalmente, las Administradoras podrán cobrar una comisión de salida a aquellos afiliados que traspasen más de dos veces en un año calendario alguno de sus saldos por cotizaciones obligatorias entre los Fondos de una misma Administradora. Dicho cobro no se puede descontar del Fondo de Pensiones, es decir, en caso que se produzca el cobro el afiliado deberá pagar directamente la comisión. Actualmente ninguna Administradora cobra esta comisión de salida.

Respecto a las comisiones por retiro programado, las Administradoras cobran sólo la comisión porcentual sobre el retiro.

3.8.6 Multifondos

El ahorro obligatorio es administrado a partir del mes de agosto de 2002 bajo un esquema de múltiples fondos o multifondos; específicamente son cinco tipos de Fondos, diferenciados por la proporción de su portafolio invertida en títulos de renta variable. El supuesto de esta diferenciación en las carteras de inversión es que a mayor renta variable mayor es el retorno y riesgo esperado.

El principal objetivo de la creación de este tipo de esquema en el Sistema Previsional es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados. La posibilidad de invertir en una cartera de activos financieros cuyo riesgo está asociado al horizonte de inversión del afiliado, permite elevar el valor esperado de la pensión de éste, lo cual aumenta la eficiencia

con la que el Sistema de Pensiones logra su objetivo fundamental, que es el de entregar a sus afiliados un ingreso que permita reemplazar en forma adecuada a aquel que obtenían durante su vida activa.

Adicionalmente, la creación de un sistema de multifondos permite a los afiliados lograr una distribución de cartera más acorde con sus preferencias y necesidades, en cuanto a riesgo y rentabilidad. La creación de multifondos permite el ejercicio de las preferencias por parte de los afiliados, generando un aumento de su bienestar.

Las principales características del sistema de multifondos son las siguientes:

1. Elección de Fondos por los afiliados

La elección de Fondos de Pensiones es libre para los afiliados del Sistema Previsional, con la excepción de los pensionados y aquellos afiliados hombres mayores de 55 años y mujeres mayores de 50 años de edad, respecto de sus cotizaciones obligatorias. Los afiliados pensionados pueden optar por alguno de los tres Fondos de menor riesgo relativo con sus saldos de cotizaciones obligatorias (C, D y E). Por su parte, los afiliados no pensionados, hombres mayores de 55 años y mujeres mayores de 50 años de edad, pueden optar por cualquiera de los cuatro Fondos de creación obligatoria con dichos saldos(B, C, D y E). Sin embargo, ambos grupos tienen libertad de elección entre cualquiera de los cinco Fondos respecto de aquella parte de los saldos que exceda el monto necesario para financiar una pensión igual o superior al setenta por ciento del promedio de las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas, calculadas de acuerdo a la ley, debiendo además dicha pensión ser igual o superior al ciento cincuenta por ciento de la pensión mínima. Lo anterior se muestra en el cuadro 3.4. Los cuadros sombreados representan las posibilidades de fondo a elegir.

Cuadro 3.4
Posibilidades de Elección de Fondos por Tramos de Edad

Tipo de Fondo	Hombres hasta 55 años Mujeres hasta 50 años	Hombres desde 56 años Mujeres desde 51 años	Pensionados por retiro programado y renta temporal.
A- Más riesgoso			
B- Riesgoso			
C- Intermedio			
D- Conservador			
E- Más conservador			

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

Las mencionadas restricciones tienen como objetivo evitar que los afiliados en edades cercanas a pensionarse o ya pensionados tomen altos riesgos en las inversiones de sus recursos obligatorios, que puedan afectar negativamente y eventualmente en forma irreversible el nivel de suspensiones y las garantías estatales de pensión mínima o pensiones solidarias comprometidas.

Los afiliados que al incorporarse al Sistema de Pensiones no seleccionen un tipo de Fondo serán asignados de acuerdo con su edad: a los afiliados más jóvenes les corresponderán Fondo más intensivo en renta variable y a los afiliados de mayor edad les corresponderá uno más intensivo en renta fija. Esta norma se aplica tanto a los afiliados activos como a los afiliados pensionados. La forma de asignación se presenta a continuación (Cuadro 3.5):

Cuadro 3.5
Asignación de Fondos por Tramos de Edad

Tipo de Fondo	Hombres hasta 35 años Mujeres hasta 35 años	Hombres desde 36 hasta 55 años Mujeres desde 36 hasta 50 años	Hombres desde 56 años Mujeres desde 51 años y pensionados
A- Más riesgoso			
B- Riesgoso			
C- Intermedio			
D- Conservador			
E- Más conservador			

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

Para definir los distintos tramos se consideró el horizonte de inversión de los afiliados, esto es, el tiempo que les falta para cumplir la edad legal para pensionarse, y la posibilidad que tienen de recuperarse de períodos de bajos retornos, de forma tal de dirigirlos a aquellos Fondos que se consideran más adecuados a sus necesidades.

Además, al cambiar de tramo de edad, se establece una asignación gradual de los afiliados a los Fondos de Pensiones que les corresponda, traspasando un 20% de sus saldos al momento de cambio de tramo, y luego un 20% por año, en un período de cuatro años hasta completar el traspaso de la totalidad de los recursos.

2. Diferenciación de los Tipos de Fondos de Pensiones

La diferenciación entre los distintos tipos de Fondos de Pensiones se establece principalmente en función de los límites máximos y mínimos de inversión en instrumentos de renta variable, permitidos para cada tipo de Fondo. Los límites de inversión en instrumentos de renta variable, determinados en la ley y en el Régimen de Inversión, por tipo de Fondo, son los siguientes:

Cuadro 3.6
Límites Máximos y Mínimos en Renta Variable

Tipo de Fondo	Límite máximo	Límite mínimo
A- Más riesgoso	80%	40%
B- Riesgoso	60%	25%
C- Intermedio	40%	15%
D- Conservador	20%	5%
E- Más conservador	5%	0%

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

Se estableció un rango entre el límite mínimo y el límite máximo de inversión en instrumentos de renta variable, dentro del cual el administrador del portafolio podrá optimizar su inversión. En efecto, los límites establecidos entregan a las AFP flexibilidad para estructurar carteras lo más adecuadas posible para cada tipo de Fondo considerando el perfil de los afiliados adscritos a cada uno de ellos.

Respecto a la inversión de los Fondos de Pensiones en el extranjero, el límite máximo para la inversión de todos los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, corresponde al límite global establecido por el Banco Central de Chile para la suma de los Fondos de Pensiones Tipos A, B, C, D y E (30% a 80%), o bien a los límites máximos de inversión establecidos por el Banco Central de Chile para cada tipo de Fondo (A: 45%-100%, B: 40%-90%, C:30%-75%, D: 20%-45%, E: 15%-35%), cualquiera sea el mayor.

3. Obligatoriedad de Creación de Fondos

La creación de los cuatro Fondos de menor riesgo relativo es de carácter obligatorio para las AFP. La creación del Fondo Tipo A, que corresponde al Fondo más intensivo en títulos de renta variable, es de carácter voluntario. A la fecha todas las Administradoras existentes ofrecen a sus afiliados el Fondo Tipo A.

4. Traspasos entre Fondos

Los afiliados pueden traspasar sus saldos por cotizaciones obligatorias libremente entre los Fondos. En caso de que se traspasen más de dos veces en un año calendario, la Administradora puede cobrar una comisión de salida, la cual no se puede descontar del Fondo de Pensiones, y cuyo objetivo es evitar costos de administración excesivos y eventuales efectos negativos sobre el mercado de capitales.

5. Separación de Saldos

Los saldos por cotizaciones obligatorias, cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos y Cuenta de Ahorro Voluntario pueden permanecer en Fondos distintos entre sí. Sin perjuicio de lo anterior, la cuenta de ahorro de indemnización, a que se refiere la ley N° 19.010, debe permanecer en el mismo tipo de Fondo en que se encuentran las cotizaciones obligatorias.

6. Rentabilidad Mínima

La medición de la rentabilidad mínima se efectúa para cada tipo de Fondo con base en una banda definida a partir del promedio de la rentabilidad real del Sistema para cada uno de ellos. En todo caso, la banda de medición de rentabilidad mínima para los dos Fondos con un mayor porcentaje de su cartera invertido en instrumentos de renta variable (Fondos A y B) es mayor que para los tres Fondos con menor proporción en este tipo de instrumentos (Fondos C, D y E).

3.8.7 Responsabilidades y obligaciones

Cada mes, las AFP son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de sus fondos, no sea menos a la que resulte entre:

1. En el caso de los fondos A y B:
 - a. La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos cuatro puntos porcentuales;
 - b. La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.
2. En el caso de los fondos C, D y E:
 - a. La rentabilidad anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos dos puntos porcentuales;
 - b. La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

En el caso en que una AFP esté por debajo del límite inferior deberá integrar el monto para compensar la diferencia utilizando la reserva de fluctuación de rentabilidad o el encaje.

Cuando éstos fueran insuficientes, el Estado completará la diferencia y la Superintendencia procederá a la liquidación de la administradora.

En ningún caso la administradora podrá utilizar la reserva de garantía de rentabilidad o el encaje de un tipo de fondo para cubrir el déficit de rentabilidad de otros fondos que administre.

3.9 Inversión de los Recursos

Las leyes a las que se sujeta el Sistema Previsional se orientan a dar los lineamientos generales de elegibilidad de los instrumentos financieros en los que podrán invertirse los recursos previsionales, los límites estructurales para la inversión de los Fondos de Pensiones y los límites respecto de emisores que evitan una participación significativa en las decisiones del emisor por parte de los Fondos. Por su parte, el Régimen de Inversión, regula materias específicas de las inversiones de los Fondos de Pensiones, que por su naturaleza requieren de mayor flexibilidad, tales como: condiciones de elegibilidad de los instrumentos financieros, inversión indirecta, límites de

inversión cuyo objetivo es propender a una adecuada diversificación de los recursos previsionales e inversión en el extranjero.

1. Instrumentos Elegibles

Los recursos de los Fondos de Pensiones sólo pueden invertirse en aquellos instrumentos que están expresamente autorizados por ley y en aquellos que autorice la Superintendencia de Pensiones.

Actualmente se autoriza la inversión en títulos estatales del Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República, así como en Bonos de Reconocimiento Previsionales⁹; instrumentos emitidos por instituciones financieras, tales como depósitos a plazo, pagarés, letras hipotecarias, bonos y acciones; bonos de empresas públicas y privadas; bonos canjeables por acciones de empresas; acciones de sociedades anónimas abiertas; cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos; cuotas de fondos de inversión de capital extranjero; efectos de comercio emitidos por empresas; e instrumentos extranjeros.

Dentro de los instrumentos extranjeros se encuentran los títulos de crédito emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales extranjeros, entidades bancarias extranjeras o entidades bancarias internacionales; títulos de crédito emitidos por municipalidades, estados regionales o gobiernos locales; valores o efectos de comercio emitidos por entidades bancarias extranjeras; depósitos de corto plazo emitidos por entidades bancarias extranjeras; acciones; bonos y bonos convertibles emitidos por empresas extranjeras; cuotas de participación emitidas por fondos mutuos y de inversión extranjeros; notas estructuradas; títulos representativos de índices financieros y otros que autorice la Superintendencia, previo informe del Banco Central de Chile y bajo las condiciones establecidas en el Régimen de Inversión.

Además, se permite a las Administradoras efectuar, con recursos de los Fondos de Pensiones, operaciones con instrumentos derivados, tanto con fines de cobertura como de inversión, y celebrar contratos de préstamos de activos, en los mercados nacionales e internacionales.

El objetivo de esta regulación es acotar los tipos de activos en los cuales pueden invertirse los recursos previsionales a aquellos definidos como activos financieros de oferta pública, los cuales tienen la característica que son más líquidos y de fácil valoración en comparación con otro tipo de activos, como por ejemplo los activos reales.

2. Clasificación de Riesgo

El objetivo del proceso de clasificación de riesgo en el Sistema de Pensiones es disponer de una medida de riesgo que permita establecer límites para la composición del portafolio de los Fondos de Pensiones, que estén en función de la categoría de riesgo de los títulos. En este sentido, a mejor clasificación de riesgo, mayor es el límite de inversión para los Fondos de Pensiones.

Los instrumentos financieros emitidos por entidades privadas son sometidos a distintos procesos de clasificación según su naturaleza.

⁹ Documento expresado en dinero que representa los períodos de cotizaciones que el trabajador incorporado al sistema previsional de las AFP registró en las Cajas de Previsión del antiguo Régimen Previsional.

Para los instrumentos de deuda nacionales, la clasificación de riesgo debe ser efectuada por dos sociedades privadas. La Ley faculta a la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) a solicitar una tercera clasificación de riesgo para aquellos instrumentos de deuda nacional en que puedan invertir los Fondos de Pensiones y eventualmente, una vez cumplida la formalidad anterior, rechazarlas clasificaciones presentadas, con el voto favorable de la mayoría de sus miembros, o rechazar la menor clasificación de riesgo con el voto conforme de cinco miembros. En el caso de los instrumentos de deuda extranjeros, las clasificaciones de riesgo deben ser efectuadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas, siempre que el Banco Central de Chile las considere para efectos de la inversión de sus propios recursos.

Las categorías de riesgo elegibles para los Fondos de Pensiones son N-1¹⁰, N-2¹¹ y N-3¹² para los instrumentos de corto plazo y desde AAA¹³ hasta BBB¹⁴ para los instrumentos de largo plazo. No obstante, existe la posibilidad de que los Fondos de Pensiones inviertan en instrumentos de deuda con menores clasificaciones de riesgo que las señaladas, pero con límites de inversión más restrictivos.

Las acciones nacionales pueden ser adquiridas por los Fondos de Pensiones una vez que cumplan con los requisitos mínimos establecidos en el Régimen de Inversión; en caso de no cumplir con dichos requisitos deberán ser clasificadas en primera clase por al menos dos entidades clasificadoras de riesgo. Al respecto, las acciones serán elegibles directamente en la categoría general cuando tengan una presencia bursátil mayor o igual a 25%.

Las cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos nacionales son aprobadas por la CCR en consideración a las características de su reglamento, los antecedentes aportados en los informes de clasificación de riesgo de sus cuotas, las características del fondo y factores adicionales. En el caso de las cuotas de fondos mutuos y de inversión extranjeros, se aprueban por la CCR previa solicitud de una Administradora, en consideración al riesgo país; a las características de los sistemas institucionales de regulación, fiscalización y sanción sobre el emisor y sus títulos y sobre la sociedad administradora y su matriz, en los respectivos países de registro; las características de la administradora y su matriz; las políticas y características del fondo; la liquidez del instrumento en los correspondientes mercados secundarios, y la existencia de factores adicionales. Cabe señalar que las cuotas de fondos aprobadas por la CCR tienen un mayor límite de inversión que el que corresponde a los instrumentos no aprobados.

3. Límites de Inversión

La conformación del portafolio de inversiones de los Fondos de Pensiones está determinada por varios tipos de límites de inversión, que son fijados en la ley y en el Régimen de Inversión.

¹⁰Instrumentos con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

¹¹Instrumentos con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

¹²Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

¹³Instrumentos con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía

¹⁴Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La ley establece, en términos generales, que los recursos de los Fondos de Pensiones deben ser invertidos con el objeto de asegurar una adecuada rentabilidad y seguridad. Esta definición se hace operativa, en parte, a través de límites de inversión. Actualmente, la ley establece cinco límites estructurales por instrumento, mientras que los demás límites de inversión por instrumento o grupo de instrumentos se establecen en el Régimen de Inversión.

- a) Por instrumento: El objetivo de los límites por instrumento es lograr una adecuada diversificación de las carteras de los Fondos de Pensiones, acotando las combinaciones de retorno y riesgo que éstos pueden alcanzar.

Los cinco límites estructurales establecidos en la ley son:

- Límites para instrumentos estatales.
- Límites máximos de inversión en instrumentos de renta variable de cada tipo de Fondo.
- Límite para la inversión en el extranjero.
- Límite para la inversión en moneda extranjera no cubierta.
- Límite global para instrumentos de mayor riesgo, tales como deuda de mayor riesgo, acciones nacionales de baja liquidez o que no cumplan requisitos mínimos y acciones extranjeras y cuotas de fondos no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgos.

Por su parte, la ley permite que el Régimen de Inversión fije límites máximos adicionales para instrumentos o grupos de instrumentos. Entre los principales límites por grupos de instrumentos que se encuentran establecidos en el Régimen de Inversión, se puede mencionar los siguientes:

- Bonos de empresas públicas y privadas, bonos de empresas públicas y privadas canjeables por acciones y efectos de comercio.
- Acciones de sociedades anónimas abiertas.
- Operaciones o contratos de préstamo o mutuo de instrumentos financieros nacionales.
- Instrumentos en préstamo (extranjeros).
- Instrumentos con clasificación igual o inferior a BB y nivel N-4 o con menos de dos clasificaciones de riesgo.
- Aportes de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión.
- Cuotas de Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE).
- Otros instrumentos de oferta pública que autorice la Superintendencia previo informe del Banco Central de Chile.

De igual manera, la ley permite que se establezcan en el Régimen de Inversión límites mínimos para instrumentos de capital con el objeto de diferenciar los multifondos. Al respecto, el Régimen fija límites mínimos para los Fondos A, B, C y D.

- b) Por emisor: En este caso, el objetivo es doble. El límite establecido como un porcentaje del valor del Fondo permite acotar la concentración de las inversiones de los Fondos de Pensiones en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad, privilegiando la diversificación.

En cuanto al límite establecido como un porcentaje de los activos o del patrimonio del emisor, se trata de evitar que el Fondo de Pensiones adquiera un peso significativo en las decisiones del emisor.

Los límites por emisor en función del Fondo de Pensiones se encuentran establecidos en el Régimen de Inversión. Por su parte, los límites en función del patrimonio o activo del emisor se establecen en la ley.

- c) Límites para emisores relacionados a la Administradora: A partir del 1° de octubre de 2008, los recursos de los Fondos de Pensiones no pueden ser invertidos directa ni indirectamente en títulos emitidos o garantizados por la Administradora del Fondo respectivo, ni tampoco en instrumentos que sean emitidos o garantizados por personas relacionadas a esa Administradora.

En los cuadros siguientes se presentan los límites por instrumento, grupo de instrumentos y emisor, para cada uno de los tipos de Fondos de Pensiones:

Cuadro 3.7
Límites de Inversión por Tipo de Fondo

Instrumento	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
	Límite Máximo	Límite Máximo	Límite Máximo	Límite Máximo	Límite Máximo
Bonos de Empresas Públicas y Privadas+Bonos de Empresas Públicas y Privadas canjeables por acciones+Efectos de Comercio	60%	60%	60%	60%	60%
Bonos de Empresas Públicas y Privadas canjeables por acciones nacionales y extranjeras	30%	30%	10%	10%	3%
Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas	60%	50%	30%	15%	5%
Operaciones o contratos de préstamo o mutuo de instrumentos financieros (nacional)	15% de cartera nacional	15% de cartera nacional	15% de cartera nacional	15% de cartera nacional	15% de cartera nacional
Instrumentos en Préstamo (extranjeros)	1/3 Inv. Extranjera A	1/3 Inv. Extranjera B	1/3 Inv. Extranjera C	1/3 Inv. Extranjera D	1/3 Inv. Extranjera E
ACC restringidas+ [ACC+CFI+PFI]baja liquidez+[CFI+CFM+CM E+CIE]no aprobados	Igual al de instrumentos restringidos (CA)	Igual al de instrumentos restringidos (CA)	Igual al de instrumentos restringidos (CA)	Igual al de instrumentos restringidos (CA)	-

CCR+[FIN+LHF+DEB+B CA+ECO+EXT+OAC] inferior a BBB Y N-3 o con menos de 2 clasificaciones	línea 4)	línea 4)	línea 4)	línea 4)	
Instrumentos con clasificación igual o inferior a BB y nivel N-4 o con menos de dos clasificaciones de riesgo	5%	4%	3%	2%	-
Aportes de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión	2%	2%	2%	2%	2%
Cuotas de Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE)	1%	1%	1%	1%	-
Cada tipo de instrumento de la letra K ¹⁵	Fijado por la Superintendencia (1% al 3 de marzo 2010)				
Suma total de recursos entregados como márgenes en las operaciones de cobertura de riesgo financieros de la letra I) del numeral II.1, a entidades distintas de cámaras de compensación ¹⁶	2% Nacional y 2% extranjero	2% Nacional y 2% extranjero	2% Nacional y 2% extranjero	2% Nacional y 2% extranjero	2% Nacional y 2% extranjero
Operaciones con instrumentos derivados de la letra I.2) del numeral II.1 (derivados de inversión)	3%	2%	2%	1%	-
Operaciones con instrumentos derivado de la letra I.2 del	Medición de la exposición: sumar la exposición en el activo objeto a todos los límites relevantes y restar el "financiamiento" correspondiente de los instrumentos de deuda.				

¹⁵ Otros instrumentos de oferta pública, cuyo emisores sean fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros o por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, que autorice la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile

¹⁶ Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o el Banco Central de Chile, depósitos a plazos, títulos garantizados por instituciones financieras, letras de crédito y bonos de empresas públicas y privadas, entre otros.

numeral II.2 (derivados de inversión) ¹⁷					
Cuotas de Fondos de inversión + Monto aportes comprometidos mediante contratos de promesas de suscripción y pago de cuotas de Fondos de Inversión + Fondos Mutuos	40%	30%	20%	10%	5%
Cuotas de Mutuos Nacionales	5%	5%	5%	5%	5%
Overnight + Time Deposit	2%	2%	2%	2%	2%
Notas Estructuradas emitidas por entidades extranjeras	4%	3%	2%	2%	-

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

Instrumentos de Capital

ACC: Acciones Sociedades Anónimas Abiertas.

ACI: Acciones Bancarias y Financieras.

CFI: Cuotas de Fondos de Inversión.

CFM: Cuotas de fondos mutuos nacionales.

CME: Cuotas de fondos mutuos extranjeros.

CIE: Cuotas de Fondos de Inversión extranjeros.

Instrumentos de Deuda

LHF: Letras de crédito emitidas por instituciones financieras.

ECO: Efectos de Comercio.

DEB: Bonos de empresas públicas y privadas.

FIN: Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones y títulos garantizados por instituciones financieras.

Otros

BCA: Bonos canjeables por acciones.

OAC: Instrumentos de otros tipos cuyos emisores sean fiscalizados por la S.V.S. y S.B.I.F., que autorice el Banco Central de Chile.

EXT: Títulos de emisores extranjeros

4. Rentabilidad Mínima

En cada mes las Administradoras de Fondos de Pensiones son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de los Fondos de Pensiones que administran, no sea menor a la que resulte inferior entre:

¹⁷ Instrumentos de deuda Nacional, acciones nacionales, cuotas de fondos mutuos y de inversión nacional, instrumentos extranjeros, derivados y otros instrumentos, operaciones y contratos.

- a) La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo, menos cuatro puntos porcentuales para los Fondos Tipo A y B, y menos dos puntos porcentuales para los Fondos Tipo C, D y E.
- b) La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

En el caso que un Fondo cuente con menos de treinta y seis meses de funcionamiento, se medirá la rentabilidad sólo para el período en que dicho Fondo se encuentre operando y la banda de fluctuación para el requisito exigido en la letra a) anterior, se amplía a seis puntos porcentuales para los Fondos A y B y a cuatro puntos para los Fondos C, D y E.

Los mecanismos de resguardo antes mencionados consisten en los siguientes:

- a) Encaje: Este es un activo que equivale a un 1% del valor de cada Fondo de Pensiones, enterado con recursos de la Administradora y que se invierte en cuotas del respectivo fondo.
- b) Garantía del Estado: Si aplicados los recursos del Encaje del fondo respectivo no se entera la rentabilidad mínima y la AFP no dispone el uso de recursos financieros adicionales, el Estado completa la diferencia y procede a liquidar la Administradora.

5. Inversión en el Extranjero

Los Fondos de Pensiones presentan elevadas tasas de crecimiento en sus recursos acumulados, lo que determina la necesidad de crear en forma permanente nuevas alternativas de inversión para estos Fondos, tanto en lo que se refiere a títulos nacionales como extranjeros. Las mayores alternativas de inversión permiten satisfacer la creciente demanda de activos financieros, así como las necesidades de diversificación de riesgo de estos inversionistas institucionales.

El límite máximo de inversión en el exterior se ha incrementado desde 1990, fecha en que se permitió la inversión en el extranjero. Actualmente, los Fondos de Pensiones pueden invertir sus recursos en instrumentos extranjeros bajo los límites de siguiente cuadro:

Cuadro 3.8
Rango para Límites de Inversión en el Extranjero por Tipo de Fondo

Tipo de Fondo	Mínimo	Máximo
Fondo A	45%	100%
Fondo B	40%	90%
Fondo C	30%	75%
Fondo D	20%	45%
Fondo E	15%	35%

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

Por su parte, los límites máximos para la inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria que podrán mantener las Administradoras para cada tipo de Fondo, son fijados por el Banco Central de Chile dentro de los siguientes rangos:

Cuadro 3.9
Rango para el Límite de Inversión en Moneda Extranjera sin Cobertura Cambiaria por Tipo de Fondo

Tipo de Fondo	Mínimo	Máximo
Fondo A	30%	50%
Fondo B	25%	40%
Fondo C	20%	35%
Fondo D	15%	25%
Fondo E	10%	15%

FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2010

6. Instrumentos Derivados

Las operaciones con instrumentos derivados que se realicen con recursos de los Fondos pueden tener como objeto la cobertura del riesgo financiero que pueda afectar a los Fondos de Pensiones u otros fines distintos. El Régimen de Inversión señala los tipos de operaciones con instrumentos derivados y los activos objeto involucrados en ellas, autorizadas para los Fondos. Asimismo, dicho Régimen condiciona la autorización de operaciones con instrumentos derivados a la adopción de políticas, procedimientos, controles y otras restricciones que provean los resguardos suficientes para su uso.

En virtud de lo anterior, los Fondos de Pensiones pueden utilizar instrumentos derivados con fines de cobertura y con fines de inversión.

7. Instrumentos de Libre Disponibilidad

Se entiende por títulos de libre disponibilidad a aquellos que no requieren cumplir con requisitos de clasificación de riesgo. Actualmente, se permite la adquisición de títulos de capital y deuda tanto nacionales como extranjeros de libre disponibilidad, siempre que se ciñan a los límites que fije el Régimen de Inversión, los que son más restrictivos que los exigidos para los instrumentos que cuenten con clasificación.

3.10 Organismos de Control

Desde el punto de vista institucional, la implementación de un sistema de pensiones solidarias complementario al sistema contributivo generó la necesidad de dotar al sistema de una institucionalidad orgánica que pueda dar una visión integral del sistema previsional. Es así como, el Sistema de Pensiones de Vejez, Invalidez y Sobrevivencia está regulado y fiscalizado por la Superintendencia de Pensiones. Esta Superintendencia es la continuadora legal de la Superintendencia de AFP y además de todas sus funciones y atribuciones suma la supervisión del sistema de pensiones solidarias y del sistema antiguo de reparto, vigente con anterioridad a 1980, pero que aún tiene tanto afiliados activos como pasivos. En cuanto al pilar de ahorro voluntario la Superintendencia se coordina con las otras entidades que supervisan a las entidades autorizadas para proveer este servicio.

Asimismo, respecto de la etapa de retiro la ley establece que este organismo se debe coordinar con la Superintendencia de Valores y Seguros respecto de las rentas vitalicias otorgadas por Compañías de Seguros.

Cabe destacar que las Fuerzas Armadas y de Orden tienen un régimen de reparto administrado por la Dirección Previsional de Carabineros de Chile (DIPRECA) y la Caja de Previsión de la Defensa Nacional (CAPREDENA). Los que son supervisados por la Contraloría General de la República.

La administración del nuevo sistema solidario se hizo recaer en el administrador público del sistema de reparto, el Instituto de Normalización Previsional (INP), dada su experiencia y conocimiento en el manejo de beneficios previsionales provistos por el estado. Considerando que el INP además de esta función contempla la cobertura por el régimen de accidentes del trabajo a través de su división INP Sector Activo, se crea una nueva institución a partir del INP denominada Instituto de Previsión Social (IPS), que se hará cargo de los sistemas de pensiones de reparto y solidario, mientras que la labor del INP Sector Activo pasa al Instituto de Seguridad Laboral (ISL).

El régimen de pensiones administrado por el IPS, en lo que se refiere a la administración de las ex Cajas de Previsión, se extinguirá en el futuro cuando se terminen de pagar las pensiones de los trabajadores que decidieron permanecer en él al crearse el Sistema de AFP.

En cuanto a la gestión del pilar de capitalización individual, ésta está radicada en las Administradoras de Fondos de Pensiones. Las Compañías de Seguros también participan como proveedoras del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia del sistema contributivo obligatorio y tienen también un rol en la provisión de productos de retiro.

La Superintendencia de Pensiones tiene como funciones regular y supervisar el sistema de pensiones y de seguro de cesantía.

Este último sistema no es parte de las materias que se tratarán en esta tesis, pero es importante mencionar que consiste en un esquema que combina un seguro con cuentas individuales, administrado por una entidad privada y supervisado por la Superintendencia de Pensiones.

Una de las principales misiones de la SP es entonces regular de manera eficaz, eficiente y preventiva aquellas materias en donde se requiere de principios o lineamientos para el buen desarrollo de las actividades. Esto incluye administrar y mantener actualizada una recopilación de la normativa, estandarizar y armonizar la normativa, verificar la armonía del cuerpo normativo, entre otras.

Respecto a la labor de supervisión, ésta se centra en el funcionamiento de las entidades fiscalizadas desde el punto de vista de sus riesgos y la administración que hacen de ellos, y en determinar las acciones correctivas del caso. Esto incluye identificar las áreas de mayor riesgo y eventuales mitigadores, verificar el cumplimiento normativo, realizar inspecciones y evaluaciones, emitir reportes de supervisión e imponer acciones correctivas, entre otras.

Además de estas funciones clave existen otras funciones que poseen un gran valor agregado para la realización de las funciones centrales, o aquellas intrínsecamente relacionadas con la razón de ser de la SP. Estas son:

- a) Realizar estudios prospectivos y de planeación estratégica. Se estima que la realización de ejercicios prospectivos que ayuden a visualizar las tendencias del sistema son un

importante insumo para la realización de las funciones clave. Esto incluye identificar implicaciones estratégicas de alto nivel para el país, la industria o la SP, mantener un alto grado de conocimiento de las mejores prácticas regulatorias y de supervisión de otros organismos tanto nacional como internacionalmente, entre otras.

- b) Comunicar y orientar sobre el Sistema de Pensiones Integrado. Por la experiencia acumulada en la Superintendencia de AFP, la SP se perfila como uno de los entes con mayor conocimiento del sistema y con claros intereses respecto a la comunicación y orientación del mismo. Esto incluye informar a los beneficiarios de los elementos clave para tomar decisiones, explicar las virtudes de la regulación, promover la agenda estratégica a las audiencias relevantes y gestionar la relación de la SP con los órganos de gobierno correspondientes.
- c) Proveer los servicios que las leyes y normas señalen. Si bien la función de proveer servicios, ya sea a la industria o al público beneficiario, no es una función típica de los supervisores, el alto grado de especialización de las materias involucradas y la obligatoriedad del sistema han resultado en que una serie de servicios le sean solicitados a la SP. Por la naturaleza de estas labores, esta función de prestación de servicios se ha considerado dentro de las funciones clave de la SP.

Es indispensable mencionar que el pilar contributivo obligatorio es administrado durante la etapa de acumulación de fondos por administradoras de fondos de pensiones en lo que se refiere a su componente de ahorro. Asimismo, durante la etapa de retiro, si el afiliado opta por mantener los fondos en una Administradora de Fondos de Pensiones, ésta continuará con la administración del fondo. Las AFP son instituciones de giro único que cobran una comisión por administración como porcentaje de la remuneración imponible del trabajador. Estas entidades deben realizar la recaudación, cobranza de cotizaciones previsionales en caso de mora, inversión de los recursos, trámites de pensión y pago de pensiones en algunos casos.

En general, son responsables de realizar todos los trámites que en relación a sus fondos sean solicitados por los afiliados.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones deben contratar con las Compañías de Seguros de Vida un seguro de invalidez y sobrevivencia que cubre los riesgos de invalidez y sobrevivencia para sus afiliados. Adicionalmente, los trabajadores al momento de pensionarse por vejez, invalidez o sobrevivencia, pueden optar por la modalidad de pensión de renta vitalicia, contratada con la Compañía de Seguros de Vida de su elección.

La ley de Reforma Previsional creó el Consejo Consultivo Previsional, el que tiene la función de asesorar a los Ministros del Trabajo y Previsión Social y de Hacienda en las materias relacionadas con el Sistema de Pensiones Solidarias, por ejemplo, respecto de las propuestas de modificaciones legales de los parámetros del sistema solidario.

La Comisión de Usuarios del Sistema de Pensiones está integrada por un representante de los trabajadores, uno de los pensionados, uno de las instituciones públicas y uno de las entidades privadas del sistema de pensiones, y un académico universitario que la preside. La Comisión tiene como función informar a la Subsecretaría de Previsión Social y a otros organismos públicos del sector, sobre las evaluaciones que sus representados efectúan sobre el funcionamiento del sistema de pensiones y proponer las estrategias de educación y difusión de dicho sistema.

Por otro lado, con el objetivo de dar a la regulación de inversiones de los Fondos de Pensiones una adecuada flexibilidad y adaptabilidad ante los mercados financieros, junto con un mayor espacio para la toma de decisiones de inversión de las Administradoras, pero siempre resguardando la seguridad de los Fondos de Pensiones, la ley contiene una estructura esencial, pero simplificada de elegibilidad y límites de inversión, delegando la regulación detallada de las inversiones de los Fondos de Pensiones a un Régimen de Inversión, que se emite mediante resolución dictada por la Superintendencia de Pensiones y suscrita por el Ministerio de Hacienda, previa consulta a un Consejo Técnico de Inversiones (CTI).

De esta forma, el CTI tiene un papel relevante en el nuevo marco regulatorio de las inversiones de los Fondos de Pensiones, ya que tendrá la función de asesorar permanentemente a la Superintendencia de Pensiones en materia de inversiones de los Fondos.

3.11 Garantías del Estado

Pensión Básica Solidaria (PBS) y Aporte Previsional Solidario (APS): La PBS se entrega a quienes nunca han cotizado y es de \$75,840 pesos chilenos. Por su parte, el APS es un beneficio que complementa la pensión de quienes han cotizado cuando la pensión que les corresponde es inferior a \$200,000 pesos chilenos.

La nueva Reforma Previsional en reemplazo de la Garantía Estatal de Pensión Mínima¹⁸ creó un Sistema de Pensiones Solidarias (SPS) cuyos principales beneficiarios son la Pensión Básica Solidaria (PBS) y el Aporte Previsional Solidario (APS).

Los requisitos para acceder a estos beneficios son:

- Haber cumplido 65 años de edad en caso de vejez o tener entre 18 y 65 en caso de invalidez.
- Pertenecer al 55% de la población de menores ingresos. A partir del 1 de julio de 2011, se extenderá hasta el 60% más pobre de la población.
- Haber vivido al menos 20 años en el país, desde que el solicitante haya cumplido 20 años de edad y 4 de los últimos 5 años previos a la solicitud del beneficio.

a. Pensión Básica Solidaria (PBS)

La PBS se otorga desde el 01 de julio de 2008, el monto de esta pensión es de 75,840 pesos chilenos. Este beneficio es para quienes no tienen ahorros previsionales.

b. Aporte Previsional Solidario (APS)

Es un beneficio que complementa la pensión de quien ha cotizado. El monto del aporte es proporcional a las cotizaciones efectuadas y decrecerá en relación al monto de la pensión que perciba, hasta extinguirse en caso que la pensión alcance un monto igual o superior a \$200,000 pesos chilenos.

¹⁸La Pensión Mínima Garantizada por el Estado es \$200 USD al 28 de Febrero de 2011 para pensionados menores de 70 años, \$219 USD entre 70 y 75 años, y \$234 USD para mayores de 75 años. Tipo de cambio al 28 de Febrero de 2011.

Además, el Estado garantiza los aportes adicionales necesarios para complementar el saldo requerido para financiar pensiones de invalidez y sobrevivencia.

Además de lo anterior, el Estado garantiza los aportes adicionales necesarios para complementar el saldo requerido para financiar pensiones de invalidez y sobrevivencia, y el pago, entre otros, de las pensiones de rentas vitalicias contratadas por afiliados con Compañías de Seguros de Vida, en caso de quiebra de esta última. La cobertura de esta garantía corresponde al valor de la PBS más el 75% de la diferencia entre la pensión recibida y la PBS.

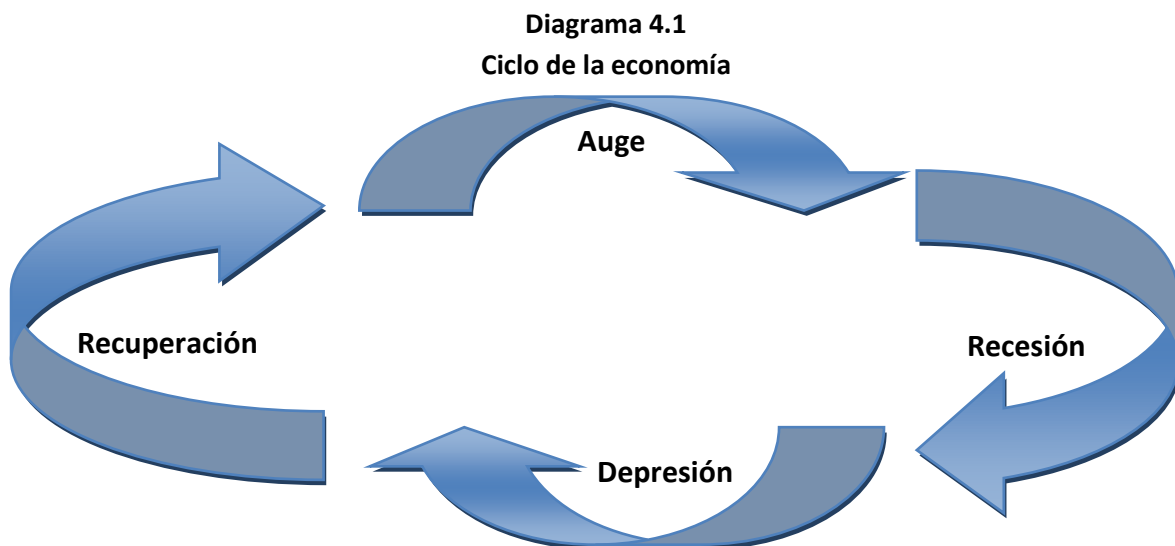
Capítulo 4: La Crisis y sus Efectos en Latinoamérica

4.1 La Crisis

Una crisis económica es una situación de escasez o un cambio brusco; esta escasez es en cuanto a producción, comercialización y consumo de productos y servicios. Es la evolución de un proceso económico recesivo. La recesión es el movimiento cíclico descendente de la economía, que comprende dos trimestres de continua disminución del Producto Interno Bruto.

Una crisis es una recesión particularmente abrupta. Si además durante la recesión la economía cae por debajo del nivel mínimo de la anterior se está en presencia de una contracción.

El ciclo de la economía puede constituirse por 4 fases (Diagrama 4.1):



FUENTE: Elaboración Propia

Auge: Es el momento más elevado del ciclo económico. En este punto se producen una serie de rigideces que interrumpen el crecimiento de la economía, propiciando el comienzo de una fase de recesión.

Recesión: Corresponde a la fase descendente del ciclo. En la recesión se produce una caída importante de la inversión, la producción y el empleo.

Depresión: Es el punto más bajo del ciclo. Se caracteriza por un alto nivel de desempleo y una baja demanda de los consumidores en relación con la capacidad productiva de bienes de consumo. Durante esta fase los precios bajan o permanecen estables.

Recuperación o reactivación: Es la fase ascendente del ciclo. Se produce una renovación del capital que tiene efectos multiplicadores sobre la actividad económica generando una fase de crecimiento económico y por tanto de superación de la crisis. La economía está en expansión cuando la actividad general en la fase de recuperación supera el auge del ciclo económico inmediatamente anterior.

A continuación se mencionan algunas de las crisis mundiales más importantes a lo largo de la historia:

- ❖ 1929- “Crack del 29”: los mercados financieros se desplomaron, el producto nacional bruto de los EEUU cayó abruptamente en poco más de 30 puntos porcentuales, y con ello la tasa de desempleo abierto se elevó a más del 20 por ciento. Esta crisis estuvo acompañada por una corrida bancaria cuando los depositantes, envueltos en pánico, se apresuraron a las ventanillas de esas instituciones financieras para retirar el dinero de sus cuentas de ahorro.
- ❖ 1994 (México)-“Error de diciembre”: Provocada por la falta de reservas internacionales, causando la devaluación del Peso durante los primeros días de la presidencia de Ernesto Zedillo. A unas semanas del inicio del proceso de devaluación de la moneda mexicana, el presidente de los Estados Unidos, Bill Clinton, solicitó al Congreso de su país la autorización de una línea de crédito por \$20 mil millones de dólares para el Gobierno Mexicano que le permitieran garantizar a sus acreedores el cumplimiento cabal de sus compromisos financieros denominados en dólares.
- ❖ 1997- “Crisis del Fondo Monetario Internacional”: Se dio por la devaluación de la moneda tailandesa, que propició devaluaciones en Malasia, Indonesia y Filipinas, lo que repercutió también en Taiwán, Hong Kong y Corea del Sur, después se convirtió en la "primera gran crisis de la globalización".
- ❖ 2008: Entre los principales factores causantes de la crisis estarían los altos precios de las materias primas, la sobrevalorización del producto, una crisis alimentaria mundial y energética, una elevada inflación planetaria y la amenaza de una recesión en todo el mundo, así como una crisis crediticia, hipotecaria y de confianza en los mercados. La cuál es motivo de nuestra tesis.

La crisis de 2008 comenzó como una crisis financiera que se transformó en una crisis económica a nivel mundial. Las crisis, producto de la exuberancia irracional de uno o varios mercados, no son nuevas; han ocurrido a lo largo de la historia y algunas de ellas han dejado su particular huella en la propia historia. Las crisis financieras pueden clasificarse como (Requeijo, 2006):

- a) Crisis cambiarias. Surgen cuando el valor internacional de una moneda es objeto de un ataque, por lo general con fuerte componente especulativo, lo que obliga a las autoridades responsables a tratar de defenderlo mediante intervenciones en los mercados de divisas con pérdidas importantes de sus reservas, o con un incremento sustancial en los tipos de interés; y, a veces, empleando las dos medidas al mismo tiempo.
- b) Crisis bancarias. Aparecen cuando, por razón de quiebras de intermediarios financieros o por la retirada masiva de depósitos, los bancos se ven obligados a suspender la convertibilidad de sus pasivos o la autoridad monetaria ha de conceder ayudas a gran escala para normalizar la actividad bancaria; que, al entorpecer notablemente el funcionamiento de los mercados financieros, afecten negativamente a la economía real.
- c) Crisis de deuda externa. Aquella situación en la que el país no puede hacer frente a su deuda externa, sea ésta privada o soberana.

A estos tres tipos de crisis puede añadirse, también, las crisis gemelas, es decir a la coexistencia de las crisis cambiaria y bancaria.

De forma general, cabe afirmar, que las crisis financieras son consecuencia de los desequilibrios de la economía que las sufre, aunque esos desequilibrios puedan tener una causa externa. Una crisis cambiaria puede surgir de una pérdida de capacidad competitiva derivada, a su vez, de la apreciación sostenida del tipo del tipo de cambio real; pero esa apreciación puede deberse a la depreciación de las monedas de países con los que mantiene fuertes vínculos comerciales. Las crisis bancarias resultan, a menudo, de la inadecuada apreciación del riesgo por parte de los intermediarios financieros además de su insuficiente capitalización pero puede suceder que estalle un pánico bancario (retirada masiva y acelerada de depósitos) por contagio de otro pánico ocurrido en un país distinto. La acumulación de deuda exterior por repetición de déficit corriente de balanza de pagos, puede dar lugar a que se interrumpa el servicio de la deuda por radical imposibilidad de cumplirlo pero esa incapacidad puede sobrevenir a consecuencia de un aumento notable de los tipos de interés de las monedas que lo componen, aumento no debido al incremento de la prima de riesgo-país sino a la subida generalizada de intereses derivada del recalentamiento de varias de las economías principales.

Las crisis modernas suelen repetir, secuencialmente, los mismos rasgos:

1. Entrada masiva de capital a corto plazo en uno o varios países
2. Desconfianza de los inversores e inicio de la retirada de capitales, en la medida en que la retirada de unos es juzgada negativamente por los otros
3. Devaluación del tipo de cambio sin que consiga frenar la salida de capitales, lo que empeora, claramente, la evolución económica del país afectado
4. Irradiación de la crisis hacia otros países.

4.1.1 Origen

Antes de la crisis económica mundial de 2008 el flujo de recursos, abundantes y baratos, disponibles para el sistema financiero de Estados Unidos, y característico de los desequilibrios globales, contribuyó a crear las condiciones necesarias para que las turbulencias surgieran. Esos recursos fueron colocados en diferentes sectores de la economía estadounidense. La magnitud de tales flujos de capitales, combinada con las hoy bien conocidas deficiencias en la regulación y la supervisión de las instituciones financieras, alimentaron un formidable crecimiento de los precios de la vivienda que, conformaron una “burbuja”, que junto con un mercado hipotecario extremadamente activo, generó un gran crecimiento de la riqueza percibida (“efecto riqueza”) entre la población de Estados Unidos. En consecuencia, los elevados niveles de consumo a los que la sociedad estadounidense se acostumbró se volvieron insostenibles, en la misma medida que muchas familias contrajeron grandes deudas sin tener realmente la capacidad para pagarlas (Carstens, 2011).

Los problemas de desequilibrios que provocaron esta crisis se crearon desde unas décadas atrás, acelerándose en el 2001, cuando los mercados de valores empezaron a caer como consecuencia del estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas en los Estados Unidos, aunque en ese entonces se redujo la tasa de interés para propiciar la demanda y estabilizar las bolsas, de hecho estas tasas se acercaron a cero con una inflación en aumento, por lo que las instituciones hipotecarias y de los fondos de inversión estimularon la toma de deuda hipotecaria y de otros tipos vinculada a bienes durables. Lo que causó el alza de precios de los inmuebles y a un mayor déficit del balance de pagos, provocando la alta elasticidad ingreso de las importaciones. Con esto los valores inmobiliarios y la expansión de la demanda incidieron sobre los precios de los activos, haciendo que la mejor opción fuera endeudarse comprando bienes inmuebles y valores en la bolsa, con el argumento del aumento de precio año tras año, es decir la inversión se torno especulativa, se compraba para después vender más caro.

Ese tipo de comportamiento especulativo no tiene efectos estabilizadores, sino que desequilibra los precios, puesto que en un mundo caracterizado por la incertidumbre objetiva no es posible conocer el precio “verdadero”, no se cumple la condición fundamental para que la especulación resulte estabilizadora (Naciones Unidas, 2009).

El aumento de la deuda permitió un incremento de la inversión, que fue destinada a bienes que no aumentaron la capacidad productiva de la economía.

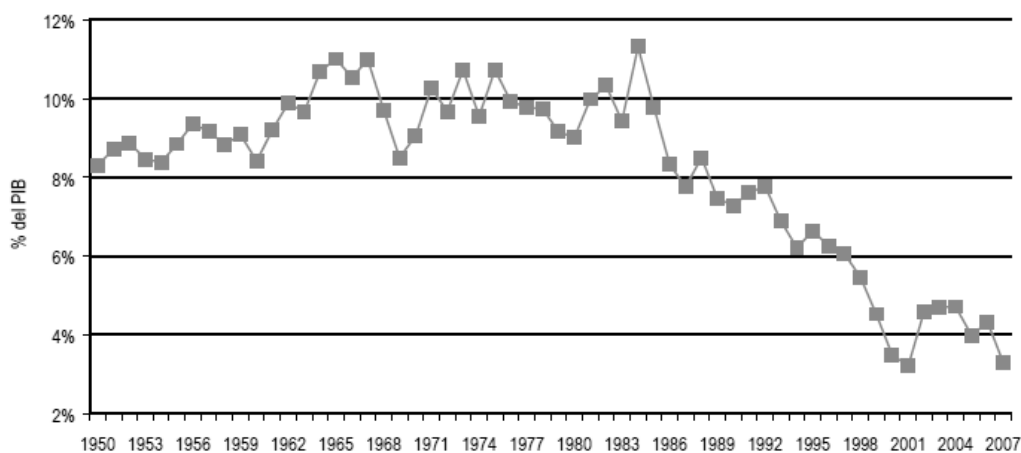
Para mediados de 2006 mientras la tasa de referencia de reserva federal (FED) era de hasta 5% los valores de los inmuebles bajó, surgiendo los primeros inconvenientes en los balances de los bancos y dificultades en los instrumentos apalancados¹⁹ de mayor riesgo.

¹⁹ Apalancamiento es la relación entre el capital propio y el invertido.

En esa situación, el desempeño de la economía real se ve determinado en gran medida por el monto de la deuda pendiente: cuantos más agentes económicos han participado directamente en actividades especulativas basadas en el apalancamiento con fondos prestados, más complicado resulta el proceso de desapalancamiento, es decir, el proceso por el que el nivel de los empréstitos se adapta a la reducción de los ingresos. Al tratar los deudores de mejorar su situación financiera vendiendo activos y reduciendo gastos, provocan una posterior disminución de los precios de los activos, mermando considerablemente los beneficios de las empresas y provocando un nuevo proceso de deflación por sobreendeudamiento, que puede conducir a la bajada de los precios de los bienes y servicios al reducir la capacidad de consumir y de invertir en el conjunto de la economía. Por consiguiente, los intentos de algunos agentes económicos de reducir su deuda dificulta el servicio de la de otros. La única salida a esa situación es la intervención pública para estabilizar el sistema recurriendo a medidas inflacionarias financiadas por endeudamiento público.

En el auge crediticio, las instituciones financieras y las familias estadounidenses se endeudaron en exceso, entre 2002 y 2006 los préstamos a los hogares crecieron a una tasa promedio anual de 11% superando largamente al crecimiento de la economía, mientras el ahorro de las familias caía a su mínimo histórico (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1
Ahorro netos de las familias como porcentaje del PIB en U\$S corrientes



FUENTE: CEI en base a Bureau of Economic Analysis

El sistema flaqueó más a medida en que las familias empezaron a perder poder adquisitivo a causa del incremento de cuotas de créditos y la inflación aumentando la morosidad y la titulización²⁰ de las hipotecas, esto es un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el mercado de capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de

²⁰ Securitización o Titulización: Diseño de instrumentos financieros (bonos de renta fija o variable) respaldados por flujos provenientes de activos de distinta naturaleza, a través de una compra a término del activo por parte de un Patrimonio Separado que a su vez lo financia con el bono de oferta pública colocado en el mercado.

activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título. Después de esta medida se pensó que el riesgo disminuiría, pero no sucedió y por el contrario contribuyó a que se extendiera este problema a todo el sistema financiero.

Entonces se vio manifestado que la regulación, en cuanto al funcionamiento de inversión, como ya se mencionó, fue un factor que contribuyó al auge de crédito fácil y barato, porque las autoridades financieras actuaron bajo el supuesto de que estas entidades se autorregularían para evitar una debacle como la que ocurrió.

Las entidades vendieron a un precio irreal los activos de baja calidad y haciendo una valuación incorrecta del riesgo. Por lo que al incrementarse la morosidad se desencadenó una desconfianza que desmoronó el sistema financiero, aunado a esto los bancos no se prestaban entre sí, por no conocer la calidad de los activos de sus contrapartes, los gobiernos de las principales naciones del mundo pretendieron rescatar a las instituciones financieras en problemas para delimitar la transición a una economía real. Pero esto no fue posible.

Además de todos esos factores, en los últimos cinco años el vertiginoso aumento de los precios de los productos básicos generó en los países exportadores de éstos excedentes de cuenta corriente. Sin embargo, cuando llegó el momento de la "corrección", la situación de estos productores de los países más pobres y más pequeños se deterioró rápidamente. Éstos son indicios de que la financiarización de los mercados de futuros de productos básicos fue un factor determinante de la magnitud y el grado de inestabilidad de los mercados.

De tal manera que, la crisis financiera mundial se desató en una situación marcada por la incapacidad de la comunidad internacional para dotar a la economía globalizada de reglas mundiales creíbles, especialmente en lo referente a las relaciones financieras internacionales y las políticas macroeconómicas. Las burbujas especulativas, empezando por la burbuja inmobiliaria de los Estados Unidos, fueron el fruto de una política de desregulación activa de los mercados financieros a escala mundial, ampliamente respaldada por gobiernos de todo el mundo. La distribución de los riesgos y su segmentación -así como la de la información al respecto- se vieron facilitadas por la "titulización" mediante instrumentos tales como valores respaldados por hipotecas inmobiliarias, que parecían satisfacer a los inversores ávidos de ganancias.

Una regulación más adecuada habría hecho imposible concebir expectativas de que instrumentos puramente financieros rindieran utilidades (Naciones Unidas, 2009).

En los mercados financieros, la conducta similar de muchos de los participantes y la cantidad limitada de información por la que se guían justifican un aumento considerable de la intervención estatal. Al contrario de lo que sucede en los mercados atomizados de bienes y servicios, caracterizados por la cantidad colosal de datos independientes entre sí que influyen en la formación de los precios, la mayor parte de la información que determina la conducta de los especuladores y los operadores de cobertura es del dominio público, y la interpretación de esos datos sigue unas pautas de razonamiento bastante simples. Ni los participantes en el mercado ni

los gobiernos pueden conocer los precios de equilibrio de los mercados financieros. Lo dio a conocer que los participantes en los mercados financieros no sólo desconocen la situación de equilibrio, sino que siguen pautas de conducta que tienden sistemáticamente a alejar del equilibrio los precios financieros. Los gobiernos tampoco conocen la situación de equilibrio, pero son en última instancia los mejor situados para determinar cuándo está el mercado en desequilibrio, especialmente si se adopta como criterio primordial de la regulación la eficiencia funcional y social.

Cuadro 4.1
Cronología de la crisis 2007-2009

Día	2007
Marzo	
8	Una de los mayores constructores de EE.UU., D.R. Horton, advierte que sufrirá grandes pérdidas debido a la caída del mercado de hipotecas subprime. A principios de año da a conocer además que las ventas de nuevas viviendas se redujeron un 28% durante su primer trimestre fiscal.
Abril	
2	La financiera estadounidense New Century Financial Corporation, especializada en hipotecas de alto riesgo, presentó un pedido de protección por bancarrota. La firma es la mayor de más de una veintena de compañías similares que han venido experimentando dificultades en los últimos meses, lo que ha aumentado las especulaciones sobre la estabilidad del mercado inmobiliario en Estados Unidos.
Mayo	
21	Comienzan las luces rojas. La desaceleración en el mercado de la vivienda de EE.UU. afectará la economía del país más fuerte, de acuerdo con un grupo de profesionales económicos. La Asociación Nacional de Economistas de Negocios (NABE) reduce sus previsiones de crecimiento económico de 2.8% en 2007 a 2.3%.
Julio	
18	Bear Stearns admite que dos de sus "hedge funds" tienen muy poco valor en el mercado. El banco de inversión había salvado en junio a estos fondos que apostaron con fuerza en el mercado hipotecario de alto riesgo.
19	El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, heló los ánimos tras advertir que la crisis en el mercado de hipotecas subprime podría hacer descarrilar la economía estadounidense.
31	Bear Stearns, uno de los bancos de inversiones más importantes en EE.UU., comienza a mostrar los impactos de la crisis hipotecaria en EEUU. La entidad impide que los clientes retiren dinero en efectivo de un hedge fund, diciendo que se ha desbordado por las solicitudes de redención. Ese prestamista se convierte en el tercer hedge fund que solicita la protección de bancarrota.
Agosto	
1	Por segunda vez en un mes, el secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, trató de calmar el miedo de los mercados y dijo que los problemas del sector hipotecario de alto riesgo en EE.UU. están bastante contenidos.
9	El Banco Central Europeo hace su mayor intervención en el mercado monetario desde los ataques del 11 de septiembre de 2001. La maniobra tuvo como objetivo calmar los temores de que la crisis del sector inmobiliario en Estados Unidos provocaría una reducción de los créditos, y consistió en volcar al mercado unos US\$120,000 millones, que ya están circulando.
13	Los bancos centrales intentan calmar ánimos en el mercado. La Reserva Federal de Estados Unidos inyectó US\$2,000 millones, poco después de que el Banco Central Europeo (BCE) hubiera desembolsado US\$65,000 millones adicionales y el Banco Central de Japón otros US\$5,000 a su mercado.
21	El número de las ejecuciones de viviendas en los EE.UU. aumentó en julio. Según la empresa Realty

	Trac, se produjo un salto del 93% en las inscripciones para las ejecuciones en comparación con el mismo mes del año pasado y un 9% de aumento con respecto a junio.
Septiembre	
11	Funcionarios estadounidenses tratan de calmar los ánimos. Los prestamistas hipotecarios son los responsables de la crisis, señala el Secretario del Tesoro de EE.UU. Henry Paulson. El funcionario dice que las entidades que dieron préstamos a personas con un historial de crédito pobre, tardarán años en recuperarse, pero asegura que los fundamentos de la economía están fuertes y la perspectiva en general es positiva. El Banco de Industria Alemán (IKB), uno de los primeros afectados en Europa por la crisis subprime, advierte que prevé unas pérdidas de US\$1,000 millones debido a su exposición a las hipotecas de alto riesgo de EE. UU.
14	La crisis financiera provocada por lo créditos hipotecarios de alto riesgo en EE.UU., cruza el Atlántico y hace sentir sus efectos en el Reino Unido. El Banco de Inglaterra anuncia que, por primera vez desde la década de los años setenta, brindará apoyo financiero al banco Northern Rock, uno de los mayores prestamistas de dinero para hipotecas.
15	En el Reino Unido los clientes de Northern Rock abarrotan las sucursales de la entidad bancaria para retirar sus ahorros, después de que el banco pidiera un préstamo de emergencia al Banco de Inglaterra por la falta de liquidez.
18	Por primera vez en cuatro años, la Reserva Federal de Estados Unidos redujo las tasas de interés, en medio punto porcentual, en un intento por controlar el nerviosismo que ha ocasionado la crisis en el mercado hipotecario. La tasa interbancaria diaria bajó al 4.75%, desde el 5.25%, y los mercados no tardaron en festejar la noticia con alzas en los principales índices bursátiles.
20	Las pérdidas desatadas por la crisis del sector hipotecario de alto riesgo (subprime) en EE.UU. "han excedido hasta los cálculos más pesimistas", dijo el presidente de la Reserva Federal estadounidense, Ben Bernanke.
Octubre	
1	El banco suizo UBS, uno de los más grandes de Europa, informó que se verá obligado a hacer una depreciación de sus activos por US\$3,400 millones como consecuencia de malos resultados en inversiones hechas en créditos hipotecarios en EE.UU. Al mismo tiempo, anunció la decisión de reemplazar a algunos de sus ejecutivos y recortar 1,500 puestos de trabajo.
5	El banco de inversiones Merrill Lynch anunció que tendrá que asumir una pérdida de US\$5,500 millones por malas inversiones relacionadas con hipotecas de alto riesgo en el mercado inmobiliario de Estados Unidos.
10	El Fondo Monetario Internacional (FMI) advirtió que el próximo año la economía mundial podría ver reducido su crecimiento de manera importante debido a las turbulencias en los mercados financieros.
18	La cotización del dólar volvió a desplomarse a sus mínimos históricos contra el euro, ante renovados temores de una desaceleración en la economía de EE.UU. El desplome se produjo luego de que el Bank of America, el segundo en envergadura de ese país, anunciara flojos resultados en su tercer trimestre, atribuidos en gran parte a las crecientes pérdidas de los segmentos de crédito.
30	El presidente del banco de inversiones estadounidense Merrill Lynch, Stan O'Neal, renunció a su cargo después de que la compañía reconociera que su nivel de deudas incobrables alcanza los US\$7,900 millones. Además, a principios de octubre Merrill Lynch anunció unas pérdidas cercanas a los US\$5,000 millones en el tercer trimestre del año, su peor resultado desde 2001.
31	La Reserva Federal, el banco central de EE.UU., rebaja la tasa de interés clave en un cuarto de punto porcentual, quedando en 4.5%. Ésta es la segunda rebaja del año en el tipo de interés, que tiene como objetivo tranquilizar el nerviosismo que ha ocasionado la crisis hipotecaria
Noviembre	
5	Citi group anuncia una caída del 57% en sus beneficios trimestrales, propiciada por las pérdidas en el mercado de los préstamos de alto riesgo o subprime. El director de esta institución, Charles Prince, renuncia a su cargo.

9	Wachovia, la cuarta institución financiera en importancia de EE.UU., se convierte en el más reciente de los bancos en hacer sonar la alarma al anunciar pérdidas por unos US\$1,100 millones en octubre.
12	Los tres mayores bancos de EE.UU., Citi group, Bank of America y JP Morgan Chase, se ponen de acuerdo en un plan para reactivar el mercado crediticio local, golpeado por la crisis en el sector hipotecario.
14	El Banco de Inglaterra admite que la crisis hipotecaria en EE.UU. afectará el crecimiento en el Reino Unido.
27	El precio de las viviendas en EE. UU. baja drásticamente en el tercer trimestre, ubicándose en el menor nivel en 21 años.
30	En EE.UU. cae bruscamente el gasto de construcción en el mes de octubre, particularmente en el sector de la vivienda privada
Diciembre	
6	El presidente George W. Bush anuncia un plan para congelar los intereses de algunas hipotecas de alto riesgo en los próximos cinco años, con la esperanza de evitar que más personas sigan perdiendo su casa.
10	En otro coletazo de la crisis inmobiliaria estadounidense, la Unión Bancaria Suiza, UBS, anunció nuevas pérdidas por US\$10,000 millones en el valor de sus activos financieros expuestos al sector. La entidad indicó que, en consecuencia, sus resultados trimestrales se verán afectados a la baja.
11	Preocupada por la salud de la economía estadounidense, la Reserva Federal decidió este martes bajar las tasas de interés en un cuarto de punto porcentual para quedar en el 4.25%. Ésta es la tercera vez que bajan la tasa desde el 18 de septiembre, con la esperanza de evitar que la crisis hipotecaria se contagie a los demás sectores de la economía.
18	Los bancos centrales de EE.UU., la Unión Europea y el Reino Unido anunciaron medidas para ayudar al sector bancario a hacer frente a la crisis crediticia mundial y a la subida del costo de los préstamos. Estas tres instituciones financieras, junto con el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá, hicieron público un plan para inyectar US\$100,000 millones en fondos de emergencia.
19	El banco de inversión Morgan Stanley reveló pérdidas de US\$9,000 millones asociadas a los problemas del mercado inmobiliario estadounidense. Al mismo tiempo, el banco -la segunda entidad de inversiones en importancia de EE.UU.- anunció la venta de 10% de sus acciones al gobierno chino para conseguir dinero.
2008	
Enero	
4	EE.UU. registró en diciembre la tasa de desempleo más alta en dos años mientras que la creación de nuevos puestos fue menor a la prevista, informó el Departamento de Trabajo. La información pone nerviosos a los mercados ya que se teme una contracción de la mayor economía mundial.
7	El presidente George W. Bush admite que la crisis hipotecaria puede afectar el crecimiento económico en 2008, pero el mandatario insiste en que los fundamentos de la economía están sólidos.
15	El principal banco de Estados Unidos, Citi group, anunció una pérdida neta de más de US\$9.800 millones durante el último trimestre de 2007. La institución financiera también anunció que colocaría más de US\$18,000 millones en la categoría de cuentas incobrables, como consecuencia de haber estado altamente expuesto a malos préstamos en el mercado hipotecario estadounidense, en especial las hipotecas de alto riesgo de tipo "subprime".
17	El banco de inversión estadounidense, Merrill Lynch, anuncia pérdidas netas al finalizar 2007 de US\$7,800 millones. Las pérdidas están vinculadas al mercado hipotecario en EE.UU.
21	Las bolsas en el mundo entero entran en pánico y los mercados registran sus peores pérdidas desde el 11 de septiembre de 2001.
22	La Reserva Federal de EE.UU. recorta marcadamente las tasas de interés en medio punto porcentual para dejarlas al 3.5%. Ésta es la mayor disminución individual en 25 años.
29	La Oficina Federal de Investigaciones de Estados Unidos (FBI) está investigando a 14 compañías enredadas en la crisis de las hipotecas "sub-prime", como parte de una ofensiva contra prácticas

	inapropiadas en la oferta de crédito al público.
30	La Reserva Federal corta su tasa clave de interés de 3.5% a 3%. Esta es la segunda baja en nueve días.
Febrero	
6	Las acciones en Wall Street sufrieron sus peores pérdidas en casi un año, después que se diera a conocer que la actividad en el sector de los servicios clave de EE.UU. disminuyó inesperadamente en enero. Los temores de que la peor recesión en el sector inmobiliario en EE.UU. en 25 años se contagie a los otros sectores está debilitando el mercado
10	Los ministros de Finanzas y gobernadores de los bancos centrales del G7, Grupo de los Siete países más industrializados del mundo, advierten sobre el empeoramiento de la economía. Las pérdidas ocasionadas por la crisis hipotecaria en EE.UU. pueden llegar -dicen- a los US\$400 mil millones.
13	Las pérdidas sufridas por las empresas japonesas financieras debido a la crisis hipotecaria en EE.UU. se han duplicado en los últimos tres meses de 2007, informó la agencia que se encarga de vigilar el sistema bancario en Japón, la FSA. Los resultados estuvieron en línea con las expectativas.
Marzo	
6	La crisis se extiende. Después de sobrevivir buena parte de la crisis financiera sin muchos sobresaltos, los fondos de cobertura y otros inversionistas están enfrentando una nueva amenaza: los bancos que les prestan dinero están pidiendo su devolución.
7	El Congreso de EE.UU. investiga por qué los directores de los bancos que tuvieron que renunciar a sus cargos debido a las fuertes pérdidas sufridas por la crisis de las subprimer recibieron millonarias compensaciones.
11	Los bancos centrales realizan otro intento coordinado para aliviar las condiciones en los mercados de crédito, con una ayuda de US\$200 mil millones. El esfuerzo para contrarrestar el empeoramiento de la crisis crediticia global lo hacen la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y los bancos centrales del Reino Unido, Canadá y Suiza.
17	Los precios de las acciones cayeron a nivel mundial, como reacción a la noticia de que uno de los bancos de inversiones más antiguos de Estados Unidos, el Bear Stearns, fue vendido para salvarlo del colapso. La compañía había hecho grandes inversiones en instrumentos hipotecarios de tipo subprime. Bear Stearns -el quinto banco en importancia de Wall Street- fue adquirido por JP Morgan Chase por US\$240 millones.
18	Los bancos de inversión Goldman Sachs y Lehman Brothers revelan que sus beneficios se han reducido a la mitad por la escasez de crédito durante el primer trimestre. Pese a todo, los resultados no son tan desastrosos como se esperaban y por lo tanto el mercado reacciona positivamente.
Abril	
6	El director del Fondo Monetario Internacional, Dominique Strauss-Kahn, afirma que se requiere la intervención gubernamental a nivel global para mitigar la actual crisis de los mercados financieros. Dice que la crisis es mundial y que podría afectar también a países en desarrollo como China e India.
Mayo	
22	El banco suizo UBS, uno de los más afectados por la crisis crediticia, lanzó una emisión de derechos preferentes de US\$15,500 millones. El objetivo era cubrir algunos de los US\$37,000 millones en pérdidas de activos ligados a deudas hipotecarias estadounidenses.
Junio	
19	Se inician dos grandes investigaciones sobre la crisis subprime en EE.UU., que se espera puedan restablecer la confianza en los mercados financieros. La Oficina Federal de Investigaciones de Estados Unidos (FBI) arresta a 406 personas, incluidos corredores de bolsa y promotores inmobiliarios supuestamente involucrados en un fraude hipotecario de US\$1,000 millones. Por otra parte, dos miembros del banco Bear Stearns se enfrentan a acusaciones criminales relacionadas con el colapso de dos fondos de inversiones subprime. Se les acusa de conocer y no

	informar a los inversores sobre los problemas de los fondos, provocando que incurrieran en pérdidas de US\$1,400 millones.
Julio	
13	Indy-Mac, uno de los principales bancos hipotecarios de EE.UU., fue intervenido por el gobierno. Se trata del segundo banco más importante de la historia de EE.UU. que se derrumba. Los reguladores financieros tomaron control de todos los bienes del banco por temor a que no pudiera enfrentar el continuo retiro de fondos de los inversionistas, presionados por la crisis crediticia. Éstos retiraron US\$1,000 millones en los 11 días anteriores
15	Las autoridades financieras intervinieron para ayudar a dos de las instituciones financieras más importantes de EE.UU., Fannie Mae y Freddie Mac. Ambas poseen o garantizan la mitad de las deudas hipotecarias en ese país, un total de US\$5 billones. La semana anterior había cundido el pánico entre los inversores por temor a que Fannie Mae y Freddie Mac se colapsaran, provocando el derrumbe en el precio de sus acciones. Que dos instituciones financieras tan grandes quiebren sería casi impensable y provocaría un caos en la economía estadounidense.
Agosto	
14	Se informa que las economías de los 15 países de la eurozona se contrajeron un 2% entre abril y junio. Se trata de su primer declive desde la creación de la eurozona en 1999.
25	La crisis financiera podría "alargarse por un tiempo considerable", advirtió el vicegobernador del Banco de Inglaterra. Charles Bean dijo el problema financiero es tan grave como en la década de los años 70 y que cada vez que los mercados empiezan a recuperarse estalla "otra granada".
Septiembre	
2	La economía europea se contrae más severamente de lo que se esperaba, indicó un informe de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)
14	El cuarto banco de inversión de Estados Unidos, Lehman Brothers, se declara en bancarrota abrumado por sus pérdidas en el sector hipotecario, después de que fracasaran las conversaciones para intentar encontrar un comprador.
17	La Reserva Federal de Estados Unidos anuncia un paquete de rescate para salvar de la bancarrota al gigante de los seguros American International Group (AIG). Según el plan, la que es considerada la mayor aseguradora de Estados Unidos recibe US\$85.000 millones en préstamo, lo que significa que el gobierno asumirá casi el 80% del control de la empresa.
18	El banco británico Lloyds TSB anuncia la compra de su rival Halifax Bank of Scotland (HBOS) por US\$21,800 millones para salvarlo de la quiebra. Los seis principales bancos centrales del mundo anunciaron la adopción de "medidas coordinadas" para hacer frente a la falta de liquidez en los mercados financieros. La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo informan el aporte de un capital por un valor de US\$180,000 millones.
19	El Departamento del Tesoro y la Reserva Federal de EE.UU. plantean al Congreso un paquete de medidas legislativas para paliar "los riesgos sistémicos" en los mercados de capitales y hacer frente al desmoronamiento de los precios de los activos financieros. Esto generó un alivio y repunte en los mercados.
22	Dos instituciones financieras japonesas anunciaron planes de adquirir grandes partes de dos de los más prestigiosos bancos estadounidenses, afectados por la crisis crediticia: Morgan Stanley y Lehman Brothers. Los últimos dos bancos de inversiones más grandes de Estados Unidos, Goldman Sachs y Morgan Stanley, se convierten en holding bancario. Esa condición les permite tomar depósitos de inversionistas y estar protegidos por la Reserva Federal (Fed).

23	<p>La Oficina de Investigaciones de Estados Unidos (FBI) comenzó una investigación a cuatro de las grandes firmas que se han visto afectadas por la actual crisis en los mercados de valores. Según medios de comunicación de ese país, los agentes al parecer están examinando posibles fraudes cometidos por los entes hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac, el banco de inversión declarado en bancarrota, Lehman Brothers, y la aseguradora AIG.</p> <p>Berkshire Hathaway, empresa cuyo propietario es el multimillonario estadounidense Warren Buffett, anunció la compra del 9% de las acciones del banco de inversiones Goldman Sachs por un monto de US\$5,000 millones.</p> <p>La crisis financiera acaparó la atención de los mandatarios que intervinieron en la Asamblea General de la ONU, con llamados de Brasil y Argentina a favor de la creación de mecanismos internacionales para frenar la "especulación financiera" y una promesa de EE.UU. de que todo se solucionará en breve.</p>
24	<p>Miembros del Congreso de EE.UU. expresaron su escepticismo sobre el plan de rescate del sistema bancario del país impulsado por la administración Bush.</p> <p>El secretario del Tesoro, Henry Paulson, aseguró ante los congresistas que retrasar la aprobación del paquete de US\$700,000 millones podría poner en riesgo toda la economía del país.</p>
25	<p>El candidato republicano a la presidencia de EE.UU., John McCain, decidió suspender su campaña para centrar su atención en la crisis financiera que atraviesa su país y sugirió que el primer debate presidencial programado para el viernes se pospusiera.</p> <p>El demócrata Barack Obama insistió en que el debate debería seguir adelante porque el pueblo quiere escuchar las ideas que tienen los candidatos para resolver la crisis.</p> <p>Los activos del mayor banco de ahorro y préstamo de EE.UU., el Washington Mutual, fueron vendidos en subasta después de que la institución fuera intervenida por las autoridades.</p> <p>Las acciones del banco habían quedado virtualmente en el piso debido al gran número de créditos hipotecarios de alto riesgo que poseía.</p> <p>Este cierre es considerado el peor colapso bancario en la historia</p>
26	<p>Pese a informaciones que sugerían que se había alcanzado un acuerdo para un plan de rescate, reuniones de alto nivel no logran resultados concretos.</p> <p>En un debate televisado, Barack Obama y John McCain expresan su apoyo a que se logre un acuerdo en las Cámaras para poder "salvar" el sistema financiero estadounidense y evitar un posible impacto en la economía real.</p>
27-28	<p>Durante el fin de semana, líderes legislativos de ambos partidos se reúnen en frenéticas negociaciones para alcanzar un acuerdo sobre el paquete de rescate financiero.</p> <p>En la tarde del domingo, hacen público un documento de 106 páginas en el que se detalla una nueva versión del plan, que ahora deberá ser votada en ambas Cámaras del Congreso.</p>
29	<p>El gobierno británico nacionaliza el banco Bradford & Bingley (B&B).</p> <p>En un acuerdo respaldado por el gobierno de EE.UU., Wachovia - la cuarta institución financiera en importancia del país- pasa a manos de Citi group, su principal rival.</p> <p>La Cámara de Representantes de EE.UU. rechaza el plan de rescate. Esto provoca una nueva caída en las acciones de Wall Street: el índice Dow Jones baja un 7%, la caída más pronunciada en un solo día.</p>
30	El banco franco-belga Dexia se convierte en el más reciente en recibir ayuda estatal.
Octubre	
1	El Senado de EE.UU. aprueba finalmente el paquete de rescate de US\$700.000 millones.
3	El presidente de Estados Unidos, George W. Bush, promulga la ley del controvertido paquete de US\$700,000 millones, después de que la Cámara de Representantes aprobara una nueva versión del plan.
4	Europa celebra su primera cumbre de alto nivel en París, Francia, para enfrentar la crisis financiera. No está previsto un plan de rescate similar al de EE.UU.
5	El alemán Hypo Real Estate (HRE), uno de los bancos más importantes de Europa, está cerca del colapso tras el fracaso de las negociaciones para rescatarlo. Se trata de la segunda financiera hipotecaria más grande de Alemania. La canciller del país, Angela Merkel, asegura que hará todo lo

	posible para mantenerlo a flote.
6	<p>El Ministerio de Finanzas de Alemania informa que el gobierno y un grupo de bancos alcanzaron un acuerdo sobre un plan de US\$70,000 millones para rescatar al Hypo Real Estate.</p> <p>En tanto, el banco francés BNP Paribas acuerda comprar el 75% de las operaciones en Bélgica y Luxemburgo del grupo financiero europeo Fortis, uno de los mayores del continente.</p> <p>Los principales mercados de valores de Asia y Europa mostraron fuertes bajas en el inicio de la jornada, en el primer día de operaciones tras la aprobación del plan de rescate financiero estadounidense.</p>
8	<p>El gobierno británico anuncia un plan de rescate financiero de casi US\$90,000 millones para salvar al sistema bancario del país.</p> <p>Asimismo, en una medida sin precedentes, los principales bancos centrales del mundo anuncian un recorte coordinado de las tasas de interés en un intento por contener la crisis financiera.</p> <p>Mientras tanto, en Estados Unidos, el secretario del Tesoro de ese país, Henry Paulson, advierte que algunos bancos colapsarán a pesar del gigantesco plan de rescate aprobado por el Congreso para el sector financiero.</p>
10	<p>Un jueves negro precede a este viernes de caída libre en las bolsas en Asia y Europa. Es la peor semana de la crisis financiera global.</p> <p>La cotización del barril del petróleo también se desplomó el jueves a sus niveles más bajos en un año al ubicarse en US\$86.59 el barril.</p>
13	<p>El domingo, los líderes de los 15 países de la zona euro acordaron en París, Francia, un plan de acción contra la crisis financiera, que prevé que los estados recapitalicen instituciones en riesgo y garanticen préstamos interbancarios.</p> <p>Este lunes, los mercados europeos y asiáticos reaccionaron de manera positiva.</p> <p>El gobierno británico anunció este lunes que inyectará US\$60,000 millones en tres de los principales bancos del país. Así, controlará un 60% del Royal Bank of Scotland y un 40% de la fusión entre Lloyds TSB y HBOS.</p>
14	<p>La bolsa neoyorquina no pudo celebrar una segunda jornada positiva y cerró 0.82% a la baja.</p> <p>En cambio, las bolsas europeas repuntaron por segundo día en respuesta a los planes financieros de rescate anunciados por los gobiernos.</p> <p>En tanto, se anuncia que el déficit presupuestario en Estados Unidos alcanza una cifra récord: US\$450,000 millones. La cifra corresponde al 3,2% de Producto Interno Bruto de la nación, y es casi el triple del que se registró el año pasado.</p>
17	<p>El presidente George W. Bush pide a los estadounidenses tener confianza y paciencia en las medidas extraordinarias tomadas por su gobierno para controlar la crisis.</p> <p>Su llamado se produce luego de informarse que los índices de construcción de nuevas viviendas en Estados Unidos siguen cayendo y que las cifras oficiales del mes de septiembre mostraron que llegaron al nivel más bajo desde la recesión de 1991.</p>
18	<p>El presidente de Estados Unidos, George W. Bush, ofrece acoger en su país una cumbre internacional sobre la actual crisis financiera mundial. La oferta la hace luego de un encuentro con los presidentes de Francia, Nicolas Sarkozy, y de la Comisión Europea (CE), José Manuel Durão Barroso.</p>
19	<p>El presidente y dos gerentes de uno de los bancos más grandes de Francia, Caisse d'Epargne, renuncian luego del escándalo por la pérdida de unos US\$800 millones relacionada con el caos del mercado financiero mundial.</p> <p>Corea del Sur anuncia que destinará US\$100,000 millones para ayudar a sus bancos a pagar las deudas que contraigan en divisa extranjera hasta junio de 2009.</p> <p>El gobierno de Holanda señala que inyectará US\$13,000 millones en su principal banco, ING, para apuntalar sus finanzas.</p>
20	<p>La producción industrial de China cae por tercer trimestre consecutivo, en medio de temores de que su economía estaría próxima a sufrir un bajón.</p> <p>Las últimas cifras muestran que el crecimiento económico chino fue del 9% en el tercer trimestre del año.</p> <p>Es la primera vez en al menos cinco años que se registra un crecimiento de un solo dígito, debido al</p>

	impacto de la crisis de crédito global y a la debilidad en el sector inmobiliario local, según funcionarios chinos.
22	Las bolsas de las principales economías latinoamericanas viven un "miércoles nefasto". El mercado bursátil de Buenos Aires fue uno de los más afectados, con una caída del 10.1% en el índice Merval. En México, la segunda economía de la región, el índice IPS del mercado bursátil retrocedió 7%. Las noticias tuvieron repercusiones al otro lado del Atlántico. El IBEX, el indicador líder de la bolsa de Madrid, cerró con una baja del 8%, la segunda mayor caída de su historia. En tanto, la Casa Blanca anuncia la realización de una cumbre el próximo 15 de noviembre con los líderes del G20 -grupo que integran entre otros Brasil, México y Argentina- para analizar medidas para enfrentar la crisis.
23	Un comité de la Cámara de Representantes de Estados Unidos acusa a las agencias calificadoras de riesgo de ese país de haber abusado de la confianza que se tenía en ellas y de haber ignorado las señales que anticipaban la crisis. En tanto, las bolsas asiáticas vuelven a operar a la baja. La de Corea del Sur es una de las más afectadas: cayó el won, la moneda del país, la bolsa cerró un 8% en baja, debido a la falta de confianza entre los inversores que temen que se produzca una recesión global.
24	En Dinamarca, el banco central eleva 0.5 puntos porcentuales su tasa clave de interés para situarse en 5.5%. El Reino Unido se encuentra a un paso de la recesión, de acuerdo con cifras publicadas por la Oficina de Estadísticas Oficiales. La economía se contrajo por primera vez en 16 años entre julio y septiembre, cuando el crecimiento cayó 0.5%.
30	La Reserva Federal estadounidense redujo la tasa clave de interés de 1.5% a 1%, una decisión que muchos esperaban, puesto que su objetivo es evitar una posible recesión. El Departamento de Comercio publicó cifras que muestran que la economía de EE.UU. se contrajo en una tasa anualizada de 0.3% entre julio y septiembre.
Noviembre	
4	El precio del petróleo Brent (el crudo de referencia en Europa) cayó por debajo de US\$60 el barril por primera vez en 20 meses, ante el temor de que una recesión en Estados Unidos reduzca la demanda.
7	El Departamento de Trabajo informó de un marcado aumento en el índice de desempleo, que alcanzó el 6.5% en octubre, la tasa más alta en los últimos 14 años. Desde que Barack Obama ganó la elección presidencial el 4 de noviembre, las acciones en Wall Street han perdido aproximadamente el 10% de su valor.
Diciembre	
1	La Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de Estados Unidos anunció oficialmente que la economía estaba en recesión. El panel, que incluye a economistas de Harvard, Stanford y el Instituto Tecnológico de Massachusetts, señala que la economía comenzó a contraerse en 2007.
4	El presidente de Francia, Nicolás Sarkozy, anunció un paquete de ayuda de 26 mil millones de euros para estimular la economía, que incluirá asistencia a empresas automotrices e inversión pública.
11	El Banco de América anunció que recortará 35 mil empleos en un período de tres años. Los Bancos Centrales Europeo, británico, sueco y danés reducen nuevamente sus tasas de interés.
16	La Reserva Federal de Estados Unidos redujo la tasa de interés de 1% a 0.25%, la más baja en la historia.
19	El presidente de Estados Unidos, George W. Bush, anunció que su gobierno utilizará US\$17,400 millones de los US\$700 mil millones del paquete financiero destinado a los bancos para ayudar a las tres empresas automotrices estadounidenses: General Motors, Ford and Chrysler.
29	El Departamento del Tesoro de Estados Unidos, anunció un paquete de ayuda por valor de US\$6 mil millones para la empresa automotriz General Motors.
2009	
Enero	
6	El multimillonario alemán Adolf Merckle se suicidó luego de que sus negocios se vinieran abajo por causa de la crisis financiera

8	El Banco de Inglaterra redujo su tasa de interés a 1.5%, la más baja en sus 315 años de historia.
9	Datos oficiales revelan que la tasa de desempleo de Estados Unidos aumentó a 7.2% en diciembre, la tasa más alta en 16 años. Las cifras indican, además, que más trabajadores perdieron sus empleos en 2008 en ese país que en ningún año desde la Segunda Guerra Mundial.
13	Las exportaciones chinas registran su peor caída en la última década. La canciller alemán Angela Merkel anuncia un paquete económico de US\$67 mil millones para estimular la economía.
14	Cifras del Departamento de Comercio de Estados Unidos muestran que las ventas del comercio bajaron más de lo esperado en diciembre. La noticia provocó caídas en bolsas de valores de Estados Unidos y países europeos.
15	El Banco Central Europeo redujo la tasa de interés en la zona euro en medio por ciento para alcanzar 2%. Es la cuarta vez que el BCE baja las tasas desde septiembre.
16	El gobierno de Estados Unidos llegó a un acuerdo para otorgar US\$20 mil millones más al Banco de América. Mientras tanto, Citi group anunció planes para dividir la empresa en dos, en momentos en que reveló nuevas pérdidas por valor de US\$8.29 mil millones.
23	La economía británica entra oficialmente en recesión al anunciarse que el último trimestre de 2008 el PBI cayó en 1.5% comparado con el trimestre anterior.
24	El nuevo presidente de Estados Unidos, Barack Obama, señaló que el paquete de ayuda económica de US\$825 mil millones que discute el congreso de su país será aprobado a mediados de febrero.
27	El gobierno británico anunció un paquete de ayuda para la industria automotriz por valor de 2,300 millones de libras esterlinas.
28	El Banco Central de España anunció que el país está en recesión por primera vez desde 1993. Los pronósticos del gobierno indican que el Producto Bruto Interno caerá en 1,6 por ciento.
Febrero	
1	El Foro Económico Mundial de Davos, Suiza, concluyó con un llamado a reconstruir el sistema económico global. El fundador del foro, Klaus Schwab, anunció "una iniciativa de rediseño global" para reformar la banca, la regulación financiera y el gobierno corporativo. Por cinco días, más de 2,000 empresarios y líderes políticos discutieron lo que algunos llamaron la "crisis del capitalismo".
2	El gobierno de China informó que unos 20 millones de migrantes internos - un número tres veces más grande de lo estimado anteriormente- han perdido sus trabajos durante la actual crisis financiera mundial. Una encuesta realizada en 15 provincias sugiere que alrededor del 15% de la fuerza laboral migrante está desempleada.
3	El Ministerio del Trabajo español informó que el desempleo en ese país aumentó 6% en enero, lo que significa que hay casi 200 mil desocupados más que el mes anterior. Con esto, la cifra total de desempleados alcanzó los 3.3 millones, el número más alto desde 1996. De esta manera con un porcentaje del 14.4%, el desempleo en España es -por mucho- el más alto de Europa.
11	El líder demócrata del Senado de Estados Unidos, Harry Reid, anunció que las dos cámaras del Congreso llegaron a un acuerdo sobre el plan del presidente Barack Obama para estimular la economía del país. Reid dijo que el acuerdo permitirá crear 3.5 millones de empleos una vez que Obama lo haga ley y agregó que un tercio del mismo está dedicado a reducción de impuestos e incentivos para la clase media. El paquete de compromiso será de US\$789,000 millones, menor a la cantidad propuesta por Obama de US\$900,000 millones.
12	El Banco Mundial dice que aproximadamente 100 millones de personas en países en vías de desarrollo seguirán en la pobreza debido al bajón económico que afecta al mundo. El organismo sostiene que la ralentización económica revertirá muchos de los avances logrados en la

reducción de la pobreza en las naciones del Tercer Mundo.
 Hombre observa caída del mercado financiero
 Los países en desarrollo podrían verse más afectados por la crisis global.

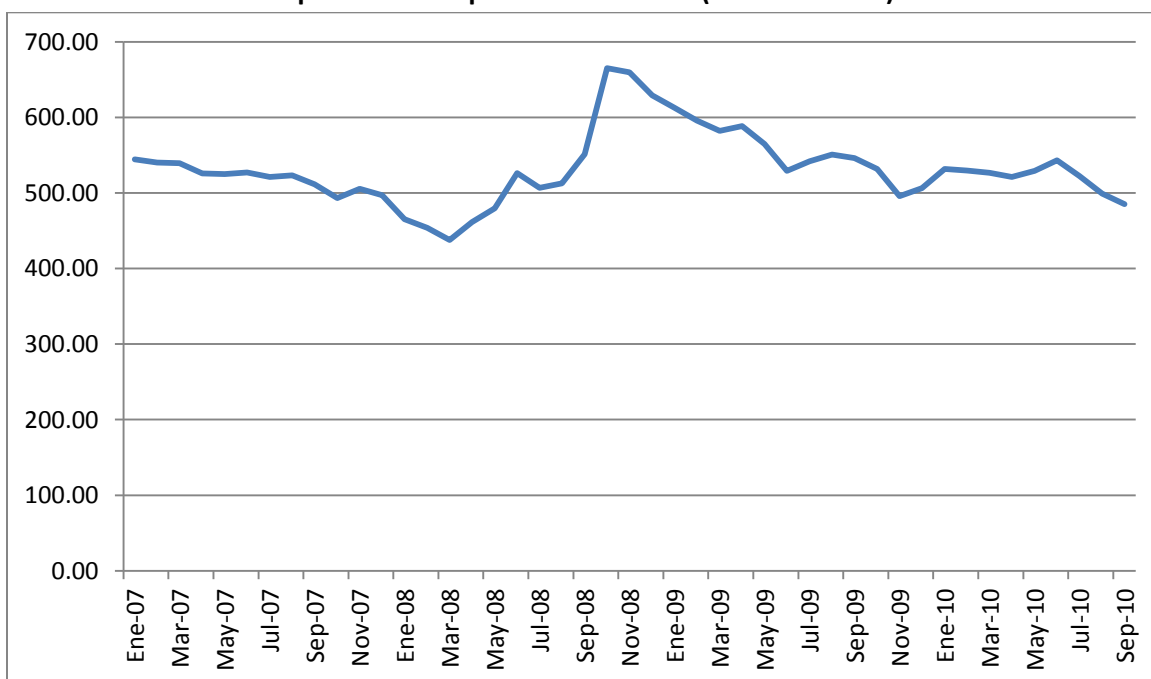
FUENTE: BBC, 2011

La economía estadounidense colapsó a causa de 4 factores, principalmente:

1. Empresas de Estados Unidos. Con el colapso crediticio y del consumo, se produjo una “asfixia” por falta de medios financieros.
2. Consumidores Estadounidenses. Insolvencia de consumidores, se puede reducir el consumo al 40-50%, lo que provoca la disminución del PIB en una tasa muy importante y producir el efecto espiral de disminución del consumo.
3. Municipios de Estados Unidos. Se dio una disminución de ingresos, importante, en los municipios y estados con el consiguientes aumento de los déficits.
4. Dólar. Su constante devaluación provocó un aumento de la inflación que también tiene su mecanismo de espiral (Poal, 2008).

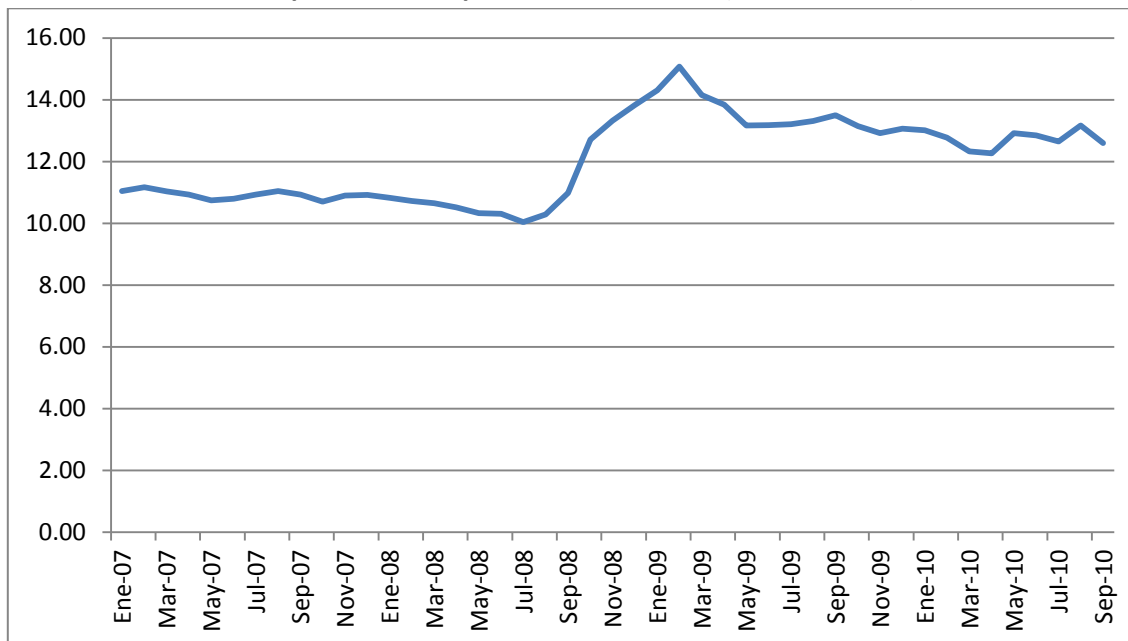
Se muestra a continuación a detalle el comportamiento del dólar contra las monedas que para efectos de este trabajo interesan: el peso chileno (Gráfico 4.2) y el peso mexicano (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.2
Tipo de cambio peso chileno-dólar (2007-feb.2011)



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

Gráfico 4.3
Tipo de cambio peso mexicano-dólar (2007-feb.2011)



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

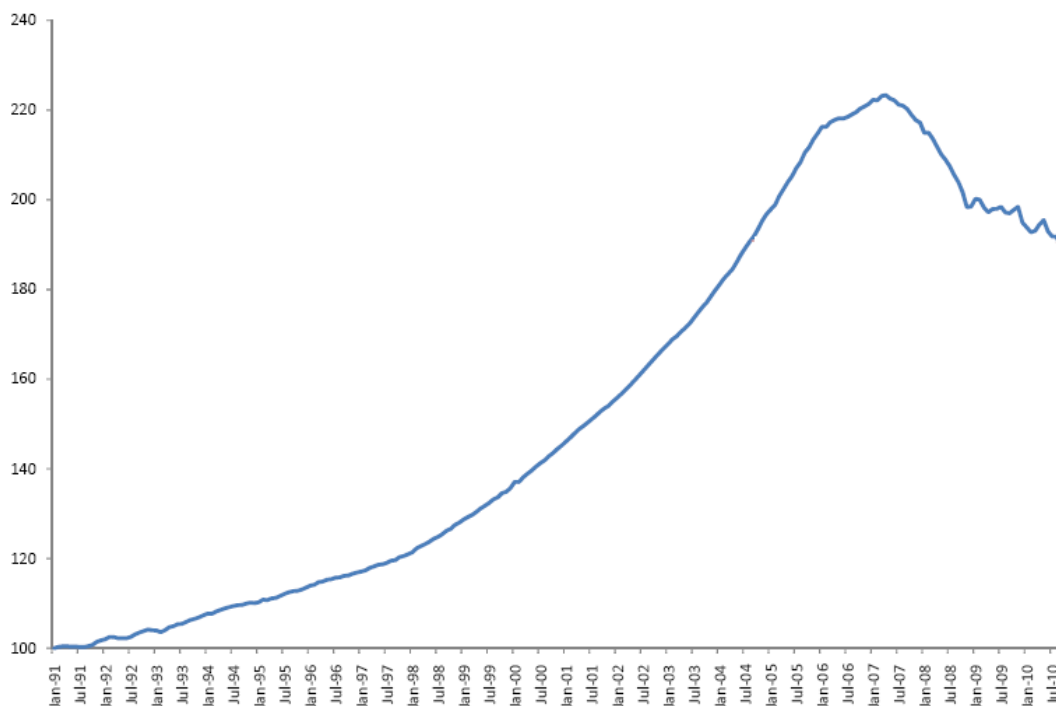
Otros factores, sobre los cuales se ha discutido ampliamente, fue el de los nuevos instrumentos financieros y el papel que desempeñaron las calificadoras de riesgo. Debido a la situación que vivía el sector hipotecario se crearon instrumentos que fueron vendidos a fondos de inversión y otras entidades financieras que procuraban una mayor rentabilidad que la disponible mediante las herramientas tradicionales.

Las calificadoras dividieron los paquetes financieros en segmentos según las posibilidades de incumplimiento. Mediante esta práctica se pretendió limitar el riesgo, pero el resultado fue que se terminó por esparcir hacia el sistema financiero mundial, convirtiendo los derivados financieros en una red cuya dimensión escapó al control tanto de los emisores como de los compradores. Al caer un nodo de esta red, quedó de manifiesto que la interdependencia era mucho más alta que la inicialmente anticipada por las calificadoras de riesgo. Tanto estas instituciones como los bancos se beneficiaron ante un incremento en la circulación de este tipo de papeles. La ausencia de una regulación que permitiese al Estado llevar un control adecuado contribuyó a provocar la crisis (Laffaye, 2008).

Las innovaciones relacionadas con la propagación de un modelo financiero basado en originar y distribuir los riesgos han tenido una enorme influencia sobre el desencadenamiento y la magnitud de la crisis. Los productos financieros “apalancados” que fueron considerados en un principio como una buena manera de distribuir los riesgos, en realidad disimularon la calidad y composición de las carteras, quitando transparencia y empeorando la calidad de la calificación y del crédito. En última instancia, tornaron casi imposible estimar el volumen real de las pérdidas y su distribución.

Asimismo, resulta claro que los precios de diversos activos financieros y no financieros se situaron en niveles inusualmente altos por un período prolongado. Por ejemplo, las bolsas alcanzaron rendimientos espectaculares sin que ello tuviera relación alguna con la evolución de la economía real; a la vez que en muchos países desarrollados las viviendas se cotizaron a precios muy por encima de su nivel histórico.

Gráfico 4.4
Evolución del costo mensual de una casa en Estados Unidos



FUENTE: Office of Federal Housing Enterprise Oversight

Todas estas tendencias pueden explicarse a partir de una amplia disponibilidad de financiación a muy bajo costo. Esa facilidad crediticia redujo la tasa de ahorro de los hogares a niveles inusualmente bajos en muchos países, acompañada de crecientes déficits en cuenta corriente. La caída en la tasa de ahorro trajo aparejado un incremento del déficit externo a fin de poder financiar la inversión interna. Mientras tanto, en China la tasa de inversión subió hasta niveles nunca vistos. Este comportamiento concuerda con la amplia disponibilidad de crédito barato.

4.2 El impacto de la crisis en América Latina

El contagio financiero, provocado por el estallido de la burbuja, se extendió al resto de la economía y al mundo en general. La respuesta a la crisis se centró en desbloquear el crédito y evitar mayores daños a la economía mundial, pero la crisis ya golpeó a la región de América Latina y el Caribe y causando un ambiente de incertidumbre.

El impacto de la crisis económica y financiera mundial en las economías de América Latina y el Caribe se canalizó por cinco vías:

- a) Contagio financiero y endeudamiento externo
- b) inversión extranjera directa
- c) demanda externa
- d) remesas de los trabajadores
- e) cambios de los precios relativos (sobre todo de los productos básicos).

Casi todos los países de la región sintieron los efectos, aunque de diferentes formas de manera general se tiene que en:

- México y América Central corren el riesgo de ser los más afectados si la recesión se prolonga en Estados Unidos, ya que sus relaciones económicas y comerciales están fuertemente ligadas a la economía de ese país.
- En América del Sur, la explosión de la burbuja de los productos básicos golpea fuertemente a Brasil; Argentina, que también se ve afectada, debió nacionalizar su sistema de pensiones como una forma de mantener el equilibrio fiscal.
- Las naciones exportadoras de petróleo, como Venezuela y Ecuador, deberán ajustar su gasto a la merma en sus ingresos como resultado de la fuerte caída en los precios internacionales del crudo (de US\$160 a alrededor de US\$40 el barril).
- Los menos afectados serán aquellos países que lograron ahorrar durante los buenos tiempos y aquellos con mercados diversificados y vínculos más fuertes con las economías asiáticas (Chile, Colombia y Perú).
- En términos generales, los países mejor posicionados son aquellos con bancos centrales autónomos, sistemas con metas inflacionarias y procesos fiscales sólidos.
- En septiembre de 2008, había consenso respecto de un crecimiento previsible de 3.7% en 2009 para América Latina. En enero de 2009, en cambio, el pronóstico de consenso había disminuido a un magro 1%, valor que coincide con las correcciones a la baja del crecimiento mundial.

Los efectos de la crisis se propagaron tanto a nivel macroeconómico como microeconómico y los grupos sociales más vulnerables fueron los más afectados. Hubo un aumento de la pobreza, sobre todo debido al incremento de los precios de los alimentos y la energía y al deterioro de las condiciones del mercado laboral.

El empleo fue la variable de ajuste y el resultado final depende del marco económico, social e institucional propio de cada país (CEPAL, 2009).

En los años comprendidos entre 2003 y 2008 los datos macroeconómicos de América Latina y el Caribe fueron valorados como muy favorables, como resultado del contexto económico

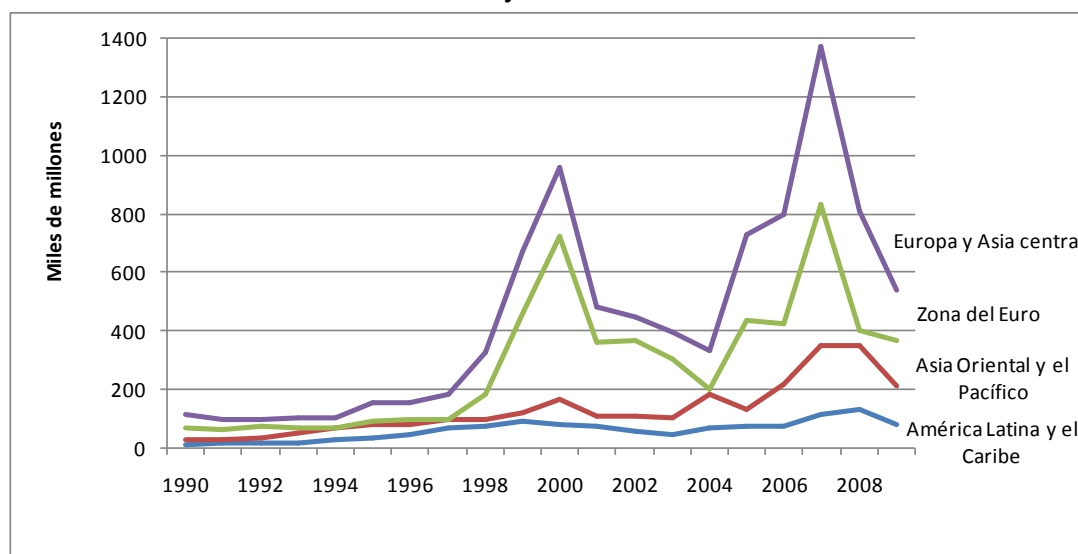
internacional y de determinadas políticas nacionales que supieron aprovecharlo. Pero ese proceso de seis años consecutivos de crecimiento fue interrumpido y este evento dejó secuelas perdurables en la economía mundial y en las nacionales de la región, pero que será diferente en cada país en función de la capacidad de reacción frente a la crisis que tengan las autoridades respectivas.

Entre los efectos de la crisis, calculada para los países de América Latina y el Caribe, cabe citar los siguientes seis escenarios, todos ellos relevantes y complementarios (Déniz, 2010):

1. Finanzas. Si bien el factor financiero latinoamericano está menos expuesto porque ha reducido sus niveles de endeudamiento (además de negociar sus obligaciones en mejores condiciones de tasa y plazo) y ha acumulado grandes reservas internacionales, ahora se enfrenta a la escasez de crédito y a la volatilidad de los tipos de cambio, las tasas de interés y las corrientes financieras, en contraste con esos años de amplio acceso al financiamiento externo. A diferencia de otras veces, la región no es escenario de una crisis financiera y no es previsible a corto plazo que se produzcan graves problemas financieros, pero éstos podrían aparecer si los mercados tardan en normalizarse y el grado de exposición externa sus sistemas financieros aumenta.

Después de que la inversión extranjera directa (IED) alcanzara su máximo histórico en 2008, se esperó una caída importante durante 2009, estimada entre el 35% al 45% (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5
Inversión Extranjera Directa 1990-2009

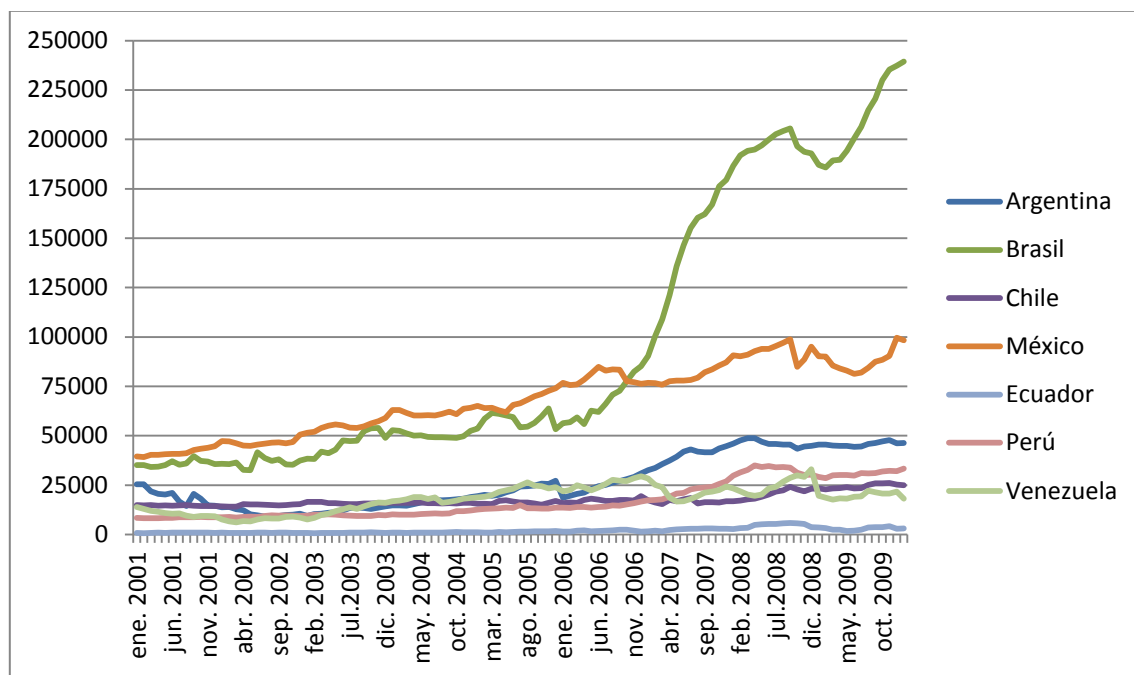


FUENTE: Banco Mundial, 2011 (en dólares)

Las reservas internacionales alcanzaron unos volúmenes sin precedentes, superando el 150% entre 2003 y 2008. Esto ha sido resultado de la crisis asiática y de los precios de las exportaciones que llevó a varios gobiernos a acumular activos externos que redujeron su

dependencia. Pero la crisis ha hecho cambiar esta tendencia y ya estos recursos empezaron a resentirse. El nivel máximo histórico alcanzado fue en septiembre de 2008, que llegó a alrededor de \$500,000 millones de dólares que disminuyeron en un 9% en el primer cuatrimestre de 2009. Sobresalen las reducciones de Ecuador, Venezuela, México, Perú y Brasil (Gráfico 4.6).

Gráfica 4.6
Reservas internacionales 2001- ene. 2010



FUENTE: Banco mundial, 2011 (en dólares, excluyendo el oro)

En cuanto a las primas de riesgo se constata que si bien había aumentado ha comenzado a caer y, en todo caso, ha sido menor que en otras crisis recientes. Por otra parte, la región ha vuelto a colocar nueva deuda (colocaciones de bonos soberanos y corporativos) en los mercados internacionales.

2. Comercio. El shock comercial ha sido mucho más apreciable que el financiero. La recesión global se manifestó con la caída de los flujos de comercio mundial que, para el caso de América Latina, su comercio de bienes cayó en un 38% en valor y en un 21% en volumen entre septiembre de 2008 y los primeros meses de 2009. En los años más próximos, el comercio (importaciones más exportaciones) había aumentado un 138% en valor y un 49% en volumen.

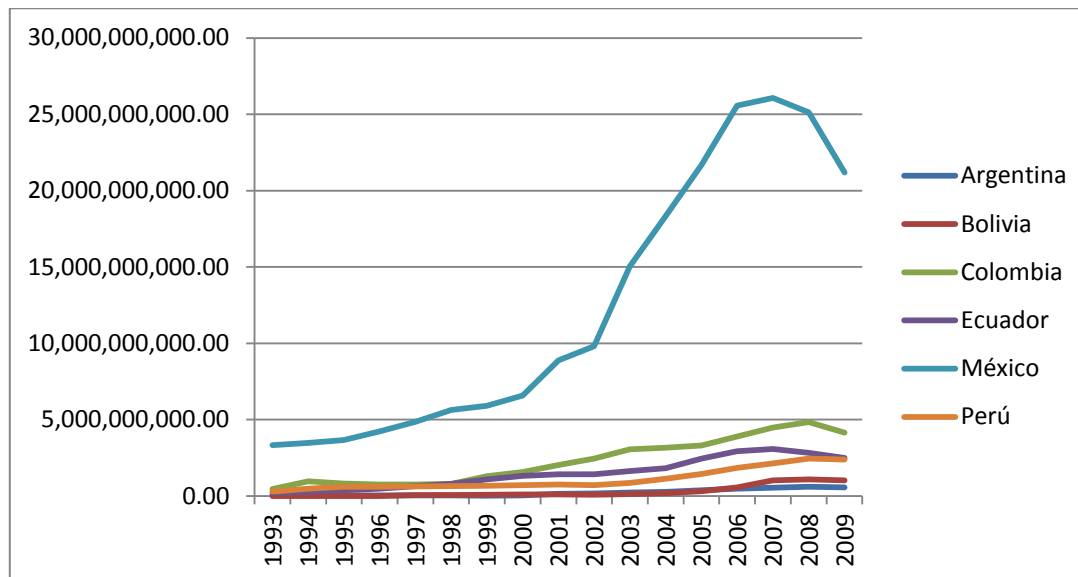
En el mes de abril de 2010, el comercio en valor cayó un 31.8%, mientras que en volumen lo hizo en un 19.7%. Así se observa que las exportaciones cayeron un 29.2% en valor y un 9.2% en volumen, mientras que las importaciones cayeron un 34.6% y 29.6% respectivamente. Las importaciones de Estados Unidos provenientes de la región fueron un 30% menores que en el mismo mes de 2009, mientras que las de la Unión Europea

cayeron un 25% y las de China un 22%, que son los principales destinos del comercio de América Latina. Los más afectados son los que más comercio tienen con Estados Unidos, como México y Centroamérica. El comercio intrarregional también cayó fuertemente, lo que preocupa, porque podría ser de alguna manera un elemento que contra reste las relaciones fuera de la región y por su contribución a la creación de empleo.

La caída de las exportaciones es generalizada tanto en valor como en volumen, pero con notables diferencias entre las subregiones y los países. Otro tanto ocurre con los términos de intercambio (que habían aumentado un 25% durante los años anteriores y que pueden deteriorarse en un 11% o más), siendo los menos perjudicados los países centroamericanos, con incluso tasas favorables en los primeros meses de 2009. Los que tuvieron mejores términos de intercambio en 2008 (Bolivia, Colombia, Ecuador y Venezuela) son los que después tuvieron las tasas negativas más altas. Claramente los países más afectados son aquellos que basan su economía en la exportación de metales e hidrocarburos, cuyos términos de intercambio disminuirían en proporciones significativamente superiores al 20%. La caída de los precios de los productos de exportación repercute asimismo en los ingresos fiscales.

3. Remesas. En el presente ya se constatan marcadas reducciones de las remesas de los trabajadores inmigrantes, estimándose una caída de entre el 5% y el 10% como media para la región, aunque en algunos países (Ecuador, México, Colombia) los porcentajes fueron bastante mayores y el impacto más fuertes se tuvo en Centroamérica. No hay que olvidar que en los últimos años en varios de estos países el volumen de ingresos por remesas fue mayor a la IED. Los efectos afectan negativamente el consumo y la tasa de pobreza, en este caso porque los receptores son de ingresos bajos, aunque no los más pobres (Gráfica 4.7).

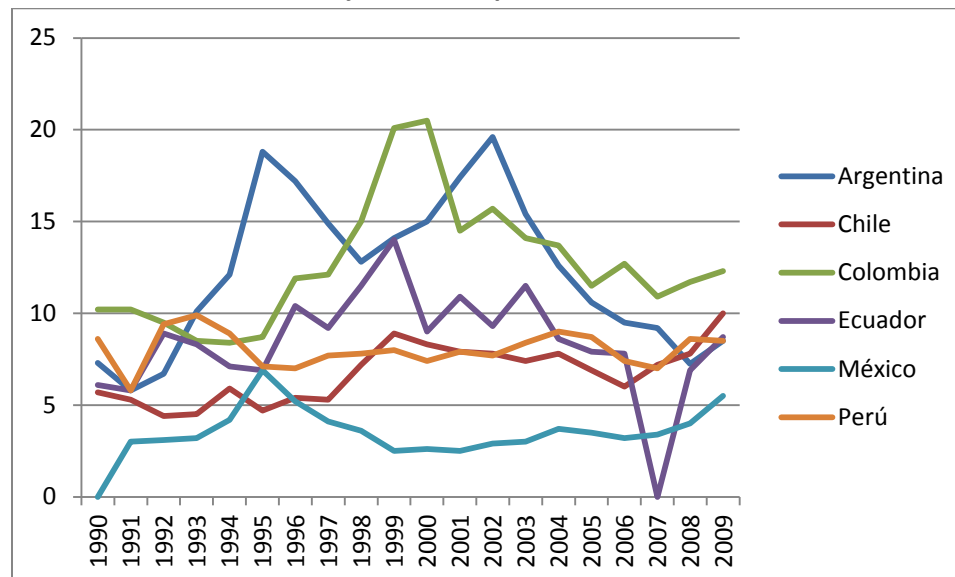
Gráfico 4.7
Remesas recibidas 1993- 2009



FUENTE: Banco mundial, 2011 (en dólares)

4. Mercado laboral y distribución del ingreso. Después de los avances alcanzados en la tasa de ocupación en los últimos años, con un crecimiento económico que fue acompañado de una mejora de algunos indicadores del mercado de trabajo (como una menor tasa de desempleo, en promedio entre 2003 y 2008 bajó del 11% al 7.5%, y empleos considerados de mayor calidad, los ingresos aumentaron), la tasa de desempleo puede superar el 9% en promedio. Sobre todo, es preocupante el posible crecimiento del subempleo y la informalidad laboral, constantes estructurales de varios de los países de Latinoamérica. Donde destacó más el aumento del desempleo a inicios de 2009 fue en Chile, Colombia, Ecuador y México (Gráfica 4.8).

Gráfico 4.8
Porcentaje de desempleo total 1990-2009

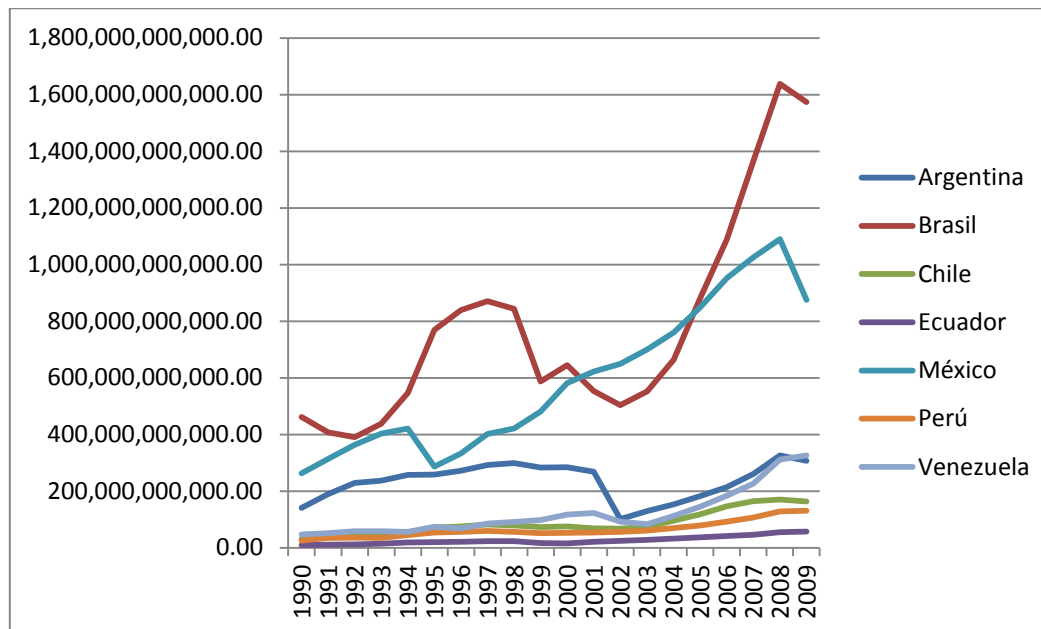


FUENTE: Banco mundial y OIT, 2011

En el citado quinquenio, igualmente se produjeron cambios en la distribución del ingreso, dado que en ocho países de la región la desigualdad disminuyó, en tres empeoró y en el resto se mantuvo semejante. La crisis actual previsiblemente podría hacer retroceder estas leves mejorías a no ser que las políticas públicas lo intenten contrarrestar.

5. Pobreza. En esos años de auge, las tasas de pobreza se redujeron en la región casi diez puntos porcentuales, de 44% a 34%, y la pobreza extrema del 19.6% al 12.6%. Sin embargo, los impactos de las dimensiones económicas y sociales tendrán un significado especialmente negativo en las magnitudes tanto de la pobreza como de la indigencia, que aumentarán en 2001. Esta problemática se agudiza por el fuerte incremento de los precios de los alimentos desde la primera mitad de 2008, lo que provoca un aumento en el número de personas que pasan hambre.
6. Crecimiento económico. Se pronosticaron caídas para el PIB del 2% al 2.5% como promedio regional, tras un crecimiento acumulado de casi el 23% durante el periodo de auge (2003-2008). En Chile en 2009 el PIB disminuyó 4.5%, lo cual se considera la entrada a una recesión (Caputo y Galarce, 2009). México también se encuentra en niveles muy altos de recesión. En el caso del Caribe se dan una serie de circunstancias macroeconómicas que hacen que sus tasas de crecimiento no sean muy diversas entre sus países (Gráfica 4.9). La actividad económica del turismo también sufrió los efectos de la crisis.

Gráfica 4.9
PIB 1990-2009



FUENTE: Banco mundial, 2011 (en dólares)

La demanda agregada cayó en los primeros meses de 2009, especialmente por el lado de las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios, aunque también el deterioro de las expectativas de las familias y las empresas impactaron en el consumo y la inversión.

4.2.1 México

Al desplomarse la economía estadounidense y declararse en recesión económica profunda se generaron afectos para la economía mexicana, lo que afectó negativa e inmediatamente los volúmenes de producción, financiamiento y empleo.

Antes de la crisis internacional, México seguía el modelo que buscaba integrar mundialmente para impulsarla al desarrollo con Estados Unidos y Canadá, separándose así de la región económica latinoamericana. México, actualmente, es el país con mayor apertura económica y financiera de América Latina. A este fin condicionó sus políticas internas y dejó la estabilidad de precios como objetivo último para delimitar sus políticas monetarias, fiscales y de tipo de cambio (Rodríguez, 2009).

México tiene una economía que se ha caracterizado por instrumentar políticas económicas propuestas por los organismos internacionales. De las más significativas son las que marcan metas explícitas de inflación. Dado que la baja inflación provocó un raquítico crecimiento, la crisis afectó a México con mayor contundencia que a otros países latinoamericanos (Cuadro 4.2).

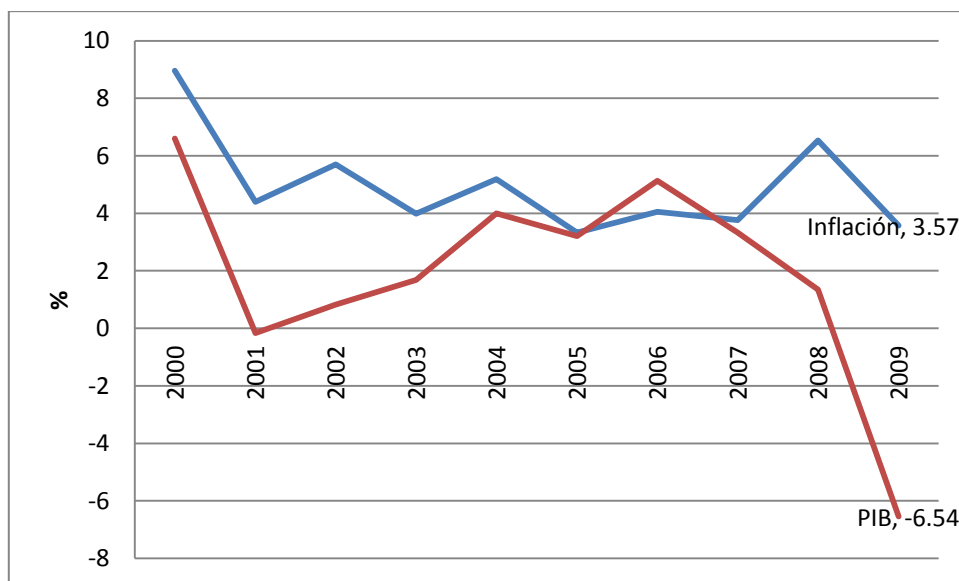
Cuadro 4.2
Variación porcentual del PIB 2000-2009

Año	Argentina	Brasil	Chile	Venezuela	Uruguay	Ecuador	Perú	México
2000	-0.79	4.31	4.46	3.69	-1.44	2.8	2.95	6.6
2001	-4.41	1.31	3.53	3.39	-3.8	5.34	0.22	-0.16
2002	-10.9	2.66	2.16	-8.86	-7.7	4.25	5.02	0.83
2003	8.84	1.15	3.97	-7.76	0.8	3.58	4.03	1.68
2004	9.03	5.71	6.04	18.29	5	8	4.98	4
2005	9.18	3.16	5.56	10.32	7.5	6	6.83	3.21
2006	8.47	3.97	4.59	10.35	4.6	3.9	7.74	5.13
2007	8.65	6.08	4.68	8.4	7.6	2.48	8.86	3.33
2008	6.97	5.14	3.2	4.82	8.9	5.32	9.84	1.35
2009	0.63	-0.19	-1.1	-3.96	2.88	0.36	0.9	-6.54

FUENTE: FMI, 2009

En el gráfico 4.10 puede observarse las tendencias de la inflación y el crecimiento del PIB.

Gráfica 4.10
PIB e Inflación de México 2000-2009



FUENTE: INEGI, 2009

El proceso de globalización y la vecindad con el país económicamente más poderoso del mundo, lejos de concederles a los mexicanos ventajas para una convergencia económica, ha reorganizado la dependencia histórica que tenemos con Estados Unidos. Así, cuando Estados Unidos entró en crisis, el país se vio afectado en varios aspectos:

1. La caída del precio del petróleo afectó directamente a diversos sectores productivos de México, especialmente las manufacturas; explicando así la caída de las exportaciones e importaciones.
2. La Inversión Extranjera Directa proveniente de E.U. se redujo debido a que se preveía el derrumbe de la demanda externa de productos mexicanos; lo que afectó de manera importante a la creación de empleo.
3. La Inversión Extranjera de Cartera, caracterizada por ser un financiamiento bursátil de corto plazo, cuyos capitales fueron retirados del país con el fin de buscar mercados más seguros, causando la devaluación del peso mexicano.
4. Las remesas, que juegan un papel importante en los niveles de pobreza y bienestar del país, tuvieron una caída importante. Esto debido a la caída del empleo en E.U., ya que la crisis afectó severamente a las industrias que empleaban trabajadores extranjeros, como la construcción, manufacturas, hoteles y restaurantes. La tasa de desempleo de latinos fue de 11.4%.
5. En el sistema bancario comercial, aumentó la morosidad en el pago de tarjetas de crédito; esto debido al aumento de las tasa de interés (de 31.6% en 2007 a 41.8 en febrero de 2009).

La crisis económica pone en la mira la profunda y nociva sincronización de México con los ciclos económicos estadounidenses.

El impacto de la crisis varía de un país a otro, pero en México se anunciaron diferentes tipos de políticas inclinadas a reducir los efectos negativos que impone la coyuntura actual. Como en otros países, estas políticas están orientadas a prevenir ciclos.

4.2.2 Chile

El contagio de la crisis hacia Chile fue, en primer lugar a través de los mercados financieros, al reducir el acceso a financiamiento e impactar en la bolsa de comercio y en la cotización del peso chileno.

Debido a que Chile no tiene tantos lazos con la economía estadounidense como solía tener en el pasado, las exportaciones chilenas que van a Estados Unidos son de proporciones menores y sus importaciones tampoco provienen de E.U.; los efectos de la crisis global en este país han sido acotados y administrables. Adicionalmente Chile no depende de E.U. en cuanto a Inversión Extranjera Directa ni Inversión Extranjera de Cartera. Al contrario, Chile aporta capital al mercado mundial de capitales, y ha acumulado unos \$20,000 millones de dólares en el fondo soberano.

Sin embargo, Chile también se vio afectada por la crisis mundial. Al igual que los otros países de América Latina y el Caribe, Chile experimentó una desaceleración de su crecimiento económico en 2009 (Cuadro 4.3).

Cuadro 4.3
Porcentaje de variación del PIB en Chile

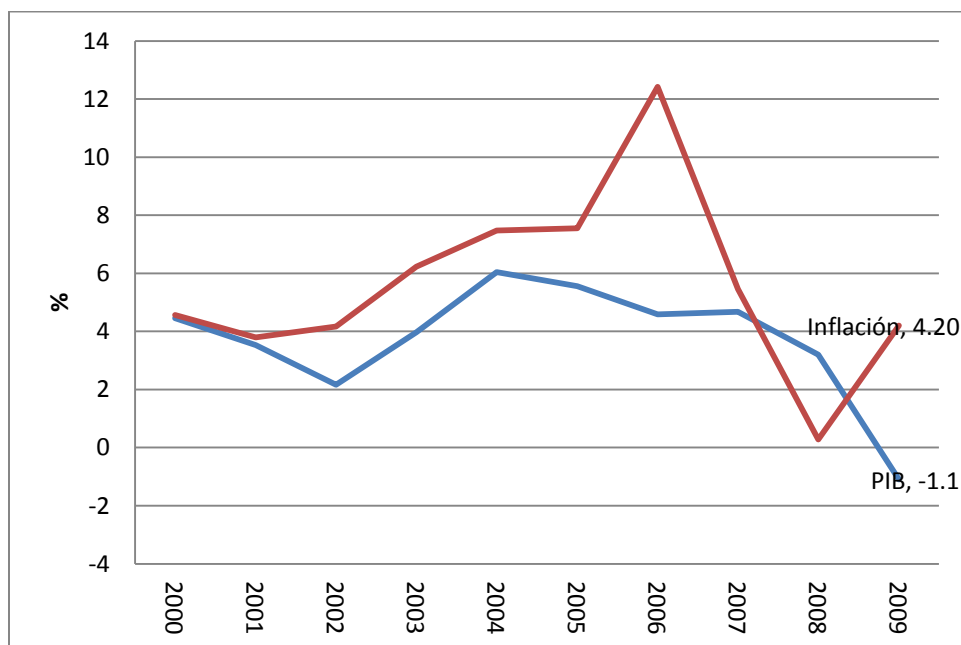
Año	% variación PIB
2000	4.46
2001	3.53
2002	2.16
2003	3.97
2004	6.04
2005	5.56
2006	4.59
2007	4.68
2008	3.2
2009	-1.1

FUENTE: FMI, 2009

Como consecuencia de esta caída del Producto Interno Bruto, Chile fue uno de los doce países de la región en donde la tasa de desempleo nacional subió, pasando de 7.9% a 10% en los nueve primeros meses de 2008 y 2009 respectivamente. Este aumento de la tasa de desempleo fue algo mayor que el aumento a nivel regional, de 7.5% a 8.4%.

El impacto de la crisis también se reflejó en el precio de los granos básicos y el del petróleo. El Banco central de Chile se vio obligado a subir la tasa de interés para frenar la inflación. La inflación deja de ser un fenómeno importado con la tasa de inflación que excluye alimentos y combustibles acelerándose a 6,1% a agosto de 2008. El congelamiento de las tarifas del Transporte y el subsidio al precio de los combustibles, así como una reducción en el impuesto a los combustibles redujeron la tasa de inflación en alrededor de 2 puntos (Gráfica 4.11).

Gráfica 4.11
Inflación y PIB de Chile 2000-2009 (variación porcentual)



FUENTE: FMI y Banco Mundial, 2010

A pesar de la pronta respuesta a la situación, el peso chileno se devaluó. Hubo una fuerte desaceleración del crédito externo e interno a empresas y Pymes, y de los créditos hipotecarios y de consumo.

4.3 Reacción de los Gobiernos Latinoamericanos contra la crisis

Como consecuencia de la crisis económica global, los países de América Latina y el Caribe enfrentan un escenario caracterizado por una marcada reducción de la demanda externa de los bienes y servicios que la región exporta y, en muchos casos, un deterioro de los términos del intercambio, crecientes dificultades para acceder al financiamiento internacional y fuertes presiones sobre los mercados de cambios por salidas de capitales. Todo esto ocurre en un contexto de elevada incertidumbre, tanto externa como interna, y de una enorme pérdida de riqueza financiera y no financiera, en especial en los países desarrollados pero también en economías emergentes.

Los países de la región reaccionaron con el anuncio y la implementación de medidas de diversa índole frente a la evidencia del paulatino agravamiento de la crisis financiera internacional y la certeza de que, aun cuando los fundamentos macroeconómicos de la mayor parte de ellos son bastante más sólidos que en épocas pasadas, la región no es inmune al impacto de la crisis y será necesario un esfuerzo en términos de políticas públicas anti cíclicas a fin de acotar todo lo posible la proyectada disminución del crecimiento regional.

El abanico de medidas implementadas es bastante amplio, no solo porque los impactos de la crisis difieren de un país a otro y, por lo tanto, también difieren los instrumentos indicados para contrarrestarlos, sino también por las diferencias que se observan en relación con la capacidad de cada país, determinada por la disponibilidad de recursos, para llevar adelante distintas iniciativas. En líneas generales, esta disponibilidad depende, por un lado, del espacio fiscal para financiar estas políticas, cuando se trata de iniciativas que comprometen el uso de recursos públicos. Por otro lado, cuando se trata de medidas que involucran operaciones en moneda extranjera, la capacidad está dada por la cantidad de activos externos (básicamente reservas internacionales) o la posibilidad de acceder a líneas de financiamiento en moneda extranjera (restringidas, en esta coyuntura, a operaciones con organismos financieros internacionales y regionales).

Frente a una situación como la reinante, cabe esperar que, en el corto plazo, los bancos centrales desplieguen una intensa actividad para otorgar liquidez a los sistemas financieros locales, en moneda local y en moneda extranjera, a fin de permitir el normal funcionamiento de los mercados de crédito locales o proporcionar recursos para el financiamiento allí donde estos no llegan. Esto es esperable, además, porque los instrumentos monetarios permiten una velocidad de reacción mayor que las políticas fiscales, cuyo impacto es más lento y gradual.

Sin embargo, más allá de que, en general, los países de la región tienen bajos grados de monetización y mercados financieros poco profundos, lo que limita los alcances de la política monetaria y financiera, las características de la crisis imperante requieren otro tipo de medidas. Es necesario garantizar la liquidez y permitir que la tasa de interés sea lo más baja posible, pero más liquidez no garantiza un aumento de la oferta de crédito y una mayor oferta de crédito tampoco garantiza un incremento de la demanda de bienes. Si bien la política monetaria y aun la cambiaria deben formar parte de un conjunto ordenado y coherente de medidas, es la política fiscal la más potente en estos casos.

Tampoco da lo mismo, por otra parte, cualquier tipo de política fiscal. En primer lugar, las medidas orientadas a aumentar el gasto tienen mayor potencial que aquellas basadas en una disminución de impuestos. Las primeras implican un aumento directo de la demanda, en cambio las segundas generan un aumento del ingreso disponible del sector privado que, en una coyuntura tan incierta como la que enfrentamos, es altamente probable que se ahorre en una proporción elevada.

De manera general, por otro lado, se destaca una marcada diferencia entre los alcances de las políticas anunciadas en algunos países sudamericanos en comparación con algunas economías centroamericanas y caribeñas, a la que no debe ser ajena la disparidad de capacidades para implementar políticas anti cíclicas a la que hemos hecho referencia anteriormente, ni las diferencias en relación con los entramados institucionales que deben impulsar e implementar las políticas.

En el siguiente cuadro (Cuadro 4.4) se muestra de manera muy sintética las medidas implementadas o anunciadas en países seleccionados de América Latina y el Caribe, las que son

luego presentadas en mayor detalle en el anexo I , pero bajo la premisa de agruparlas, de manera esquemática, en las cinco categorías siguientes:

1. Política monetaria y financiera
2. Política fiscal
3. Política cambiaria y de comercio exterior
4. Políticas sectoriales
5. Políticas laborales y sociales

Cabe añadir, por último, que si bien casi todas las medidas anunciadas tienen un impacto fiscal, muchas de ellas están claramente orientadas a un sector o a un mercado en particular o a atender cuestiones de índole social.

Cuadro 4.4

Medidas tomadas (selección de países)

Medidas	País						
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú
Política monetaria y financiera							
Disminución y/o Flexibilización del encaje bancario	X	X	X	X			X
Provisión de liquidez en moneda nacional	X	X	X	X		X	X
Política Fiscal							
Disminución de impuestos/Aumento de subsidios	X	X	X	X	X	X	
Aumento y/o participación del gasto	X	X	X	X		X	X
Política cambiaria y de comercio exterior							
Provisión de liquidez en moneda extranjera	X	X	X	X			X
Aumento aranceles / restricciones a importaciones	X	X			X		
Disminución de aranceles	X	X			X	X	X
Financiamiento a exportadores	X	X	X	X	X		X
Gestión de créditos con instituciones financieras intales.				X	X		X
Políticas sectoriales							

Vivienda	X	X	X	X		X	X
Pymes	X		X			X	X
Agropecuario		X	X				
Turismo							
Industria	X	X	X			X	
Políticas laborales y sociales							
Estímulo al empleo	X		X			X	X
Programas sociales		X	X	X		X	X

FUENTE: CEPAL, 2009

4.4 De la Recuperación

Las medidas que se han tomado en los grandes centros económicos han traído como resultado que los efectos más catastróficos que se habían previsto para el sistema no hayan ocurrido. Por otra parte, en algunas economías vuelven a observarse indicadores de cambio de ciclo económico, sobre todo en Estados Unidos, Alemania, Japón y China. Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, aseguró en agosto de 2009 que el mundo había pasado lo peor de la crisis y se encaminaba hacia la recuperación. Consideraba que podría haber sido peor si los bancos centrales no hubiesen actuado de manera tan vigorosa. No obstante, se cree que la recuperación será lenta y gradual.

En América Latina y en el Caribe se ha anunciado una diversidad de políticas a fin de enfrentar los efectos de la crisis económica. En un informe de la CEPAL de 2009 se expone que las medidas se pueden dividir en dos grupos: las que se orientan a restaurar la confianza y poner en funcionamiento los mercados financieros y las que se orientan a apuntalar la debilitada demanda agregada.

En cualquier caso, la intervención de los gobiernos ha sido muy variada, destacando Brasil por su intervención activa. Esto implica que los bancos centrales inyecten liquidez a los sistemas financieros y reduzcan las tasas de interés, y que la política fiscal se oriente a aumentar el gasto, lo que significa optar por una determinada política impositiva (más o menos impuestos o beneficios tributarios o una base tributaria mayor).

En todo caso, la crisis económica global ha puesto en la agenda ideas y propuestas que hace pocos años no eran previsible con este grado de consenso. Además de que ello ocurra desde ámbitos institucionales regionales como la CEPAL, desde otros espacios sociales latinoamericanos también se reflexiona sobre cómo enfrentarse a esta nueva realidad y se converge en la defensa de grandes principios o creencias donde muchas de ellas hasta hace poco tiempo eran criticadas por algunos de esos propios círculos. Así es como se afirma que hay que retomar visiones estratégicas de largo plazo, dado que se cree necesario que el futuro necesita construirse con ideas, con liderazgo claros, con grandes acuerdos políticos y sociales que expliquen los caminos al desarrollo y den gobernabilidad democrática a los países en un entorno redefinido del papel de la cooperación para garantizar la provisión de los bienes públicos globales. Con ello, hay un retorno de la política como protagonista principal en la construcción de es futuro.

A la vez, se cree que es ineludible presentar una agenda regional concentrada para incidir en el diseño de la nueva arquitectura institucional que la crisis y las fallas sistémicas hacen factible para innovar la gobernabilidad del sistema internacional. Así, se cree que la presencia de tres países latinoamericanos en el G-20 (Argentina, Brasil, México) es una oportunidad para impulsar una mayor representación en los organismos multilaterales, empezando por los financieros, y promover desde la regulación de los flujos de capital hasta la reforma del sistema mundial de reservas. Por su parte, J. Stiglitz abogó por la creación de un nuevo sistema de reservas globales de

divisas sin el dólar de base, para fomentar de esta manera la estabilidad financiera. La pérdida de la hegemonía del dólar y su sustitución por una cesta de monedas de reserva o una moneda internacional debilitaría las ventajas de las que ha hecho uso la economía de Estados Unidos, lo que provocaría otras transformaciones más profundas en el sistema mundial.

Estas ideas esperan convertirse en instrumentos concretos de política económica. No obstante, desde el Banco Mundial se augura una pronta salida de la crisis para América Latina y el Fondo Monetario Internacional, a la vez que anuncia el fin de la crisis, afirma que América Latina encabezaría su recuperación en 2010. Algunos documentos de la CEPAL exponen que la crisis no ha terminado y que sus efectos se prolongarán. En todos los casos, sin embargo, queda en evidencia que las variables externas siguen siendo las determinantes para la salida de la coyuntura de la crisis.

El panorama actual permite constatar con respecto a la recuperación de la crisis la gran asimetría que existe entre los países de la región. En una rápida clasificación se pueden identificar cuatro tipos de países, siguiendo criterios próximos a las posturas del FMI (2009):

1. Países que se recuperan rápidamente y cuyo escenario es favorable en 2010. Ellos son los que, como explotadores de materias primas, supieron ahorrar durante los años de bonanza y además aplicaron medidas de estímulo fiscal y monetario para combatir la crisis. Los casos más representativos son Brasil, Chile y Perú. El problema que se les presenta es la apreciación excesiva de sus monedas como resultado de atraer inversiones externas, por lo que deberían reducir sus programas de estímulo presupuestario. En el caso de Brasil, que se ha ido constituyendo en el motor del continente, su importante mercado interior y la diversificación de sus exportaciones en productos y en mercados han sido determinantes para su crecimiento económico, previsto para 2010 en 3.5% ó más. En Chile se especula crecimiento y también en Perú.
2. Países con dificultades y leve crecimiento o todavía con contracción en 2010. Son los exportadores de materias primas pero que no ahorraron. No pueden gastar más ahora, carecen de acceso a los mercados financieros y sus economías son más frágiles. Los casos representativos son Argentina y Venezuela. El primero tiene un alto déficit por cuenta corriente y el segundo podría continuar en recesión.
3. Países con recuperación más lenta, importadores de materias primas y más dependientes de los ingresos del turismo y las remesas, sobre todo por la lenta recuperación de Estados Unidos. Es el caso de los países de América Central y el Caribe, agudizado en estos últimos por su alto nivel de deuda.
4. Finalmente, está México, que ha sido el país más duramente golpeado por la crisis global, debido a su vinculación con Estados Unidos. El Gobierno mexicano optó por elevar los impuestos para paliar el déficit fiscal y potenciar programas de ayuda para los sectores de menos ingresos, medidas que tuvieron el respaldo del FMI, pero que merecieron las críticas de los círculos empresariales y de sectores políticos mexicanos.

Entre otros países no incluidos en esta tipología están Bolivia, Ecuador y Colombia.

La recuperación económica de América Latina tiene como pilares importantes el repunte de los precios de los commodities y el crecimiento de los países asiáticos; es decir, depende de la recuperación de otras economías. Asimismo, es importante recordar que también otros factores fueron significativos entre los múltiples canales de transmisión de la crisis, como lo son los costos financieros.

A corto plazo, Latinoamérica se encuentra inmersa en lo que se llama “estrategias de salida”, esto es, en cómo y cuándo revertir los grandes estímulos monetarios y fiscales que se han dispuesto para contrarrestar la caída de la demanda. Una retirada demasiado pronta sería nociva para la región, dado que la economía mundial podría experimentar un nuevo trastorno y afectaría al mercado internacional, sobre todo en lo que tiene que ver con la evolución de los precios de las materias primas, lo que ha perjudicado el crecimiento y la recuperación macroeconómica de estos países, tan sensibles a las variables exógenas. Por lo tanto, es favorable en términos globales que los estímulos se vayan retirando de forma gradual, pues mantenerlos mucho tiempo puede llevar a un sobrecalentamiento de la economía y provocar inflación, así como la posibilidad de una nueva burbuja en el precio de los activos y el aumento de los niveles de déficit y deuda pública.

Capítulo 5: Impacto de la Crisis en los Fondos de Pensiones

Con la crisis económica mundial de 2008 se vieron afectados varios sectores, negativamente, como en los sistemas de seguridad social.

Las carteras financieras se vieron debilitadas por el desplome de los mercados y por la rentabilidad negativa de las inversiones. El aumento del desempleo ha reducido los ingresos por concepto de cotizaciones mientras que el gasto en prestaciones ha aumentado.

Tomando en consideración que millones de trabajadores en el mundo tienen sus ahorros depositados en fondos de pensiones que, a su vez, están invertidos en el mercado de capitales, sector que fue el centro mismo de la crisis económica. En el caso de América Latina, ésta es la situación de los sistemas de pensiones de 11 países que adoptaron regímenes de capitalización individual desde comienzos de la década de los años ochenta, los cuales actualmente afilian a cerca de 70 millones de trabajadores, estos países son los que ya se han mencionado anteriormente²¹. Por todo lo anterior es claro ver que dicha crisis afectó a las pensiones.

Al introducir los regímenes de capitalización individual se ha generado una acumulación significativa de fondos de ahorro previsional, por lo cual sus administradoras se han transformado en el principal inversionista institucional en los mercados financieros de la región. Hasta junio de 2010 los activos administrados por los fondos de pensiones en América Latina ascendían a poco más de US\$444,000 millones (Cuadro 5.1).

Se puede observar que en Chile el fondo administrado es de \$115,829 dólares que representa un 26% en cuanto a los países de la región. Para México a junio de 2010 el fondo administrado en dólares era de \$99,783, un 22% respecto al total de la región.

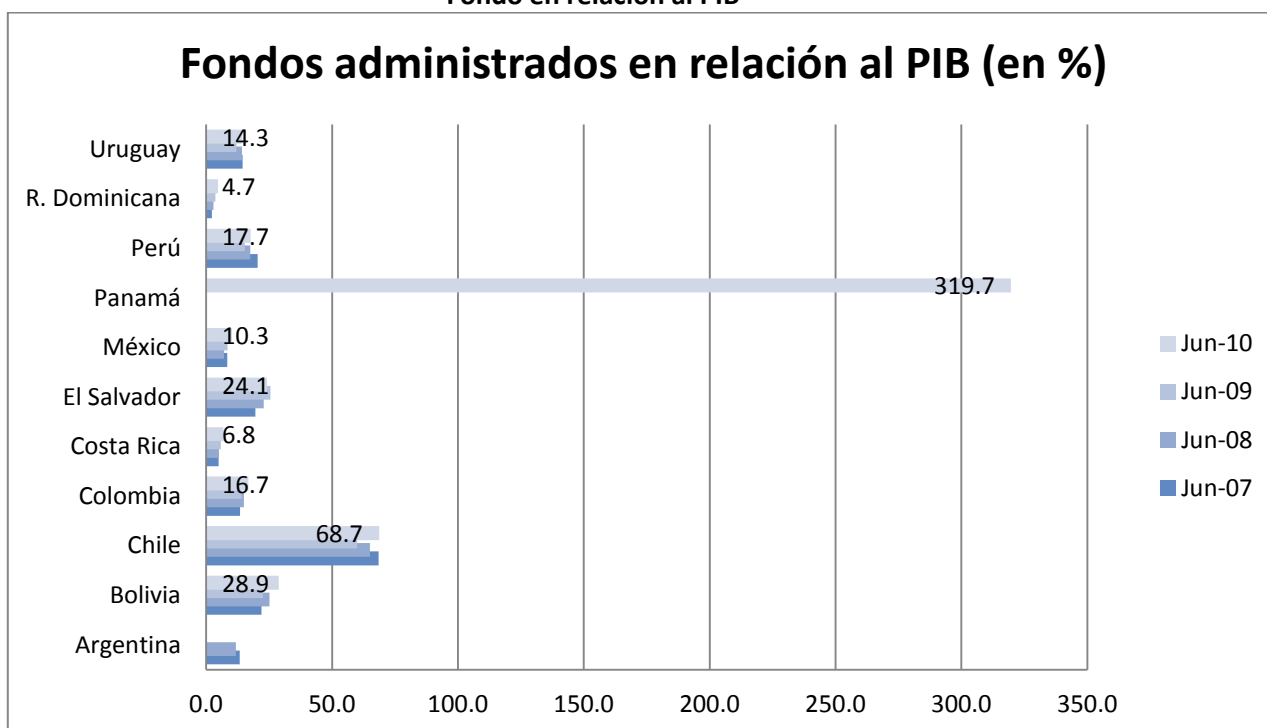
²¹ Chile (1981), Perú (1993), Colombia (1994), Argentina (1994), Uruguay (1996), Bolivia (1997), México (1997), El Salvador (1998), Costa Rica (2001), Ecuador (2001), República Dominicana (2001).

Cuadro 5.1							
Fondos Administrados (en millones de U\$S)							
País	30/06/05	30/06/06	30/06/07	30/06/08	30/06/09	30/06/2010	
Argentina	20,386	24,421	31,198	32,881			
Bolivia	1,816	2,140	2,559	3,428	4,246	5,042	
Chile	63,285	75,594	100,598	105,907	100,244	115,829	
Colombia	13,013	14,240	23,259	27,756	31,791	44,968	
Costa Rica	580	850	1,192	1,503	1,723	2,387	
El Salvador	2,594	3,081	3,656	4,256	4,763	5,335	
México	48,131	55,670	72,372	80,902	77,451	99,782	
Panamá						144,531	
Perú	8,547	11,153	19,130	21,113	18,740	24,571	
Uruguay	1,910	2,314	2,913	3,975	3,821	5,814	
Total	160,579	189,970	257,674	282,863	244,382	444,569	

FUENTE: AIOS

A junio de 2010, el tiempo transcurrido desde la implementación de la reforma es uno de los principales factores asociados a su evolución, por lo que se destaca Chile, cuyos fondos representaron cerca del 70% del PIB, mientras que para México es tan sólo del 10% (Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1
Fondo en relación al PIB



FUENTE: Elaboración propia con datos de la AIOS

La calidad de un sistema de pensiones se puede evaluar como el retorno obtenido por los aportes realizados a lo largo de su vida laboral, lo que equivale a la diferencia entre el valor presente de los beneficios obtenidos por el trabajador y sus descendientes, y el valor presente de sus aportes (BID, 2010).

En un régimen de capitalización individual, este retorno depende de:

- i) La densidad de cotizaciones
- ii) La rentabilidad bruta acumulada al momento del retiro
- iii) Las comisiones pagadas a los administradores del sistema y a las compañías aseguradoras
- iv) La prima de los seguros complementarios (usualmente invalidez y sobrevivencia)
- v) La sobrevivencia del trabajador y su descendencia.

Analizando estos factores, tanto la densidad de cotizaciones como la rentabilidad bruta acumulada al momento del retiro, están ligados al ciclo económico, por lo que es evidente que las crisis económicas impactan los fondos de pensiones.

El colapso de los mercados financieros pesó negativamente sobre los sistemas de pensiones de capitalización individual de América Latina. En diciembre de 2008, el total de fondos de pensiones se redujo en unos US\$52,000 millones equivalentes aproximadamente al 2%²², en comparación

²² Promedio ponderado de los sistemas

con diciembre de 2007. Lo anterior generó una preocupación comprensible en la opinión pública de esos países respecto del efecto de estas pérdidas sobre las futuras pensiones de los trabajadores.

En el gráfico 5.2 se puede observar el comportamiento de los fondos en cuanto a su caída nominal los países que tuvieron mayor caída fueron Chile un 33% de su valor total, México con 11% de su valor total, Argentina un 23% y Uruguay con un 15% entre diciembre de 2007 y 2008.

El resto de los sistemas privados de América Latina, incluyendo Bolivia, Colombia, Costa Rica y El Salvador, mostraron leves aumentos en el valor de sus activos. La explicación de una mayor caída en el valor del fondo en ciertos países comparados con otros radica en gran medida en la composición de la cartera. La crisis afectó con mayor fuerza las acciones y emisiones extranjeras, mientras que los títulos públicos y depósitos bancarios fueron menos afectados. A mediados del 2008, Chile y Perú tenían respectivamente 54% y 51% de sus fondos invertidos en acciones y emisiones extranjeras, versus 21% y 8% en títulos de deuda pública. Por el contrario, Bolivia y El Salvador tenían solo 3% y 0% en acciones nacionales y extranjeras y 73% y 79% en títulos deuda pública (BID, 2010).

Gráfico 5.2
Cambio en el valor nominal y porcentual de los activos entre
Diciembre 2007 y diciembre 2008



FUENTE: BID y AIOS.

El análisis de dicho impacto en México y Chile se hará a través de los siguientes aspectos de los fondos:

- a) Cambio en el valor de los activos y efecto sobre la rentabilidad
- b) Afiliados y cotizantes

c) Impacto en la regulación

5.1 México

Durante el periodo más acentuado de la crisis, el mercado bursátil mexicano registró importantes caídas. Por ejemplo 8.4%, 18.1% y 36.3% en junio, agosto y octubre de 2008 en relación a su nivel más alto pre-crisis del 21 de abril (32,095 puntos), véase el gráfico 5.3. Sin embargo, el mayor impacto de la crisis financiera sobre los portafolios de las SIEFORES no provino de las caídas en los mercados accionarios sino del ajuste a la baja en el precio de los instrumentos de renta fija, particularmente de aquellos de largo plazo.

Gráfica 5.3
Mercado Accionario Mexicano enero 2007- diciembre 2008
Índice de precios y cotizaciones (IPC), puntos



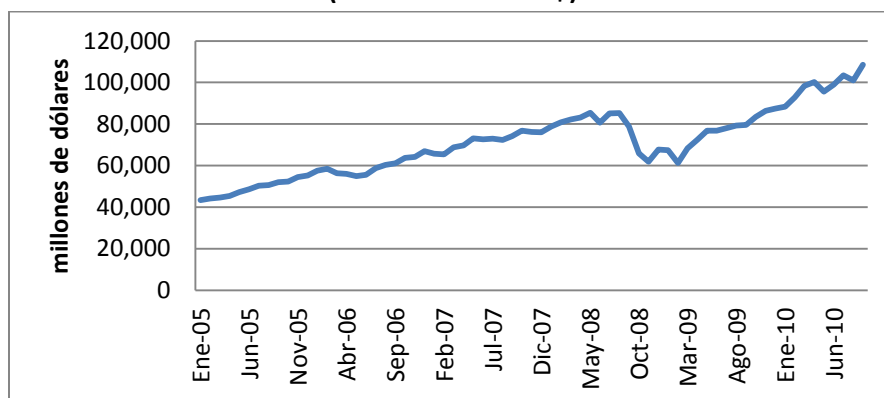
FUENTE: Banxico, 2011

El impacto en el mercado de valores mexicanos afectó diversas áreas. Para efectos de esta tesis el aspecto más importante es la afectación a los fondos de pensiones del país.

5.1.1 Impacto sobre activos y rentabilidad de los fondos

El segundo fondo de pensiones con mayor caída en América Latina fue el mexicano, que cayó once puntos porcentuales entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008 (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4
Valor total del fondo enero 2005- septiembre 2010
(en millones de US\$)



FUENTE: AIOS, 2010

La crisis afectó con mayor fuerza las acciones y emisiones extranjeras, mientras que los títulos públicos y depósitos bancarios fueron menos afectados. En México, el impacto de la crisis provino mayormente del ajuste a la baja en el precio de los instrumentos de renta fija, particularmente de aquellos de largo plazo.

Durante la crisis financiera, la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas se tradujo en una restricción del crédito, y por lo tanto en aumentos temporales de las tasas de interés. Al mismo tiempo, el aumento de los precios en mercancías y alimentos en el mercado doméstico mexicano presionó a las autoridades monetarias a elevar las tasas de interés de referencia para evitar el surgimiento de una tendencia inflacionaria. Ambos hechos provocaron que los instrumentos de renta fija en las carteras de las SIEFORE registraran minusvalías, una vez hecha la valuación a precios de mercado que realizan las Afore (Herrera, 2009). Entre agosto y noviembre de 2008, los recursos de las Administradoras de Fondos para el Retiro (o Afore) disminuyeron de un valor máximo de US\$86,190 millones a un valor de US\$62,330 millones, equivalente a una reducción del 28%.

En el cuadro 5.5 se ilustra la importante participación de los instrumentos de renta fija en las SIEFORE en 2008.

Cuadro 5.2
SIEFORE y asignación de activos en 2008 (% total de la cartera)

Inicio del modelo Multifondo de 5 SIEFORES (Abril 2008)						
	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5	Sistema
Renta Variable	-	11.3	14.6	18.3	20.2	14.5
<u>Nacional</u>	-	5.2	7.1	9.4	11.9	7.3
<u>Internacional</u>	-	6.1	7.5	8.9	8.5	7.2
Renta Fija	100	88.7	85.4	81.7	79.6	85.5
<u>Nacional</u>	92	82.6	79.5	75.8	73.9	79.4
*Privada	18	16.0	15.8	16.1	16.4	16.1
*Gubernamental	74.1	66.7	63.7	59.7	57.5	63.3
<u>Internacional</u>	8	6	5.9	5.9	5.7	6
Total	100	100	100	100	100	100
Situación previa a la Crisis Financiera (Junio 2008)						
	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5	Sistema
Renta Variable	-	12	15.6	19.5	22.6	15.5
<u>Nacional</u>	-	6.1	8.2	10.6	13.2	8.3
<u>Internacional</u>	-	5.8	7.5	8.9	9.4	7.2
Renta Fija	100	88	84.4	80.5	77.4	84.5
<u>Nacional</u>	91.6	81.6	78.1	74.2	71.3	78
*Privada	19	17.1	16.4	16.5	16.2	16.7
*Gubernamental	72.6	64.5	61.7	57.7	55.2	61.3
<u>Internacional</u>	8.4	6.5	6.3	6.3	6.1	6.5
Total	100	100	100	100	100	100
Fin de año						
	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5	Sistema
Renta Variable	-	7.8	11.4	14.2	16.5	10.6
<u>Nacional</u>	-	4.3	6.3	7.9	9.6	5.9
<u>Internacional</u>	-	3.4	5.1	6.3	6.9	4.7
Renta Fija	100	92.2	88.6	85.8	83.5	89.4
<u>Nacional</u>	95.3	87.1	83.1	79.9	77.4	83.9
*Privada	12.7	15.3	15.8	16.4	17.1	15.6
*Gubernamental	82.6	71.8	67.3	63.5	60.3	68.3
<u>Internacional</u>	4.7	5.2	5.5	5.9	6.1	5.5
Total	100	100	100	100	100	100

FUENTE: BBVA research, 2011

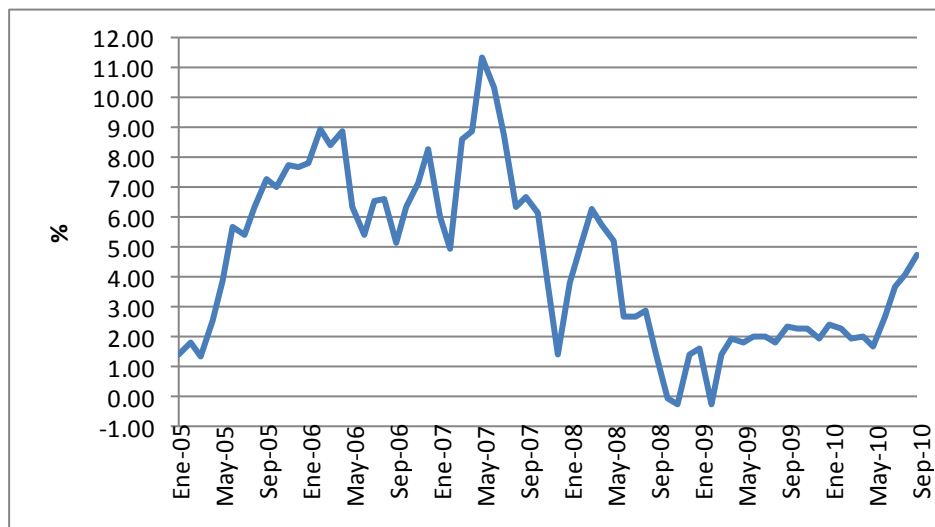
Gráfico 5.5
Inversión por instrumento



FUENTE: Elaboración propia con datos de la AIOS.

La crisis financiera generada en los países desarrollados, y que se propagó muy rápidamente a nivel mundial, afectó de manera sensible las rentabilidades de los fondos de pensiones. Todos los sistemas de pensiones que incluyen capitalización individual en América Latina tuvieron importantes retrocesos a lo largo de 2008. En México, en septiembre de 2008, el sistema ya registraba en promedio una caída real en su rentabilidad de 95 puntos base en relación al nivel de inicio del modelo de cinco SIEFORES. En la siguiente gráfica (Gráfico 5.6) se muestra la evolución de la rentabilidad real del fondo mexicano entre enero de 2005 y septiembre de 2010. Cabe destacar que durante 2008 se tuvieron tasas de rentabilidad negativas: -0.08% y -0.29% en octubre y noviembre de 2008, respectivamente; mientras que en febrero de 2009 se encontraba en -0.29%.

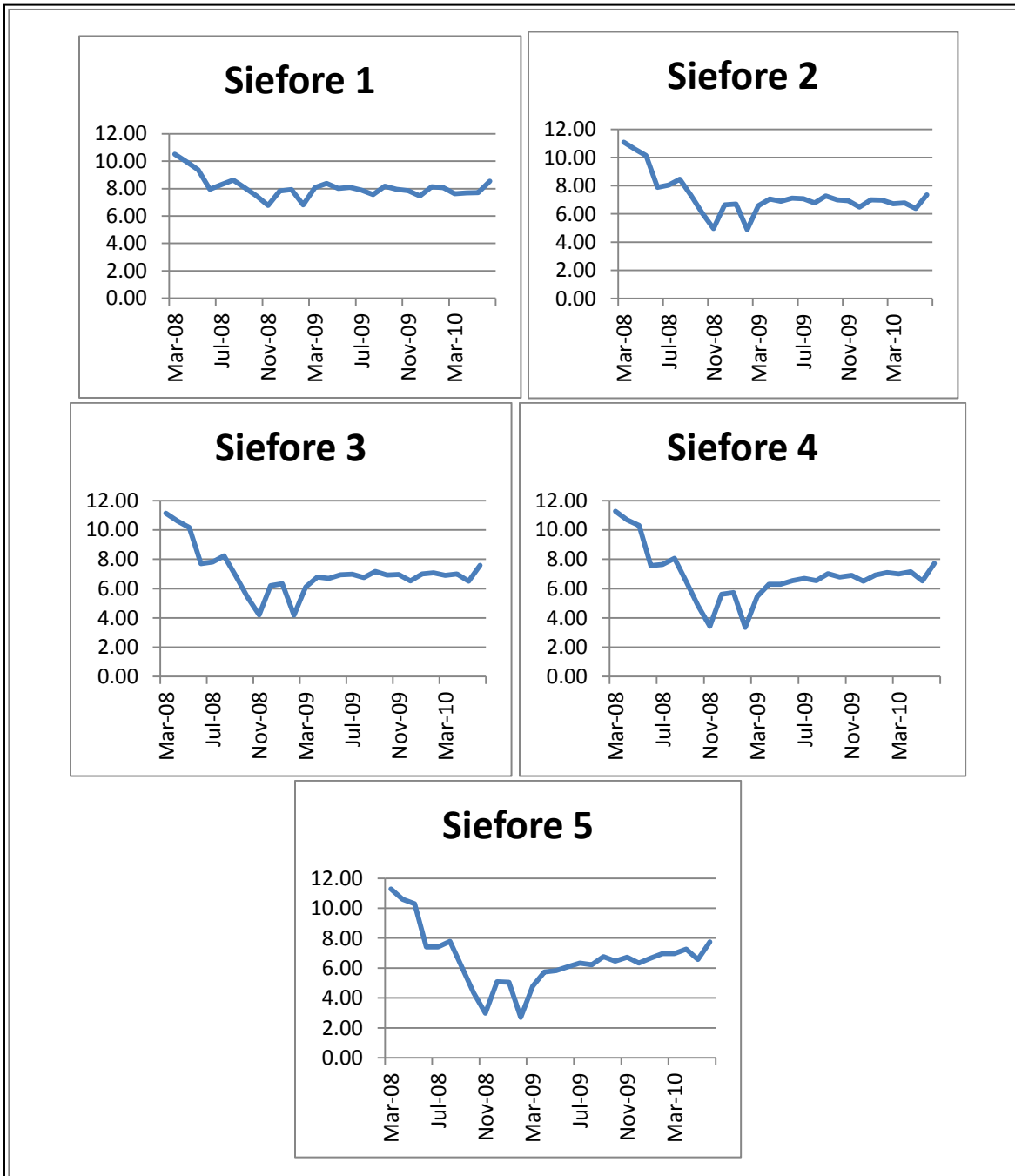
Gráfico 5.6
Rentabilidad real enero 2005- septiembre 2010



FUENTE: AIOS, 2010

En México, la existencia de esquemas de multifondos (SIEFORES) permitió mitigar los efectos adversos de la crisis financiera. En el gráfico 5.7 se puede observar la rentabilidad nominal por SIEFORE.

Gráfico 5.7
Rentabilidad Nominal



FUENTE: CONSAR, 2011

En México, el modelo con un único fondo de pensiones (o SIEFORE) con el cual inició el sistema de pensiones en 1997 (altamente concentrado en instrumentos domésticos de deuda pública) fue reemplazado en 2004 con la implementación de un segundo fondo de pensiones (SIEFORE Básica 2, SB2), el cual puede invertir en una mezcla de instrumentos de renta variable y fija, incluyendo

inversión en instrumentos extranjeros. En marzo de 2008, tres nuevas SIEFORES (SB3, SB4, SB5) fueron agregadas a las alternativas ya disponibles de inversión para los fondos de pensiones. La nueva regulación permitió crear así una familia de cinco SIEFORES, para atender mejor los perfiles de riesgo-rendimiento de sus afiliados dentro del esquema de contribución definida del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR). Todas las SIEFORES, con excepción de la SIEFORE original (SB1), fueron autorizadas para tener exposición a inversiones en valores de renta variable a través de notas estructuradas y un número amplio de índices accionarios. Adicionalmente, el porcentaje de activos disponible para inversiones en el extranjero continuó limitado a 20%.

Al igual que el caso chileno, todas las SIEFORES registraron una tasa de retorno real negativa a lo largo del 2008, acentuándose para aquellas más intensivas en renta variable (Banco Interamericano de Desarrollo, 2010).

Entre abril y diciembre de 2008, la SIEFORE 5 (SB5), que permite invertir hasta 30% en renta variable, registró una rentabilidad real anual negativa de -9%, mientras la SIEFORE 4 (SB4), autorizada a invertir hasta 25% en renta variable, registró una situación similar, con una caída del 8% durante igual período. La situación previa a la crisis financiera (junio de 2008) muestra que la inversión de ambos fondos en instrumentos de renta variable era más bien moderada e inferior a los límites de inversión, 20 y 23% respectivamente, lo cual refleja que el mayor impacto en rentabilidad no provino de la caída en los mercados accionarios, sino más bien, del ajuste a la baja en el precio de los instrumentos de renta fija (Cuadro 5.3 Y Gráfica 5.7).

Las SIEFORES menos intensivas en renta variable, por otra parte, también registraron un amplio rango de pérdidas como resultado del aumento en las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos de renta fija (superiores a las contratadas). La SIEFORE 3 (SB3), cuya regulación exige invertir hasta un máximo de 20% en renta variable, registró a diciembre de 2008 una caída en la rentabilidad real anual de -6%, mientras que la SIEFORE 2 (SB2), que permite hasta un 20% en renta variable, mostró una variación de -5% durante igual periodo. A junio de 2008, el porcentaje de la cartera en instrumentos de renta fija en SB4 y SB5 representó el 84 y 81% respectivamente. La SIEFORE 1 (SB1), autorizada a invertir sólo en renta fija, mostró una variación nula.

Cuadro 5.3
Rentabilidad real de los multifondos en México

Tipo de fondo	Max. % en renta variable	Dic. 07-Dic. 08	Dic. 05-Dic. 08
SB1(más conservador)	0%	-0.1	2.4
SB2 (conservador)	15%	-4.6	1.8
SB3 (intermedio)	20%	-6.4	-
SB4 (riesgoso)	25%	-8.0	-
SB5 (más riesgoso)	30%	-9.3	-

FUENTE: BID, 2010

Resulta importante destacar que la diversificación de la inversión juega un papel vital en cuanto a los rendimientos que se obtengan.

La crisis financiera del 2008 no es la primera vez los fondos de pensiones se ven enfrentados a una crisis, pues en los años de existencia de los sistemas privados en América Latina, éstos se han visto enfrentados a importantes fluctuaciones. Si bien el análisis de los sistemas privados de pensiones durante la crisis financiera mostraron resultados negativos para los distintos países, el tiempo que medió entre las fuertes caídas del 2008 y la recuperación del ahorro del 2009 fue breve y por ello superó las mejores expectativas que algunos analistas pudieron proyectar.

Con el paso del tiempo comenzaron a verse mejoras en el sistema de capitalización individual mexicano: en cuanto al valor de los activos (total de fondos administrados), entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009 hubo un aumento moderado, en comparación con Chile, cercano al 30% (llegando a los US\$87,806).

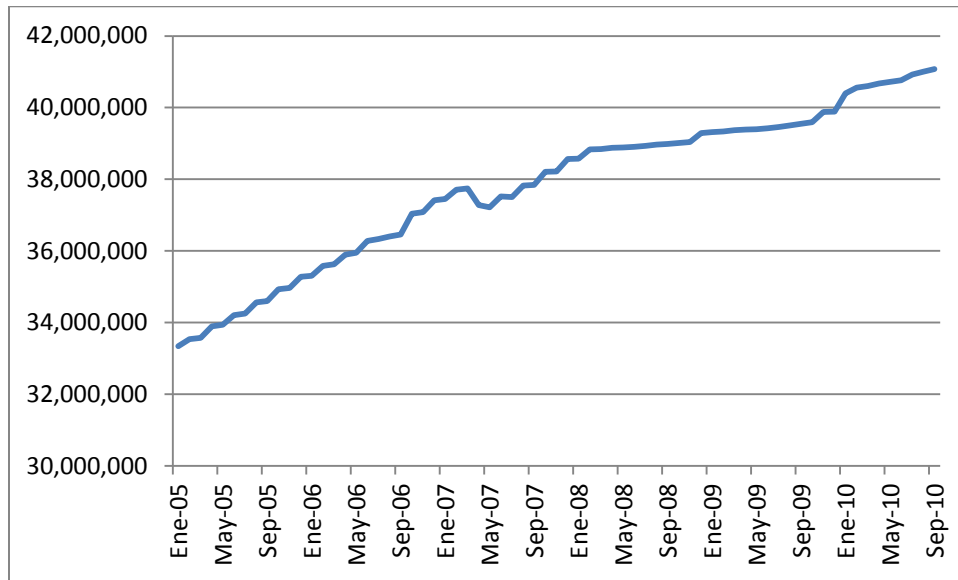
En el aspecto de los rendimientos, los resultados de las inversiones en las SIEFORES durante el 2009 fueron muy positivos, superando un rendimiento promedio anual superior al 10% real. Estos resultados fueron consecuencia de la menor volatilidad registrada en los mercados financieros y los consiguientes signos de recuperación económica a nivel mundial, la positiva tendencia de los índices bursátiles y la tendencia generalizada a la baja de las tasas de interés. Estas condiciones permitieron revertir las pérdidas registradas al interior de la familia de SIEFORES durante el 2008. Las SIEFORES con perfiles de inversión menos conservadores tuvieron el mejor desempeño, en particular las SIEFORES correspondientes a los afiliados de menor edad (SB5), cuya rentabilidad promedio anual en el 2009 fue superior al 13% real.

5.1.2 Afiliados y cotizantes

Como ya lo hemos mencionado, la crisis afectó de manera importante al empleo, disminuyendo así la densidad de aportaciones que se hicieron al sistema. El crecimiento “sostenido” de afiliados comenzó a desacelerarse entre marzo de 2008 y enero de 2009 (Gráfico 5.8). En cuanto al número de cotizantes, entre mayo de 2008 y enero de 2010 se registró una fuerte caída en el número de personas que, de hecho, hacía aportaciones a su cuenta individual (Gráfico 5.9). Entre diciembre de 2008 y junio de 2009 el número de cotizantes disminuyó en un 6%, lo cual refleja que sobre 800 mil trabajadores dejó de hacer aportes durante este periodo.

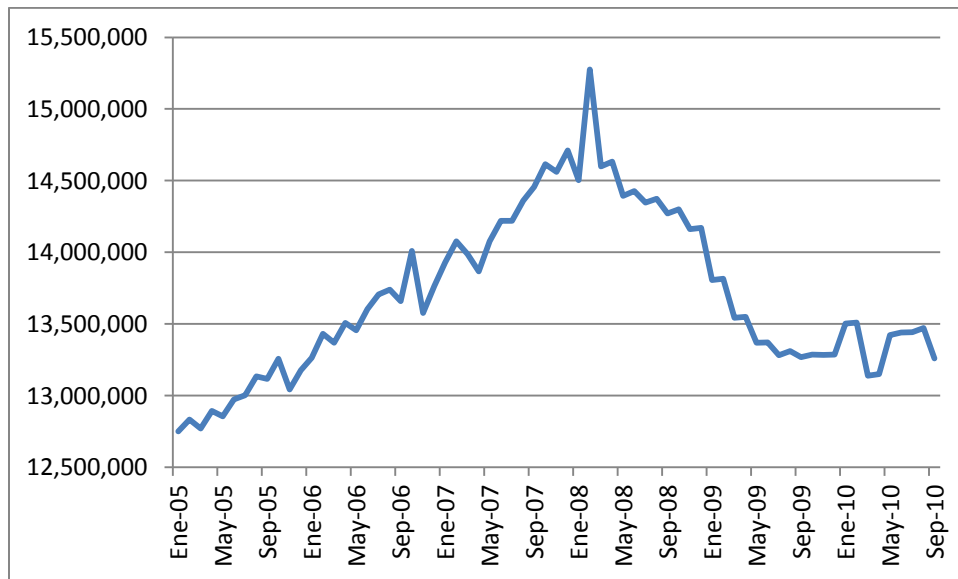
Cabe destacar que, en relación con los demás países de Latinoamérica que tienen sistemas de capitalización individual, México concentra a la mayor cantidad de afiliados (57% del total al de junio de 2010).

Gráfico 5.8
Número de afiliados de enero de 2005 a septiembre de 2010



FUENTE: AIOS, 2011

Gráfica 5.9
Número de cotizantes* de enero de 2005 a septiembre de 2010



* Trabajadores registrados en el IMSS como trabajadores activos durante el último bimestre

FUENTE: AIOS, 2011

5.1.3 Impacto en la regulación

De acuerdo con Felipe Calderón (Tercer Informe de Gobierno, 2009) las medidas más importantes para evitar un mayor deterioro en las carteras de las SIEFORES fueron:

1. A finales de 2008 se realizaron modificaciones a la regulación de las inversiones de las SIEFORES, con el propósito de incrementar los límites de inversión, así como fortalecer los instrumentos y mecanismos de financiamiento de estas sociedades a proyectos de infraestructura y otros proyectos productivos.
2. En octubre de 2008 se adicionaron reglas que permitieron mantener la estrategia de inversión en los fondos determinada por su Comité de Inversión ante eventos de extrema volatilidad en los mercados. Para ello, las SIEFORE deben presentar a la CONSAR un programa especial de recomposición de cartera que les permita un manejo adecuado de las inversiones ante condiciones temporales adversas.
3. En diciembre de 2008 se suspendió temporalmente el cambio de trabajadores de una SIEFORE a otra (por cambio de edad), a efecto de evitar la venta de títulos en condiciones desfavorables para el ahorro para el retiro. Con este mismo objetivo se modificaron también reglas operativas en los fondos para hacer coincidir los flujos de recaudación de las Afore con la liquidación de los traspasos.
4. Adicionalmente, se permitió a las SIEFORE rebasar temporalmente su límite de Valor en Riesgo (Value at Risk-VAR) en la regulación para evitar ventas precipitadas de instrumentos en las carteras que pudieran conducir a mayores pérdidas.

El nivel de confianza se adapta conforme a la volatilidad:

Si aumenta la volatilidad disminuye el nivel de confianza. Conforme disminuye la volatilidad se regresa paulatinamente al nivel de confianza original (95%/ escenario 26).

Se toma un portafolio referencia para determinar el aumento o reducción de la volatilidad. (la sensibilidad de las carteras permite detectar cambios).

Al aumentar la volatilidad aumenta el VaR del portafolio y el número de escenarios que exceden el VaR. El ajuste consiste en flexibilizar el número de escenarios²³.

Las anteriores medidas junto con un nuevo ciclo de baja en la tasa de interés de la política monetaria doméstica acompañadas también por una evolución más favorable del mercado accionario, llevaron a que las minusvalías en las SIEFORE fueran revertidas.

Sin embargo, lo anterior no significa que no puedan volver a presentarse minusvalías en las SIEFORE pues, como se ha indicado antes todos los activos financieros registran volatilidad y de

²³ Véase Anexo II.

hecho todas las carteras continuamente presentan situaciones de plusvalía/minusvalía, pero para valorar el posible impacto de esa volatilidad sobre los recursos previsionales debe tomarse en cuenta el horizonte y el régimen de inversión de los recursos.

5.2 Chile

Como ya se vio en el 2008 la crisis comenzó a expandirse por todo el mundo. Esto llevó a que también se manifestara en Chile. 2008 comenzó con un discurso de las autoridades económicas señalando que Chile era un país blindado frente a la crisis, para luego expresar que la crisis afectaría sólo tangencialmente al país.

El Banco Central, hacia octubre ya actualiza sus estimaciones sobre la evolución de la economía para el año 2009, proyectando una fuerte reducción de la demanda interna a 0.6%, una disminución del producto a un rango de 2% a 3%, y un deterioro muy grande de los términos de intercambio, causado en gran parte por la caída de la cotización del cobre en los mercados internacionales a -18,2%. Con ello se da un paso importante en reconocer lo que está aconteciendo.

El 10 de noviembre de 2008 la Superintendencia Previsional (SP) entregó su informe mensual, donde señaló oficialmente que las pérdidas en 12 meses habían sido de \$25,168 millones de dólares, equivalentes a una pérdida del 26.7% de los Fondos en un año. A continuación se tratará a detalle lo anterior.

5.2.1 Impacto sobre activos y rentabilidad de los fondos

En Chile la crisis económica se expresó principalmente en una menor valoración de los instrumentos de renta variable, nacionales y extranjeros en los fondos de pensiones.

Las inversiones de los fondos en 2008 se encontraban así.

Cuadro 5.4				
Inversiones de los fondos (en % del fondo total)				
País	30/06/07	30/06/08	30/06/09	30/06/2010
Chile	<u>En moneda extranjera</u>			
	32.7	36.4	31.8	45.0
	<u>En la deuda gubernamental</u>			
	69.2	71.5	67.2	52.3

FUENTE: AIOS.

Ante la menor valorización de los instrumentos de inversión, los fondos de pensiones disminuyeron de un máximo de US\$121,335 millones en marzo de 2008 a un valor mínimo de US\$69.083 millones en octubre del mismo año, lo que significó una pérdida nominal de aproximadamente 43% del valor total del fondo.

El valor de los Fondos de Pensiones alcanzó a US\$148,437 millones al 31 de diciembre de 2010. Con respecto a igual fecha del año anterior, el valor de los Fondos aumentó en US\$17,667 millones, equivalente a 13.5% (Superintendencia de pensiones, 2011).

La rentabilidad en los fondos para diciembre de 2008, se comportaba de acuerdo a cuadro 5.5

Cuadro 5.5
Rentabilidad bruta de los fondos

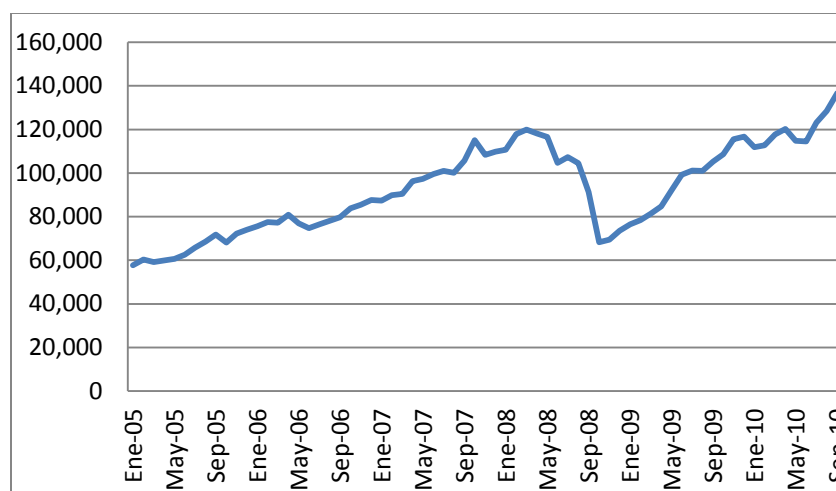
País	Rentabilidad anual (en %)			
	Nominal histórica	Real histórica	Nominal últimos 12 meses	Real últimos 12 meses
Chile *	21.9	9.7	3.3	-5.0

* : La rentabilidad corresponde al fondo "tipo C".
La rentabilidad bruta no considera el efecto de las comisiones cobradas.
FUENTE: AIOS

La recuperación de los fondos previsionales durante el 2009, permitió recuperar el valor total de los fondos que existía en los distintos países, no sólo antes del desplome de los mercados ocurrido en el 2008, sino desde fines de 2007, período en el cual, gran parte de los sistemas en la región había alcanzado máximos históricos, tras acumular consecutivas alzas durante los años previos.

Entre diciembre de 2008 y diciembre 2009 el valor nominal de los fondos de pensiones en Chile crecieron en un 59% (llegando a los US\$118,002 millones).

Gráfica 5.10
Valor de los fondos de pensiones durante el periodo previo y posterior a la crisis (millones de US\$)

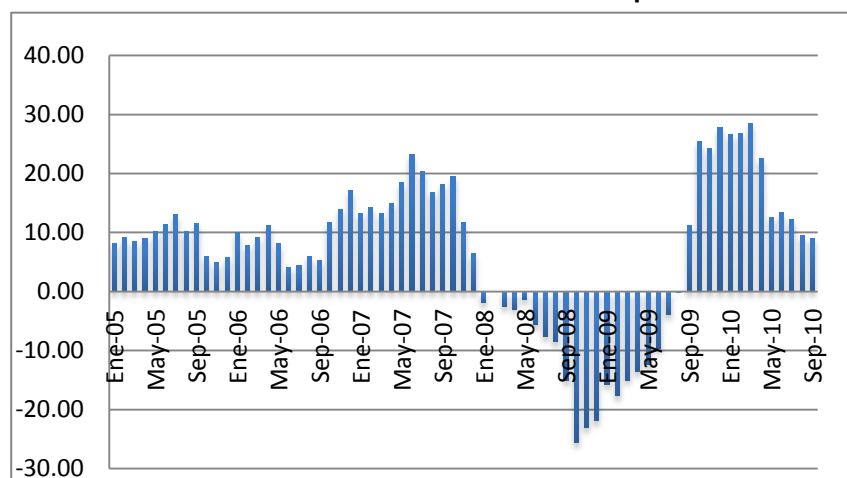


FUENTE: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.

Todos los sistemas de pensiones que incluyen capitalización individual en América Latina tuvieron importantes retrocesos a lo largo de 2008. Las rentabilidades negativas en los sistemas de pensiones se registraron en forma similar en aquellos fondos con una alta proporción de activos invertidos en renta variable.

Aunque de 2008 a finales de 2009 hubo un importante repunte, para 2010 la rentabilidad bajó ligeramente (Gráfico 5.11).

Gráfica 5.11
Rentabilidad Real anual de los fondos de pensiones



FUENTE: Elaboración propia con datos de la AIOS.

La existencia de esquemas de multifondos permitió mitigar los efectos adversos de la crisis financiera.

Bajo este tipo de esquema, los afiliados pueden acceder a un mayor número de alternativas de inversión para sus ahorros previsionales, lo que en teoría les permite escoger un fondo que se ajuste mejor a sus preferencias individuales. Los afiliados más jóvenes seguramente preferirán una cartera con una relación riesgo-retorno más grande, de manera que aumente el valor esperado de su pensión.

Los afiliados de mayor edad o ya pensionados, preferirán un fondo de mínimo riesgo, para minimizar las fluctuaciones en el valor de su pensión.

Esta estrategia es consistente con el hecho de que al inicio de la vida laboral la riqueza del individuo se concentra en su capital humano y la riqueza financiera es mínima, por lo que es más factible arriesgar en la inversión financiera en busca de mayor retorno esperado. Cuando la riqueza financiera se acumula y se equipara en importancia al capital humano se vuelve más relevante compensar los riesgos asociados a ambas fuentes de riqueza, mientras que al final de la vida laboral el capital humano ya se ha depreciado y la principal fuente de riqueza es el capital acumulado para financiar la pensión (BID, 2010).

La rentabilidad de los fondos con carteras más intensivas en instrumentos de renta variable fue mayormente afectada por las fuertes oscilaciones de los mercados internacionales.

En el 2008 el sistema de pensiones enfrentó el periodo económico más turbulento en sus 27 años de historia. En 12 meses hubo un cambio violento de escenario en materia de tasas de interés, precios de productos y crecimiento económico. En este contexto, la rentabilidad de los fondos se vio gravemente afectada por las fuertes oscilaciones de los mercados internacionales, y en mayor proporción la de los fondos más intensivos en renta variable.

Las turbulencias de los mercados accionarios comenzaron en julio de 2007, mes a partir del cual se registraron 13 meses con rentabilidades negativas en el fondo más riesgoso (fondo A), que está autorizado a invertir hasta 80% de su portafolio en instrumentos de renta variable. Con ello el fondo A registró una rentabilidad real de los últimos 12 meses de -41% a diciembre de 2008, la mayor caída desde la implementación del sistema de multifondos, en octubre de 2002.

De igual manera el fondo B, que permite invertir hasta 60% en renta variable, registró una situación similar, con una caída del -34% durante igual período. La caída en la rentabilidad de ambos fondos se explicó en parte por el retorno negativo que presentaron las inversiones en renta variable, principalmente Estados Unidos y Europa, y aún más el efecto negativo de los mercados emergentes.

Un análisis de la situación previa a la crisis financiera (mayo de 2008) muestra que el fondo A y B tenían invertido un 57 y 42% de su cartera en instrumentos extranjeros de renta variable.

El fondo de riesgo intermedio (fondo C), autorizado a invertir hasta 40% en renta variable, retrocedió un 19% real entre diciembre 2007 y diciembre 2008.

Los fondos más conservadores, fondo D y fondo E, registraron a diciembre de 2008 una caída en la rentabilidad más moderada, de -10% y -1% respectivamente.

La regulación existente requiere que fondo D invierta un mínimo de 80% de su cartera en instrumentos de renta fija, mientras que la regulación para el fondo E es de un 95%. Para ambos fondos, los resultados provinieron mayormente del aumento en las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos de renta fija nacional, incluyendo instrumentos del Banco Central y los bonos de instituciones financieras, registrados durante el último trimestre de 2008.

La recuperación de los mercados de renta variable y fija en el mercado doméstico e internacional permitió que los fondos de pensiones terminaran el 2009 con el mejor rendimiento anual desde la creación del sistema de multifondos (septiembre de 2002).

Los fondos más riesgosos (fondos A y B) que fueron los más afectados con la caída de los precios de las acciones, registraron el 2009 ganancias del 43% y 33% respectivamente, quedando muy cerca de retomar los valores existentes previos a la crisis financiera.

La alta rentabilidad de los fondos menos intensivos en renta variables permitió revertir completamente el menor valor de las inversiones registrado durante el 2008.

Los fondos D y E registraron una rentabilidad real anual de 15 y 8% respectivamente, durante el 2009. La importancia de esto radica en que la mayoría de las personas que se encuentran en estos fondos están próximas a la edad de retiro. Dado el menor valor transitorio de los fondos durante

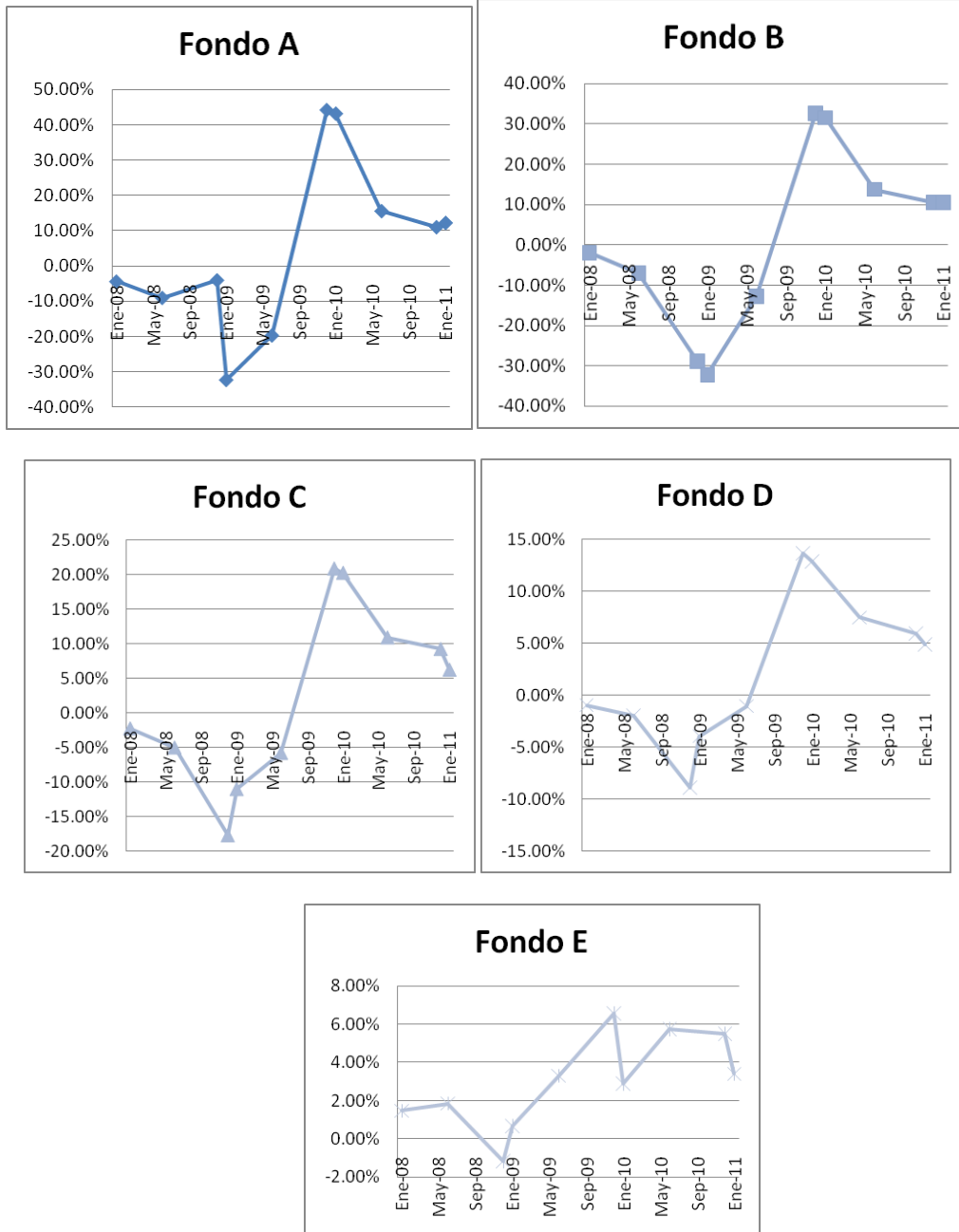
el 2008, no fue un buen año para pensionarse y quienes postergaron esta decisión por un año, pudieron hacerlo sin menoscabo en su pensión (BID, 2010).

La rentabilidad de los Fondos de Pensiones Tipo A, B, C y D para el mes de diciembre de 2010 se explica principalmente por el retorno positivo que presentaron las inversiones en instrumentos de renta variable extranjeros, cuya participación en el portafolio varía desde 57.5% de los activos totales en el Fondo Tipo A hasta 8,8% en el Fondo Tipo D. Al respecto, destacó el generalizado retorno positivo de los mercados internacionales, lo que se puede apreciar al considerar como referencia la rentabilidad en dólares del índice global MSCI mundial que se incrementó en un 6.27%. Cabe señalar, que el retorno positivo de los mercados internacionales fue contrarrestado en parte por la depreciación de la divisa norteamericana, con una caída de 3.70% en el mes de diciembre de 2010.

Este aporte positivo a la rentabilidad de los Fondos fue contrarrestado en parte por los retornos negativos que presentaron las inversiones en acciones de emisores locales, cuya participación en el portafolio varía desde 17.6% de los activos totales en el Fondo Tipo A hasta 8.8% en el Fondo Tipo D. Al respecto, durante el mes de diciembre 2010 se observaron resultados mixtos para los cinco sectores accionarios, predominado la disminución de los retornos de los sectores Eléctrico y Recursos Naturales por sobre el alza del sector Servicios. Cabe señalar que el retorno mensual de los títulos accionarios locales medido por el IPSA, presentó una disminución de 0.93%

La rentabilidad del Fondo de Pensiones Tipo E para el mes de diciembre de 2010 se explica principalmente por el retorno positivo que presentaron las inversiones en instrumentos de renta fija nacional y en instrumentos de renta variable extranjeros. Al respecto, destacó la disminución en las tasas de interés de los bonos de la Tesorería General de la República en Unidades de Fomento, lo que implicó un aporte positivo a la rentabilidad por la vía de las ganancias de capital.

Gráfico 5.12
Rentabilidad real anual del sistema multifondos

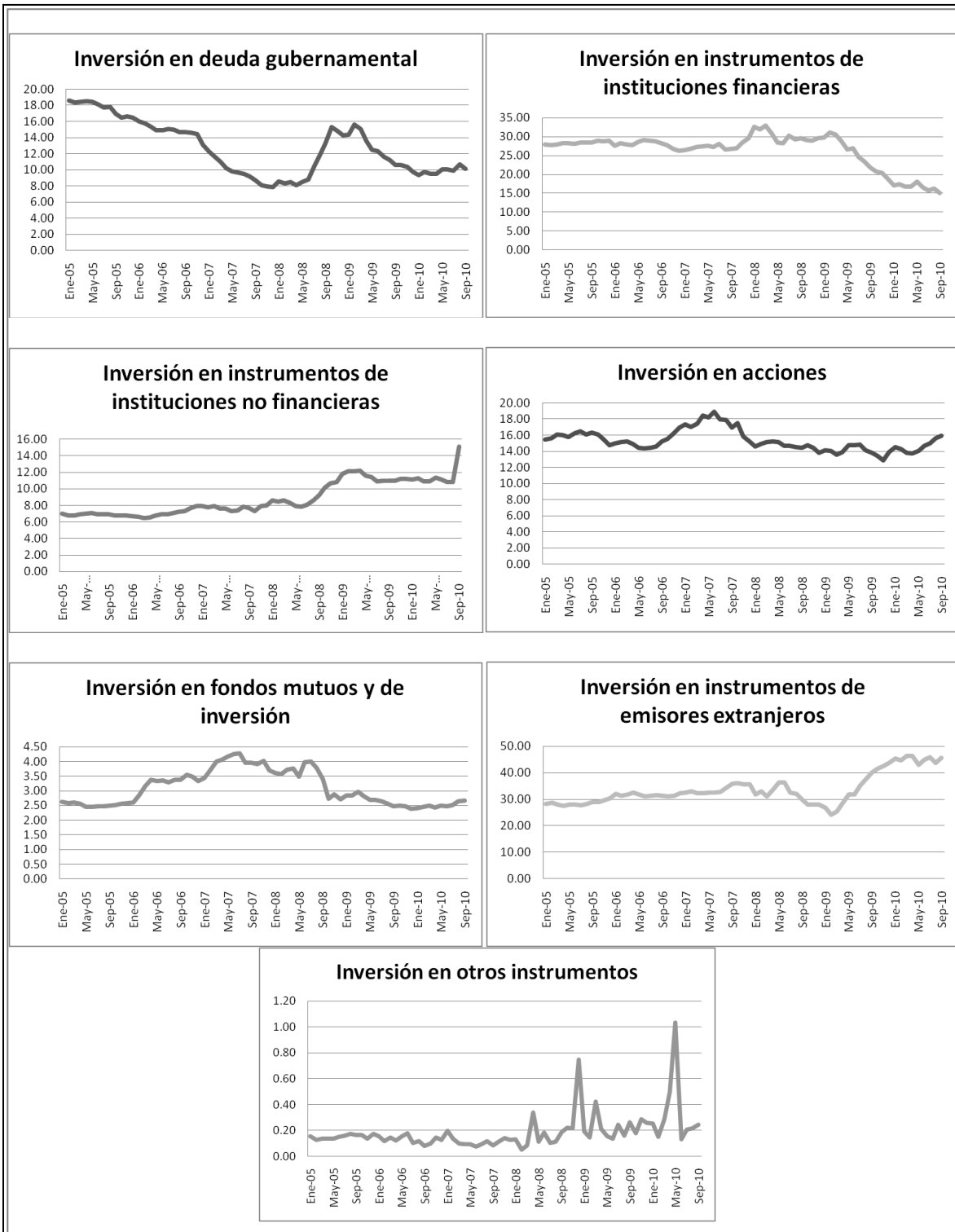


FUENTE: Elaboración propia con datos de la Superintendencia.

Una de las consecuencias inmediatas de la crisis financiera fue la tendencia hacia un aumento gradual de la deuda gubernamental y hacia una caída en acciones y emisores extranjeros. Sin embargo, muchas de estas variaciones pueden ser producto de un “efecto precio” (cambio en la valoración de los activos) y no de cambios en la estrategia de inversión de los fondos. Con lo que la proporción de activos invertidos en títulos públicos aumentó del 37 al 43% del total entre diciembre de 2007 y diciembre del 2008 y las inversiones en emisores extranjeros mostraron una tendencia decreciente disminuyendo del 20 al 16% durante igual periodo. En el mismo periodo, la inversión en acciones domesticas disminuyó del 14 al 12%.

Para diciembre de 2009, los niveles de inversión en renta variable e instrumentos extranjeros fueron similares o levemente inferiores a los existentes previos a la crisis financiera.

Gráfico 5.13
Inversión de los Fondos



Elaboración propia con datos de la AIOS.

Chile es el país en América Latina con la menor concentración en instrumentos gubernamentales, sin embargo, durante el último semestre de 2008 la participación de estos instrumentos aumentó de 8 a 14%. En el mismo lapso, la participación de los instrumentos de renta variable en la cartera de los fondos de pensiones se redujo de un 50 a un 42%, llegando a un mínimo de 37% en febrero de 2009. Del mismo modo y dada la estrategia defensiva que emplearon las administradoras de fondos durante la crisis financiera, la inversión en mercados externos disminuyó de un 37 a un 28% entre mayo y diciembre de 2008.

Tras la recuperación de los mercados internacionales, se observó un nuevo cambio en la composición de la cartera de inversión, aumentando la renta variable a un 49% en diciembre de 2009, cambio que refleja el alza de precios de las acciones en la mayor parte del año y un aumento del stock durante los últimos meses.

La inversión en instrumentos extranjero mostró una tendencia similar alcanzando un máximo de 49% a fines de 2009, lo que refleja un amplio margen para la inversión externa, ya que el límite autorizado desde agosto de 2009 alcanzó un 60%. Este aumento se justificó por el mayor atractivo de la renta fija extranjera sobre la nacional, a la diversificación del portafolio, que se reflejó en un considerable aumento en la inversión en países de Asia emergente y Asia pacífico (la inversión en ambas regiones aumentó de un 6 a un 33% entre diciembre 2008 y diciembre 2009), y a la utilización del margen de inversión en renta variable para los distintos fondos.

La inversión en bonos de gobierno e instrumentos de renta variable alcanzaron en igual periodo el 8 y 49% respectivamente, valores similares a los existentes previos a la crisis financiera.

La caída se explica por el desplome de los mercados bursátiles ante la crisis financiera global, lo cual incidió negativamente en la rentabilidad real de los Multifondos de 2007 a 2008: los fondos A y B, aquellos más riesgosos, debido a la mayor presencia de instrumentos bursátiles en el mercado doméstico y extranjero, cayeron 40.3% y 30.1%, respectivamente. Por su parte, el tipo C, que es el más grande y cuya participación en renta fija es mayor, aunque con una importante participación en acciones, bajó un 18.9%, mientras que el tipo D, con menor proporción en renta variable perdió un 9.9%. El fondo E, que es el más conservador, bajó un 0.9%.

Para la inversión en instrumentos de renta fija y renta variable emitidos por empresas domésticas no financieras, a diciembre de 2008 Chile tenía un 26,71% de su inversión.

Para la inversión en instrumentos de renta fija y renta variable emitidos por instituciones financieras domésticas, a diciembre de 2008 sólo dos países, República Dominicana y Chile, tienen como principal destino de las inversiones de los fondos de pensiones al Sector Financiero, Chile con un 33,465 de la cartera.

Con los otros instrumentos se hace referencia al activo disponible más la posición en derivados (forwards), más fondos mutuos y de inversión en renta fija.

Al 31 de diciembre de 2010 el Sistema de Fondos de Pensiones mantenía inversiones en acciones de sociedades anónimas nacionales por un monto de US\$ 23,551 millones, equivalente a 15.9% del valor total de los activos del Sistema. La inversión en este tipo de instrumentos al 31 de diciembre de 2009 alcanzaba a US\$18,126 millones, registrándose un aumento de 29.9% en los últimos doce meses. En los cuadros siguientes se presenta la inversión por Tipo de Fondo de

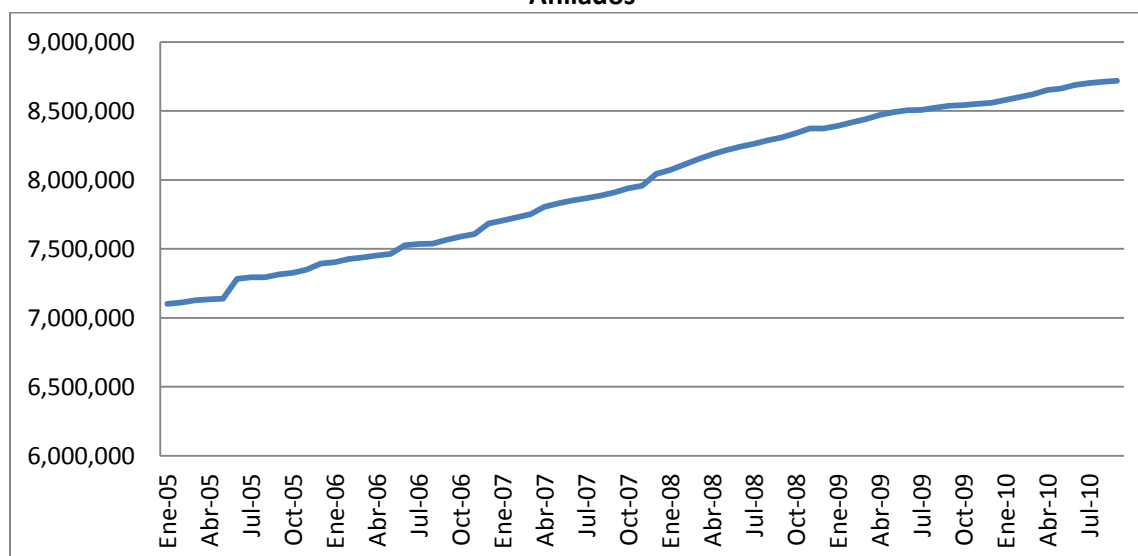
Pensiones, el porcentaje que representan estos instrumentos respecto del total de activos de cada Tipo de Fondo y la evolución de la inversión en acciones por sector económico.

Mientras que para las inversiones en instrumentos extranjeros mantenía por un monto de US\$ 67,209 millones, equivalente a 45.3% del valor total de los activos del Sistema. Al 31 de diciembre de 2009, la inversión en este tipo de instrumentos alcanzaba a US\$57,342 millones, lo que significa un aumento de 17.2% en los últimos doce meses. En los cuadros siguientes se presenta la inversión en el extranjero por Tipo de Fondo de Pensiones, el porcentaje que representan estas inversiones respecto del total de activos de cada Tipo de Fondo y la distribución geográfica de las inversiones en el exterior.

5.2.2 Los afiliados y cotizantes

Las fuertes rentabilidades que mostraron en los años 2002 –2006 fueron sólo aprovechados por una parte de afiliados al sistema privado de pensiones, sobre todo para los fondos A y B. En efecto, como se observa en el gráfico 5.14, entre los años 2007 y 2008, exactamente cuando la economía internacional cae en una seria crisis financiera, se trata de individuos que no aprovecharon las grandes rentabilidades del período 2002 – 2006 y que, por el contrario, sufrieron las graves pérdidas experimentados, en el período crítico, por los dos Fondos indicados.

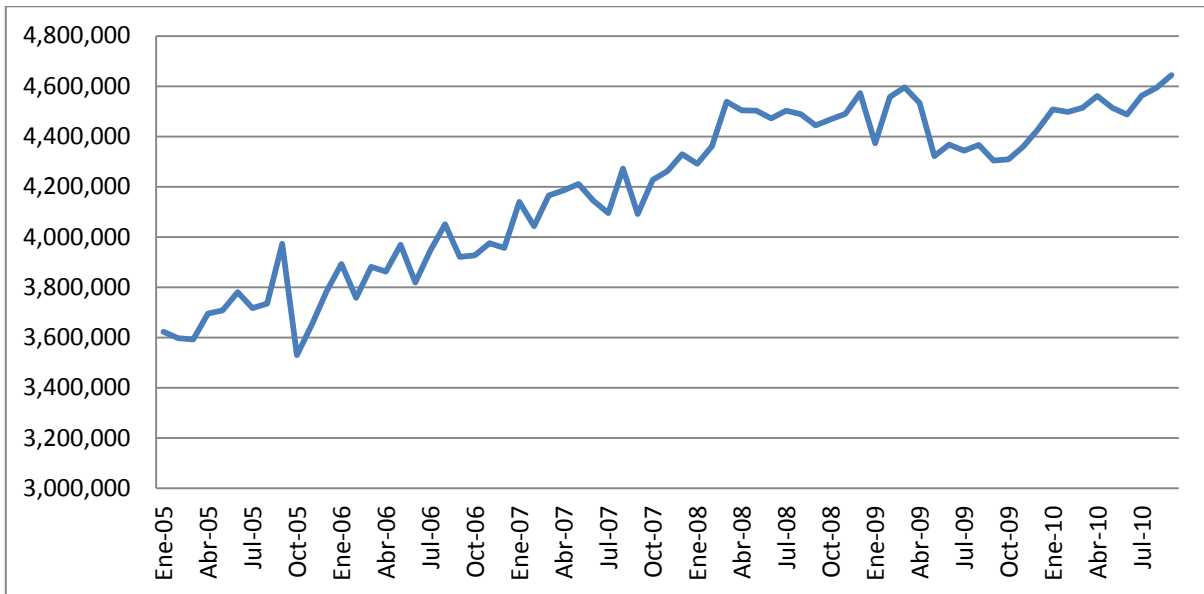
Gráfico 5.14
Afiliados



FUENTE: Elaboración propia con datos de la AIOS.

Como se puede observar en la gráfica anterior, cada año el número de los afiliados crece, aún cuando se dio la crisis.

Gráfico 5.15
Cotizantes



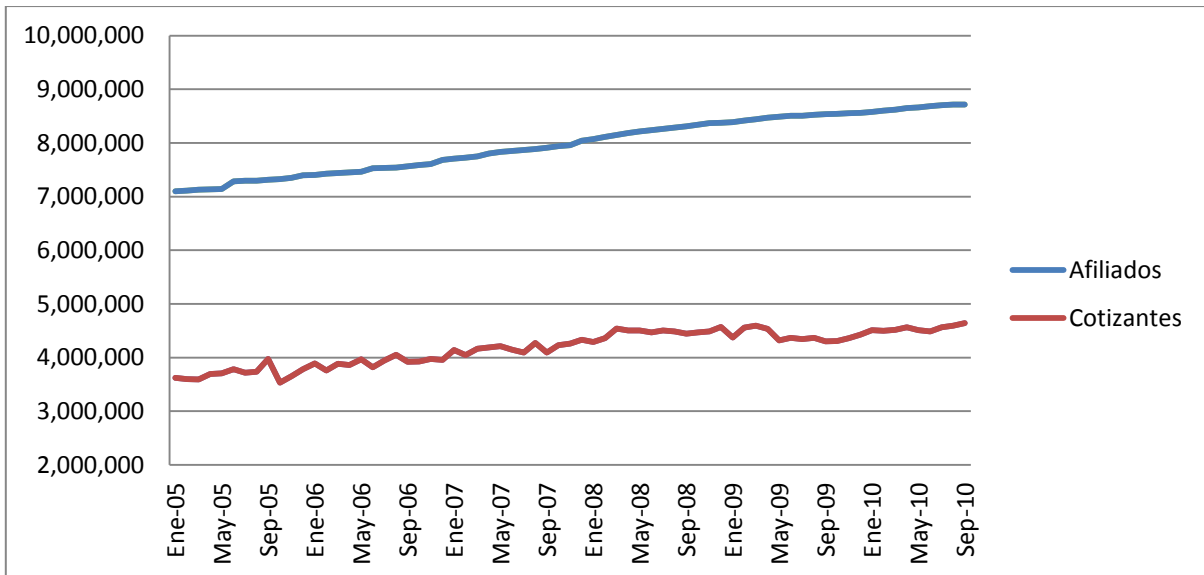
FUENTE: Elaboración propia con datos de la AIOS.

Con cotizantes se hace alusión a los trabajadores afiliados que en el mes de referencia hayan percibido en su cuenta de capitalización individual ingreso por aportes obligatorios.

En el periodo de 2007 a 2008 de manera anual la variación es de 5.61%.

En la gráfica 5.16 se presenta un comparativo:

Gráfico 5.16
Afiliados vs. Aportantes



FUENTE: Elaboración propia con datos de la AIOS.

5.2.3 Impacto en la Regulación

Para resolver las deficiencias que se observaron a raíz de la crisis, se promulgó una nueva reforma del sistema de pensiones chileno aprobada en enero de 2008.

La Reforma al Sistema de Pensiones en Chile refuerza el Pilar Contributivo y Voluntario:

- Incorporación Obligatoria de Independientes
- Subsidio a la cotización de jóvenes
- Declaración y no pago automática
- Sobre cotización en el caso de las mujeres
- Perfeccionamiento de la regulación de inversiones
- Medidas para promover la competencia en el sector

El nuevo sistema otorga beneficios mínimos a aquellas personas que por diversas razones no tuvieron la capacidad de cotizar con regularidad para su vejez y que por tanto no iban a estar en condiciones de financiar una pensión mínima y no calificaría tampoco para la obtención de la pensión mínima garantizada.

Estos beneficios se administrarán bajo un nuevo pilar redistributivo, el Sistema de Pensiones Solidarias, el cual se implementará gradualmente entre 2008 y 2012 y será financiado a partir de los ingresos generales del presupuesto gubernamental y no requiere de contribuciones. Este es el componente más importante de la reforma de 2008, ya que extiende en forma significativa el nivel de cobertura del sistema, garantizando que todos los adultos mayores en Chile que no cuenten con otras fuentes de financiamiento en la vejez tendrán acceso a algún tipo de protección.

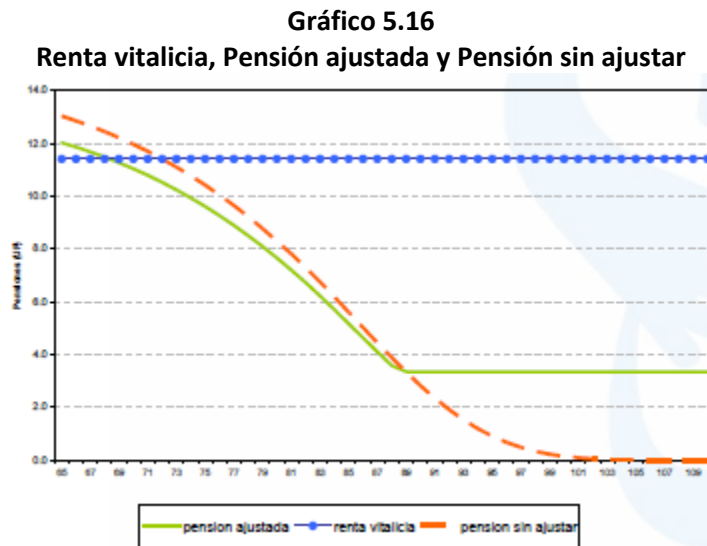
El Sistema de Pensiones Solidarias reemplaza la pensión mínima garantizada, que proporcionaba un piso a las pensiones de aquellos individuos que habían aportado por lo menos 20 años; y el programa de Pensiones Asistenciales (PASIS) para los individuos pobres que no tenían derecho a cobrar una pensión contributiva.

El nuevo sistema establece un esquema único que garantiza que todos los individuos mayores de 65 años que pertenezcan al 60% más pobre de la población tendrán acceso a una pensión básica garantizada independientemente de su historial contributivo. En este contexto, el Sistema de Pensiones Solidarias si bien apunta a mejorar los niveles de cobertura del sistema, también permite mitigar los riesgos financieros de aquella parte de la población más vulnerable ante futuras crisis financieras. Además introducen incentivos al ahorro previsional voluntario con un subsidio al ahorro de un 15% con tope de 6UTM²⁴ al año. Flexibiliza el Régimen de Inversión con solo límites estructurales en la Ley, rol asesor del Consejo Técnico de Inversión y aumento del límite de Inversión en el extranjero a un 80%.

Los individuos que no hayan realizado aportes tienen derecho a cobrar una Pensión Básica Solidaria (PBS) de vejez si son mayores de 65 años y cumplen con los requisitos de afluencia y residencia. Los individuos que realizaron aportes, pero que financian una pensión por debajo de un determinado umbral (la Pensión Máxima con Aporte Solidario, PMAS), tienen derecho a recibir un Aporte Previsional Solidario (APS), con los mismos requisitos de afluencia y residencia.

²⁴ Unidad Tributaria Mensual aproximadamente \$37.87

En la Reforma de 2008 se consolidan alternativas para pensionarse: Asesor Previsional e Incorpora mayor protección para el retiro programado (Gráfico 5.16)



FUENTE: Superintendencia de Pensiones, 2009.

Actualmente la Superintendencia está avanzando hacia una supervisión basada en riesgo: Incorporación del concepto de riesgo en la Ley, Modelo de Supervisión y Matriz de Riesgo ya definidos, Etapa de diseño de pautas para el supervisor y capacitación en progreso y marcha blanca antes de fin de año.

Capítulo 6: Medición del Impacto de la Crisis en los Multifondos

Como se vio a lo largo de este trabajo, la crisis financiera en el 2008 ha sido la más profunda, compleja y generalizada de la historia moderna, provocando escenarios de alta volatilidad en los mercados financieros a nivel mundial lo que ha ejercido presión sobre los niveles de tasa de interés, índices accionarios, e incluso el valor de las monedas.

En este capítulo final se cuantificas el efecto que tuvo la crisis sobre los fondos de pensiones de México y Chile. Adicionalmente, intentaremos identificar si existió algún factor en las carteras de inversión que provocara un mayor impacto a los rendimientos de los fondos durante la crisis.

Para comenzar el análisis es necesario describir la estructura que tenían los multifondos en términos monetarios y los porcentuales, lo cual se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 6.1
Tamaño de los fondos de pensiones de México diciembre 2008

Tipo de Fondo	millones de USD	%	Número de cuentas Individuales	%
SIEFORE Básica 1	\$7,067.10	10%	2,956,906	8%
SIEFORE Básica 2	\$15,713.80	23%	4,583,367	12%
SIEFORE Básica 3	\$20,176.20	30%	7,525,560	19%
SIEFORE Básica 4	\$20,181.60	30%	13,501,987	35%
SIEFORE Básica 5	\$4,765.60	7%	10,496,151	27%
Total	\$67,904.30	100%	39,063,971	100%

FUENTE: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

Para México el concentrado de los activos es mayor en los fondos de riesgo intermedio. La SIEFORE Básica 1 sólo representa el 10% mientras la SIEFORE Básica 5 el 7%. Es decir, que en promedio cada afiliado a la SIEFORE Básica 5 cuenta en promedio con \$454.00 dólares y los afiliados a la SIEFORE Básica 1 con \$2,390.00 dólares. Y dentro del sistema completo cada cuenta tiene en promedio \$1,738.00 dólares (Cuadro 6.1).

Cuadro 6.2
Tamaño de los fondos de pensiones de Chile diciembre 2008

Tipo de Fondo	Millones USD	%	Número de cuentas individuales	%
A	\$ 11,950.70	16%	1,255,059	13%
B	\$ 14,052.50	19%	3,685,347	39%
C	\$ 32,712.50	44%	3,517,954	37%
D	\$ 9,715.20	13%	813,109	9%
E	\$ 5,881.80	8%	159,941	2%
Total	\$ 74,312.70	100%	9,431,410	100%

FUENTE: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile

En Chile el fondo C representa el 44% de los activos y 37% de las cuentas. El fondo A constituye 16% y el fondo E un 8%. Lo cual significa que los trabajadores del fondo A tienen en promedio \$9,522.00 dólares y el fondo E \$36,775.00 dólares. Y en el sistema completo cada trabajador en promedio tiene \$7,879 dólares (Cuadro 6.2).

Ahora se presenta la composición de las carteras:

Cuadro 6.3
Composición de la cartera 2008 en México

	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
	(en % de la respectiva SIEFORE)				
Renta Variable Nacional	0	4.3	6.3	7.9	9.6
Renta Variable internacional	0	3.4	5.1	6.3	6.9
Títulos Públicos Nacionales	82.6	71.8	67.3	63.5	60.3
Deuda Privada Nacional	12.7	15.3	15.8	16.4	17.1
Deuda Privada y Pública Internacional	4.7	5.2	5.5	5.9	6.1
Total millones de USD	\$ 7,067	\$ 15,714	\$ 20,176	\$20,182	\$ 4,766

FUENTE: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

La SIEFORE Básica 1 invierte sus recursos al 100% en renta fija concentrando el 82.6% en títulos públicos nacionales y el resto en deuda privada nacional y deuda privada y pública internacional. En tanto la SIEFORE Básica 5 cuenta con el 16.5% invertido en renta variable y de este porcentaje el 9.6% está invertido en instrumentos nacionales y el 6.9% en instrumentos internacionales. El porcentaje restante (83.5%) estaba invertido en instrumentos de renta fija del cual el 60.3% se encontraba en títulos públicos nacionales, el 17.15 en deuda privada nacional y el 6.1% en deuda privada y pública internacional (Cuadro 6.3).

Cuadro 6.4
Composición de la cartera 2008 en Chile

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
	(en % respecto del total del fondo)				
Renta Variable Nacional	23.2	20.6	17	9.4	0.1
Renta Variable Internacional	52.2	38.1	19.6	8.4	0.1
Títulos Públicos Nacionales	2.2	7.8	15.5	21.7	35.4
Deuda Privada Nacional	17.7	31.5	44.7	56.8	62.5
Deuda Privada y Pública Internacional	4.7	2.1	3.2	3.7	1.9
Total millones USD	\$11,950.7	\$14,052.5	\$32,712.5	\$9,715.2	\$5,881.8

FUENTE: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile

En Chile el fondo A tenía destinado el 75.4% de sus recursos en renta variable que se divide en renta variable nacional con un 23.2% y en renta variable internacional con un 52% y el porcentaje restante (24.6%) ese encontraba en renta fija, la mayor parte (17.7%) se destinaba a deuda privada nacional y el resto 2.2% y 4.7% a títulos públicos nacionales y deuda privada internacional respectivamente. En el fondo E se invirtió un 99.8% en renta fija de los cuales el 62.5% se encontraban en deuda privada nacional, el 35.4% en títulos públicos nacionales y el 1.9% en deuda privada internacional (Cuadro 6.4).

Cuadro 6.5
Rentabilidad México (variación valor cuota)

Tipo de Fondo	Histórica anualizada		a diciembre de 2008			
	(1996 - dic 2008)	(dic 2005 - dic 2008)	Anual(*)	Semestral	Trimestral	Mensual
SIEFORE Básica 1	6.00%	2.40%	-0.10%	1.80%	-0.50%	3%
SIEFORE Básica 2		1.80%	-4.60%	-0.70%	-1.50%	5.20%
SIEFORE Básica 3		-6.40%	-1.50%	-1.50%	6.10%	
SIEFORE Básica 4		-8.00%	-2.70%	-2.10%	6.70%	
SIEFORE Básica 5		-9.30%	-3.70%	-2.50%	6.60%	

(*)La rentabilidad de las S3, S4 y S5 es la equivalente anual del período abril-diciembre

FUENTE: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

Cuadro 6.6
Rentabilidad Chile (variación valor cuota)

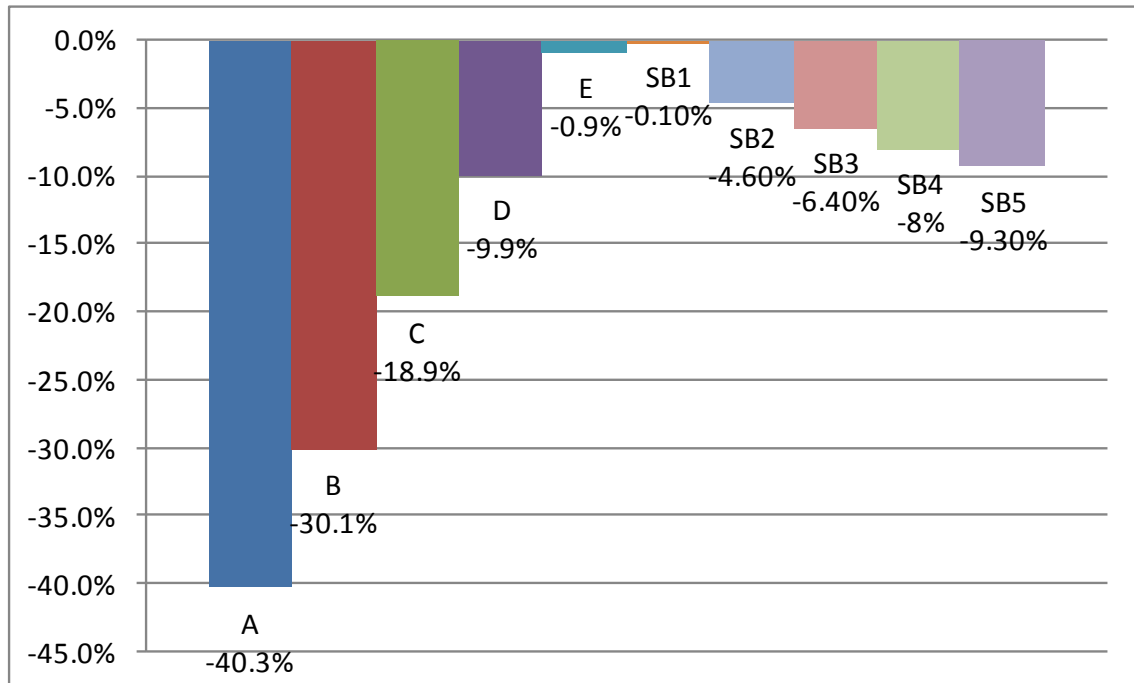
Tipo de fondo	Histórica Anualizada		a diciembre de 2008			
	jul 1981-dic 2008	sep 2002-dic 2008	Anual	Semestral	Trimestral	Mensual
A	8.8%	4.2%	-40.3%	-35.8%	-20.3%	1.5%
B		3.3%	-30.1%	-27.0%	-14.2%	0.6%
C		3.4%	-18.9%	-17.1%	-8.3%	0.1%
D		3.4%	-9.9%	-9.4%	-4.2%	0.1%
E		2.7%	-0.9%	-1.3%	-0.7%	0.4%

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

Para cuantificar el impacto de la crisis de 2008 sobre los fondos de pensiones se tomará en cuenta la contracción de la rentabilidad histórica anualizada para cada uno de los casos.

En México desde el inicio de operaciones del sistema de capitalización individual hasta diciembre de 2008 presentó una rentabilidad histórica anualizada del 6% real. En tanto Chile de 1981 a diciembre de 2008 fue del 8.8%.

Gráfica 6.1
Rentabilidad Anual Real



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CONSAR y Superintendencia de Pensiones.

La diferencia de rentabilidad entre los fondos de pensiones están directamente relacionadas con la composición de sus carteras: a mayor proporción de renta variable se observa que el resultado negativo más importante esta dado por la mayor volatilidad de los mercados de renta variable nacional e internacional.

La disminución en los rendimientos de los fondos fue visible en todas las áreas económicas alrededor del mundo. A diciembre de 2008 el fondo de pensiones mexicano más conservador tuvo una contracción anualizada de 0.10%, mientras que en el chileno fue de 0.09%. Si se compara lo anterior con el porcentaje de dichos fondos en renta fija es posible notar que para México el 100% estaba en renta fija y en Chile sólo era el 99.8%. Observado esto, es importante considerar que Chile cuenta con mayor experiencia, además su mercado de capitales es más maduro (Cuadros 6.5 y 6.6).

Bajo este análisis, se puede concluir que los fondos que tuvieron mayores caídas en rendimientos durante el período más álgido de la crisis tenían un mayor porcentaje de inversión en renta variable; es decir, en Chile el Fondo A (75.4% invertido en instrumentos de renta variable) tuvo una reducción de rendimientos del 40.3%, mientras que en el Fondo E (0.2% invertido en instrumentos de renta variable) fue de sólo el 0.9%. En el caso de México, la SB5 (16.5% invertido en renta variable) tuvo un rendimiento real anual de -9.3%, en contraste con la SB1 que no invierte en renta variable y tuvo rendimientos por -0.1%.

Sin embargo, no se puede afirmar que, bajo otro tipo de análisis, los resultados que se arrojen sean similares a los presentados en este capítulo.

En el caso de México, el régimen de inversión ha estado fuertemente acotado desde el inicio del sistema, con variaciones menores, por lo que el papel público tiene una fuerte participación. Y en este caso, y en esta crisis, nos ayudó, aunque en otras condiciones no permita mayores rendimientos.

Este es un tema importante y su poco entendimiento puede llevar a tomar decisiones inadecuadas. Mientras la economía esté creciendo, contar con una estructura de inversión más flexible y respetando criterios de riesgo, los rendimientos serían mayores.

Conclusiones

La crisis financiera global causó gran preocupación en los sistemas de pensiones de capitalización individual en Latinoamérica. Evidentemente se trató de una preocupación justificada, ya que aproximadamente 70 millones de trabajadores en la región depositan sus ahorros previsionales en fondos de pensiones, que a su vez están invertidos en los mercados financieros, eje principal de la crisis económica. En el año comprendido entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008, el total de fondos de pensiones se redujo en unos \$52,000 millones de dólares. Los países que sufrieron las mayores caídas fueron Chile y México.

Igualmente, se produjeron importantes reducciones en la rentabilidad a lo largo de 2008. Esta caída afectó en forma diferente a aquellos fondos con una alta proporción de sus activos invertidos en renta variable (Fondo A de Chile, SB5 de México), que a fondos con una alta proporción de sus activos invertidos en renta fija (Fondo E de Chile, SB1 de México). Tales caídas, evidentemente, fueron a causa del debilitamiento de las carteras por el desplome de mercados.

Las diferencias entre fondos similares (conservador/agresivo) de ambos países 2008 están vinculadas con:

- Las composiciones de sus carteras de inversión
- El rendimiento del mercado de capitales doméstico
- La exposición a mercados de capitales internacionales.
- La proporción invertida en renta variable de los multifondos.

El mercado de renta variable tuvo caída porcentual en términos nominales durante el año 2008:

- Chile, IPSA: -14.8%,
- México, IPC -22.0%.

La menor pérdida en el año 2008 del fondo más volátil mexicano (SB5) respecto al similar chileno (Fondo A), se debe a la menor proporción de renta variable: 16.5% vs. 75% respectivamente.

La mayor pérdida del fondo más conservador chileno (Fondo E) respecto al similar al mexicano (SB1) se relaciona con la mayor proporción de renta variable (nacional e internacional): 0.2% vs 0%, respectivamente.

La rentabilidad real histórica anualizada de Chile experimentó la menor caída (-12%). Esta situación podría atribuirse a la mayor experiencia en su sistema de pensiones (1981).

Es de suma importancia tomar en cuenta que todos los activos financieros pueden registrar volatilidad en su rendimiento (riesgo), y que el desempeño de las inversiones no depende únicamente de la asignación de activos, sino también por otros factores internos y externos al

proceso de inversión, como pueden ser el diseño del régimen de inversión en que operan los fondos y su marco regulador.

A lo largo del tiempo, tanto México como Chile han perfeccionado sus sistemas de capitalización con esquemas de multifondos, lo que permite que los afiliados más próximos a retirarse hayan estado menos expuestos a los efectos de la crisis, dado que por ley no pueden invertir en los fondos más riesgosos y solamente pueden escoger entre aquellos más orientados a instrumentos de renta fija. Dicha medida se estableció con el objeto de brindar estabilidad y protección de lo ya acumulado.

Derivadas de la crisis, hay enseñanzas útiles frente a la eventualidad de que se presenten crisis en etapas de mayor maduración de los sistemas, entre las cuales podemos destacar dos:

- La importancia de minimizar la exposición de los fondos de pensiones al riesgo de fluctuaciones financieras bruscas en los años inmediatamente anteriores al retiro. Esto puede lograrse mediante esquemas de multifondos, así como con productos que aseguren el valor de la pensión aún antes de producirse la jubilación.
- La relevancia de la educación previsional para evitar que los afiliados tomen decisiones que pueden llegar a ser irreversibles, como el retiro de fondos en el medio de una crisis, realizando todas las pérdidas financieras acumuladas.

Por otro lado, es de suma importancia mencionar, que si bien el impacto financiero de la crisis fue considerable; hay otros aspectos que destacar. Entre ellos las consecuencias que dejó sobre los niveles de cobertura de los sistemas privados en América Latina, lo cual se ha agudizado por el notable incremento del desempleo, del sector informal y de la evasión de cotizaciones que se produce durante una recesión económica. Estos factores tienen una incidencia directa de lo que popularmente se denomina “lagunas previsionales”, es decir, los periodos en que los trabajadores no aportan recursos a su cuenta de capitalización individual, afectando los ahorros que podrá acumular al momento de su retiro. Así, a lo largo del 2009, más de 900,000 trabajadores dejaron de hacer aportes al sistema de pensiones en Latinoamérica. En este contexto, la crisis financiera puede agravar la situación de ciertos grupos vulnerables como son los trabajadores independientes y aquellos con periodos prolongados de desempleo, quienes no lograrán acceder al beneficio de pensión mínima pues en su gran mayoría cuentan apenas con aportes reducidos y no podrán reunir el requisito mínimo de meses de cotizaciones para ser elegibles para este beneficio.

Si bien la fuerte caída en el valor de los activos ha generado una comprensible preocupación respecto del efecto de estas pérdidas sobre las pensiones futuras de los trabajadores, existen ciertos factores (demográficos y regulatorios) que permiten inferir que los riesgos asociados a la presente crisis financiera serán menos intensos que lo que ha sugerido la información y el debate público sobre esta materia.

Por una parte, la menor valorización de los fondos debe ser observada en un contexto de largo plazo. Evaluar los resultados de un periodo breve puede distorsionar la percepción de su desempeño e inducir a los afiliados a tomar decisiones precipitadas que pueden a la larga resultar perjudiciales. Esto es importante porque se relaciona con las posibilidades de recuperar el valor del ahorro en concordancia con la recuperación de los mercados. A pesar del análisis negativo de corto plazo durante el 2008, los sistemas de pensiones muestran rentabilidades positivas desde su respectiva implementación.

Los trabajadores más expuestos a las consecuencias negativas de la crisis financiera serían aquellos que se acercan a la edad de jubilación o que se hubieran retirado en medio de la crisis. Para este grupo, la disminución en el valor de los activos podría haber generado pérdidas irreversibles de ingreso al momento de jubilarse. Sin embargo, la mayoría de los sistemas obligatorios de capitalización individual en América Latina son relativamente jóvenes, ya que fueron establecidos durante los últimos 20 años, de modo que el número de trabajadores en condiciones de jubilarse en el corto plazo es muy reducido. En Chile, el primer país en la región en introducir un sistema obligatorio de capitalización, el 95% de los afiliados se encuentra a más de cinco años de la edad legal de jubilación.

Por otra parte, Chile, México y Perú han perfeccionado sus sistemas de capitalización con esquemas de multifondos que ayudaron a mitigar los efectos de la crisis, lo cual permitió que los afiliados más próximos a retirarse hayan estado menos expuestos a los efectos, dado que por ley no pueden invertir en los fondos más riesgosos y solamente pueden escoger entre aquellos más orientados a instrumentos de renta fija. Es necesario reiterar que esta medida se estableció con el objeto de priorizar la estabilidad y la protección de lo ya acumulado.

Como se vio en el capítulo final, la composición de las carteras juega un papel destacado en los rendimientos que se obtiene en cada uno de los fondos, es decir, bajo el análisis realizado, podemos entender que en períodos de alta volatilidad lo más pertinente es mantener un perfil de inversión conservador; lo cual probó producir una menor reducción en los rendimientos, mientras que los fondos que mantenían una cartera de inversión con perfil riesgoso presentaron una minusvalía considerable.

Todo lo anterior indica que el impacto de la crisis financiera sobre el valor de las pensiones por la vía de la desvalorización de los fondos no sólo será muy inferior a la alarma que generó en los primeros meses de la recesión, sino que posiblemente será el efecto menos importante de la crisis sobre los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual. En efecto, mientras el valor de los fondos de pensiones se recuperará —como ya lo ha venido haciendo— con la recuperación de los mercados financieros, las lagunas previsionales generadas por el desempleo, la informalidad o la inactividad no desaparecerán. Entre tanto, los cambios en la composición de las carteras de inversión de los fondos perdurarán si no se logra revertir los significativos déficits fiscales generados durante la crisis.

Es importante destacar que el bajo impacto de la crisis sobre el valor de las pensiones se debe en parte a la juventud de los sistemas en operación. Por lo tanto, quedan enseñanzas útiles frente a la eventualidad de que se presenten crisis en etapas de mayor maduración de los sistemas, entre las cuales se destacan dos. La primera se refiere a la importancia de minimizar la exposición de los fondos de pensiones al riesgo de fluctuaciones financieras bruscas en los años inmediatamente anteriores al retiro. Esto puede lograrse mediante esquemas de multifondos, así como con productos que aseguren el valor de la pensión aún antes de producirse la jubilación. La segunda destaca la relevancia de la educación previsional para evitar que los afiliados tomen decisiones que pueden llegar a ser irreversibles, como el retiro de fondos en el medio de una crisis, realizando todas las pérdidas financieras acumuladas.

Diversificar la cartera de inversiones no sólo reduce el riesgo financiero sino también el riesgo político de reformas motivadas por la acumulación de pasivos gubernamentales en organismos sostenidos por la propia legislación nacional.

Tomando en cuenta todas estas observaciones podemos notar la relevancia de tener una correcta administración de riesgo y un plan de acciones, que en base a la experiencia obtenida en dicha crisis que nos llevó a la realización de nuestra tesis, nos servirá para mitigar el riesgo con la finalidad de blindar o dar protección a los recursos de todos los trabajadores para poder garantizar una pensión justa para cada uno de ellos.

Adicionalmente, para poder llegar a la mencionada “pensión justa” es importante considerara que, mencionar que, con el cambio de gobierno federal en México, queda dentro de la agenda gubernamental mexicana el tema de la reforma al sistema de pensiones, la cual pretende tomar el nuevo modelo chileno multipilar e implantarlo en México, ya que esta nueva modalidad supondría una mayor cobertura, aunque no necesariamente pensiones más altas. Este nuevo sistema se financiaría con los impuestos, aparentemente con un aumento significativo en el IVA.

Esta reforma, como todas, presenta ventajas y desventajas. La idea sería que se hiciera una reforma fundamentada en la preservación del bienestar económico de los trabajadores. Es de suma importancia aprender de la experiencia chilena, ya que, al no poder cumplir con la obligación de cubrir las pensiones del pilar solidario, tuvieron que recurrir a un préstamo proporcionado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para poder cumplir.

Si bien las reformas en materia de pensiones, y de seguridad social en general, no son fáciles y mucho menos simples, sí son de excepcional importancia y deben ser manejados con los conocimientos técnicos, sociales, económicos y afines para brindar a la población la mayor cobertura y la mejor pensión posible.

Bibliografía

Business Cycles, Burns A.F. and W. C. Mitchell, 1946.

Seguridad Social y su historia, Miguel Zúñiga Cisneros, 1963.

Introducción a la Seguridad Social. OIT. Alfa-Omega. México. 1992.

Pension Funds: Retirement Income Security and Capital Markets. Davis, Phillip. Oxford University Press. Gran Bretaña, 1995.

Efectos Económicos de los Sistemas de Pensiones. Ham, Roberto. Ramírez, Berenice. Plaza y Valdés. México, 2006.

Efectos de la Crisis Financiera sobre las Pensiones en América Latina, Mario Marcel C., Waldo Tapia T., Banco Interamericano de Desarrollo, 2010.

Sistemas de Pensiones en América Latina: Diagnóstico y Alternativas de Reforma .Uthoff, Andras. Szalachman, Raquel. CEPAL. Chile, 1992.

Sistemas de Pensiones: Desafíos y Oportunidades. Berestain, Javier. Cámara de Dipultados, Comisión de Seguridad Social. México, 2005.

Efectos de la Crisis Financiera sobre las Pensiones en América Latina, Mario Marcel C., Waldo Tapia T., BID, 2010.

La Capitalización Individual en los Sistemas de Pensiones de América Latina, David Madero, Antonio Mora, Tanya Súchil, 2007

CONSAR: <http://www.consar.gob.mx/normatividad/normatividad.shtml>

¡LLEGÓ LA CIRSIS! Ela ABC del crack Financiero Mundial, José Poal Marcet, Norma, 2008.

Conferencia pública sobre envejecimiento, desarrollo y protección social. Instituto de Investigación de las Naciones Unidas para el Desarrollo Social, 2011,
<http://www.redadultosmayores.com.ar/buscador/files/ORGIN013.pdf>

El Sistema de Pensiones (Afores) en México, 2004,
<http://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/cefp0082004.pdf>

Mercados de trabajo y sistemas de pensiones, CEPAL, 2002,
http://white.oit.org.pe/ssos/acervo/pdf/lcg2187e_uthoff2.pdf

Desequilibrios Globales, Agustín Carstens, 2011
<http://www.nexos.com.mx/?P=leerarticulo&Article=2099174>

Nueva Ley del ISSSTE y pensiones de retiro, María Ascensión Morales Ramírez, 2007,
<http://biblio.juridicas.unam.mx/revista/pdf/DerechoSocial/5/pr/pr16.pdf>

Inversiones en Fondos de Pensiones a la luz de la Crisis Global, Joaquín Vial, Servicios de Estudios
BBVA, 2011

ANEXOS

Giro Del administrador: 10. Único (pensiones) 11. Múltiple	X	X	X	X(pensiones y cesantía)	X	X	X	X	X
Sistema de recaudación: 12. Centralizada 13. Descentralizada	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Inversión de los fondos en el extranjero: 14. Permitida 15. No permitida	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Posibilidad de cambio entre administradoras Restricciones operativas o legales	Cada 4 meses	Cada 12 cotizaciones a una AFP	Cada 2.5 meses	X	12 meses	Cada 5 mese	Una vez al año	No hay requisito de aporte previo	6 meses de aportes
Comisiones: 16. Porcentual sobre ingreso 17. Porcentual sobre saldo 18. Porcentual sobre rentabilidad 19. Fija descontada de ingreso 20. Fija descontada de saldo	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Rentabilidad mínima: 21. Existe requisito 22. No existe requisito	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Garantías a la rentabilidad mínima	Encaje edo.	Ninguna	Reserva de fluctuación, encaje edo.	Reserva estatutaria	N.A.	Reserva de fluctuación encaje		Encaje	Fondo de fluctuación reserva especial

Anexo I

País	Argentina	Bolivia	Chile	Colombia	Costa Rica	El salvador	México	Perú	Republica Dominicana	Uruguay
Fecha surgimiento sistemas	1994	1997	1981	1993	2001 (Sistema Multipilar)	1998	1997	1993		1996
Supervisor	Superintendencia de AFJP	Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros	Superintendencia de AFP	Superintendencia Bancaria		Superintendencia de Pensiones	CONSAR	Superintendencia de Banca y Seguros		Banco Central de Uruguay y Banco de Previsión Social
Régimen :										
1. Sólo Capitalización Individual		X	X			X	X	X		
2. Reparto y Cap. Individual	X			X	X					X
Sistema Antiguo vs. Sistema Nuevo										
3. Antiguo coexiste transitoriamente con Nuevo			X			X				X
4. Antiguo coexiste permanentemente con Nuevo				X	X			X		
5. Nuevo sustituyó al antiguo	X	X					X			
Traspaso a Nuevo Sistema para Afiliados Antiguos:					N.A					
6. Obligatorio	X	X					X			X
7. Voluntario			X	X		X		X		
Naturaleza del administrador:										
8. Sólo privadas		X	X			X	X			
9. Privadas y Estatal	X			X	X			X		X

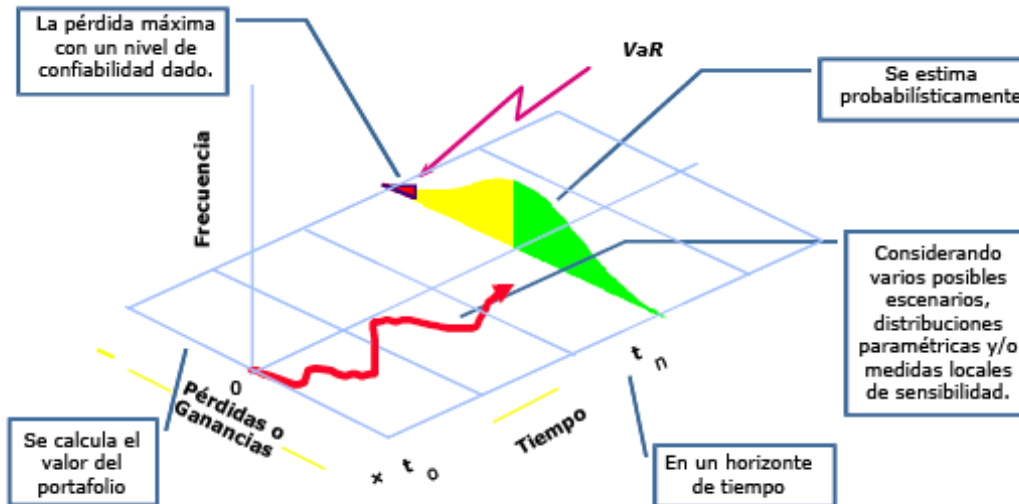
Anexo II

VaR

Valor en Riesgo (VaR) es un método para cuantificar la exposición al riesgo de mercado, utilizando técnicas estadísticas tradicionales. Mide la pérdida que se podría sufrir en condiciones normales de mercado, en un intervalo de tiempo y con un cierto nivel de probabilidad o de confianza (Banxico, 2011).

$$VaR_{\alpha,T} = x \in \mathbb{R} \mid \left[\Pr \text{ pérdida en } t > x \right] = \alpha$$

Un poco más formalmente, el VaR es un nivel de pérdidas (del o los activos de que se trate) tal, que la probabilidad “ α ” de que la pérdida exceda esta cantidad en un periodo de tiempo dado, corresponde a un cierto nivel de confianza escogido por el analista. Así, el analista fija de antemano el nivel de confianza con el que quiere trabajar y el periodo de tiempo en el que puede ocurrir la pérdida de los activos financieros a los que se le quiera medir su riesgo. A partir de estos dos parámetros, el VaR corresponde al cuantil asociado al nivel de confianza fijado, de la distribución de probabilidades de pérdidas y ganancias que puede tener el conjunto de activos, en un horizonte de tiempo dado, dadas las condiciones de incertidumbre que prevalecen en ese momento en el mercado. Es decir:



Existen varios métodos para calcularlo (escenarios Montecarlo, método paramétrico, método histórico). No existe un consenso internacional respecto a cuál es la mejor forma de medir y controlar el riesgo en el caso de inversiones de largo plazo. En México, para la inversión de las Siefors se usa el método Montecarlo que usa datos históricos.

Método Montecarlo

El método de Montecarlo es un método no determinístico usado para aproximar expresiones matemáticas complejas y complicadas de evaluar con exactitud.

Para calcular el VaR de cada Sociedad de Inversión usando datos históricos, la Administradora o en su caso la Sociedad Valuadora que les preste servicios, calculará el VaR con base en la información que le proporciona el Proveedor de Precios²⁵ correspondiente y las posiciones de los diferentes Activos Objeto de Inversión que conforman el portafolio de la propia Sociedad de Inversión.

Los Instrumentos, Valores Extranjeros, Derivados, operaciones de reporto y préstamo de valores que son factibles de ser adquiridos u operados por la Sociedad de Inversión serán referidos como los Activos Permitidos o Activo Permitido en caso de referirse a uno solo de éstos.

Cada día hábil anterior a la fecha de cálculo del VaR representa un posible escenario para el valor de los factores que determinan el precio de los Activos Permitidos. Se les llamará Escenarios a los 1,000 días hábiles anteriores al día de cálculo del VaR. A partir de la información obtenida en los Escenarios, se puede obtener una estimación de la distribución de los precios.

El precio de cada uno de los Activos Permitidos es determinado por una fórmula de valuación de acuerdo con la metodología del Proveedor de Precios certificada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que involucra k factores de riesgo F_1, F_2, \dots, F_k como pueden ser inflación, tasas de interés, tipos de cambio, etc. dependiendo de cada uno de los Activos Permitidos a ser evaluado. El precio del Activo Permitido j en el día h se expresa en términos de estos factores como la fórmula f de valuación:

$$P_j^h = f(F_1^h, F_2^h, \dots, F_k^h)$$

Donde:

f es la fórmula de valuación

F_i^h es la observación del factor F_i el día h

Para calcular el VaR del día h usando datos históricos, el Proveedor de Precios deberá enviar a la Administradora o, en su caso, a la Sociedad Valuadora correspondiente, y a la Comisión, la matriz de diferencias entre el precio del día h y el precio del escenario i (i = 1, 2, ..., 1000). Para calcular esta matriz, el Proveedor de Precios deberá seguir los siguientes pasos:

1. Estimar las variaciones porcentuales diarias que tuvieron los factores de riesgo, que influyen en la valuación de los Activos Permitidos, a lo largo de los últimos 1,000 días hábiles.

²⁵ Empresa cuyo objeto es exclusivamente prestar servicio de cálculo, determinación y proveeduría o suministro de Precios Actualizados para Valuación de valores, documentos e instrumentos financieros.

2. Al multiplicar las variaciones porcentuales de un factor de riesgo por el valor del factor de riesgo en el día h, se obtiene una muestra de 1,000 posibles observaciones del valor del factor de riesgo. Por ejemplo, para el factor de riesgo F1 se tiene:

Factor de Riesgo	Variación	Observación Generada
F_1^h		
F_1^{h-1}	F_1^h / F_1^{h-1}	$\frac{F_1^h}{F_1^{h-1}} \cdot F_1^h$
F_1^{h-2}	F_1^{h-1} / F_1^{h-2}	$\frac{F_1^{h-1}}{F_1^{h-2}} \cdot F_1^h$
.	.	.
.	.	.
.	.	.
F_1^{h-999}	$F_1^{h-998} / F_1^{h-999}$	$\frac{F_1^{h-998}}{F_1^{h-999}} \cdot F_1^h$
F_1^{h-1000}	$F_1^{h-999} / F_1^{h-1000}$	$\frac{F_1^{h-999}}{F_1^{h-1000}} \cdot F_1^h$

3. A partir de las observaciones generadas para los factores de riesgo, se obtienen observaciones para los precios de los Activos Permitidos utilizando la fórmula de valuación correspondiente.
4. Con estos precios se construye la matriz de diferencias de precios de 1000 x n, donde n es el número de Activos Permitidos. El elemento (i, j) de esa matriz será el siguiente:

$$CP_j^i = P_j^i - P_j^h \quad \text{para } i = 1, 2, \dots, 1000 \text{ y } j = 1, 2, \dots, n$$

Donde:

CP_j^i : Es la diferencia entre el precio del Activo Permitido j en el escenario i y el precio del mismo instrumento en el día h.

P_j^i : precio del Activo Permitido j en el escenario i.

P_j^h : precio del Activo Permitido j en el día

La Administradora o, en su caso la Sociedad Valuadora correspondiente, multiplicará la matriz de diferencias de precios calculada por el Proveedor de Precios por el vector que contiene el número de títulos o contratos, según sea el caso, por Activo Permitido que integran la cartera de la Sociedad de Inversión. De esta manera, se obtiene un vector de posibles cambios de valor (plusvalías o minusvalías) en el monto de dicha cartera. Es decir,

$$\begin{pmatrix} CP_1^1 & CP_2^1 & \dots & CP_n^1 \\ CP_1^2 & CP_2^2 & \dots & CP_n^2 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ CP_1^{1000} & CP_2^{1000} & \dots & CP_n^{1000} \end{pmatrix} \times \begin{pmatrix} NT_1^h \\ NT_2^h \\ \vdots \\ NT_n^h \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} PMV_1^h \\ PMV_2^h \\ \vdots \\ PMV_n^h \end{pmatrix}$$

Donde:

NT_j^h : es el número de títulos o contratos del Activo Permitido j en el día h.

PMV_j^h : es la plusvalía o minusvalía en el monto de la cartera en el escenario i para la cartera del día h.

Este vector se dividirá entre el valor de mercado de la cartera de Activos Netos VP_h , administrada por la Sociedad de Inversión en cuestión al día h, obteniendo así los rendimientos R_i^h con respecto al portafolio actual. Es decir,

Los posibles rendimientos así obtenidos se ordenan de menor a mayor, con lo que se obtiene una estimación de la distribución de los rendimientos y a partir de ella, la Administradora o, en su caso, la Sociedad Valuadora, calculará el VaR sobre el total de los Activos Netos que correspondan a cada Sociedad de Inversión que opere o a las que les preste servicios respectivamente.

$$\begin{pmatrix} R_1^h \\ R_2^h \\ \vdots \\ R_{1000}^h \end{pmatrix} = \frac{1}{VP_h} \times \begin{pmatrix} PMV_1^h \\ PMV_2^h \\ \vdots \\ PMV_n^h \end{pmatrix}$$

Para observar el límite máximo de VaR que corresponda a cada sociedad de inversión, el número de escenario correspondiente al VaR de dicha Sociedad de Inversión será la E-ésima peor observación expresada en términos positivos. En caso de que dicho valor originalmente sea positivo, no se considerará que es superior al límite expresado en las citadas reglas. El valor del escenario correspondiente al VaR se computará de acuerdo a la siguiente metodología:

Se define un portafolio de referencia (PR) para cada tipo de Sociedad de Inversión. Es decir, se define uno para las Sociedades de Inversión Básicas 1, otro para las Sociedades Básicas 2, y así sucesivamente. Dicha cartera será identificada como PR.

En la fecha t se calculan los 1000 escenarios de pérdidas/ganancias del PR de conformidad con el procedimiento descrito en el presente Anexo. Dichos escenarios serán empleados para computar las variables descritas a continuación.

En donde:

- X_t : en la fecha t , es el número de escenarios del PR, que exceden el límite regulatorio del VaR.
- X_t^{30} : Considerando los 30 escenarios más recientes que se generan con el PR en la fecha t , es el número de escenarios que exceden el límite regulatorio del VaR.
- X_t^{60} : Considerando los 60 escenarios más recientes que se generan con el PR en la fecha t , es el número de escenarios que exceden el límite regulatorio del VaR.
- E_t : en la fecha t es el número de escenario correspondiente al VaR del tipo de Sociedad de Inversión en cuestión.

Esta variable no podrá ser menor que 26. Adicionalmente, en la fecha de entrada en vigor del presente Anexo, toma un valor igual a 26. Es decir, $E_1=26$

- H_t : Es la holgura en el día t .

Esta variable se define como la diferencia entre el número del escenario correspondiente al VaR menos el número de escenarios del PR que exceden el límite regulatorio del VaR.

- X_t : en la fecha t , es el número de escenarios del PR, que exceden el límite regulatorio del VaR.
- X_t^{30} : Considerando los 30 escenarios más recientes que se generan con el PR en la fecha t , es el número de escenarios que exceden el límite regulatorio del VaR.
- X_t^{60} : Considerando los 60 escenarios más recientes que se generan con el PR en la fecha t , es el número de escenarios que exceden el límite regulatorio del VaR.
- E_t : en la fecha t es el número de escenario correspondiente al VaR del tipo de Sociedad de Inversión en cuestión.

Esta variable no podrá ser menor que 26. Adicionalmente, en la fecha de entrada en vigor del presente Anexo, toma un valor igual a 26. Es decir, $E_1=26$

- H_t : Es la holgura en el día t .

Esta variable se define como la diferencia entre el número del escenario correspondiente al VaR menos el número de escenarios del PR que exceden el límite regulatorio del VaR.

Entonces, el valor de se determinará con la siguiente política:

a)

1. Si en la fecha la holgura tiene un valor inferior a 5 y en los últimos 30 días naturales se generan más de 5 escenarios que exceden el límite regulatorio del VaR, entonces el número de escenario correspondiente al VaR se incrementa en 5.

O bien,

2. Si la holgura es inferior a 3, entonces el número de escenario correspondiente al VaR se incrementa en 5.

b) Si la holgura es superior a 15 y en los últimos 60 días naturales se generaron menos de 5 escenarios que exceden el límite regulatorio del VaR, entonces el número de escenario correspondiente al VaR se reduce en 5.

c) Si las condiciones en a) o b) no prevalecen, entonces el número de escenario correspondiente al VaR permanece sin cambio.

La política puede describirse matemáticamente de la siguiente manera:

$$E_t = 26$$

$$H_t = E_t - X_t$$

$$E_{t+1} = \begin{cases} E_t + 5 & \text{Si } H_t < 3 \text{ ó bien si } H_t < 3 \text{ y } X_t^{30} > 5 \\ E_t - 5 & \text{Si } E_t > 26 \text{ y } H_t > 15 \text{ y } X_t^{60} < 5 \\ E_t & \text{en otro caso} \end{cases}$$

Una vez determinado el valor de E_t en la fecha t , se calcula con dicho parámetro el VaR de las carteras correspondientes al tipo de Sociedad de Inversión para el que se definió el PR. La Comisión notificará a las Administradoras y, en su caso, a las Sociedades Valuadoras, cuando de conformidad con el procedimiento antes descrito surjan cambios en el valor de E_t . En todo caso, en la fecha t se notificará el valor que estará en vigor en la fecha $t+1$.

Los PRs para cada tipo de Sociedad de Inversión se computan asumiendo que se explota completamente el límite de Renta Variable permitido en cada caso y que el resto de la cartera se invierte en un portafolio de instrumentos de renta fija. Los PRs de las Sociedades de Inversión quedan como se muestra en la tabla siguiente.

Activo	Siefore 1	Siefore 2	Siefore 3	Siefore 4	Siefore 5
Renta variable	0%	15%	20%	25%	30%
Renta fija	100%	85%	80%	75%	70%

Específicamente, los PRs se construyen asumiendo que el porcentaje de la cartera destinado a la inversión en renta variable se realiza completamente en el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. Similarmente, se asume que el porcentaje de la cartera destinado a la inversión en renta fija se realiza a través de una canasta de valores de deuda gubernamentales con ponderadores

para cada título definido como el porcentaje que dicho valor representa respecto del monto en circulación de valores gubernamentales.

El Comité de Análisis de Riesgos podrá efectuar ajustes, cuando las condiciones de los mercados lo impongan, sobre los parámetros empleados en la determinación del valor de E_i , así como en el PR para asegurar que dicha cartera continúe siendo representativa de las oportunidades de inversión del tipo de Sociedad de Inversión de que se trate. La Comisión publicará a través de su sitio de la red mundial las características a detalle de los PRs, así como el valor vigente del número de escenario correspondiente al VaR de cada Sociedad de Inversión que se obtenga considerando los insumos proporcionados por los Proveedores de Precios.

Para calcular el VaR, se utilizarán ocho posiciones decimales truncando el último dígito, lo cual es equivalente a que cuando el VaR se encuentre expresado en términos porcentuales se deberán utilizar seis decimales truncados. La Administradora o, en su caso, la Sociedad Valuadora correspondiente, deberá enviar a la Comisión las 1,000 peores observaciones de cada Sociedad de Inversión que opere, como monto y porcentaje de los Activos Netos.

El porcentaje del VaR para cada Siefore es:

Siefore	VaR
I	0.6%
II	1%
III	1.3%
IV	1.6%
V	2%
Ahorro voluntario	2%