

Panorama del Financiamiento de Infraestructura en México con Capitales Privados

Capítulo 4
Diagnóstico del Sistema
Previsional Privado en México



Este documento fue preparado por Javier Villa (Consultor)

Ciudad de México – México
Diciembre de 2009



Patrocinado por el Fondo Multilateral de Inversiones del
Banco Interamericano de Desarrollo

Los criterios aquí expresados son de los autores y no necesariamente reflejan la posición oficial del
BID ó del FOMIN

ÍNDICE

IV. Diagnóstico del Sistema del Sistema Previsional Privado en México	3
1. Sistema de Pensiones en México	3
2. Antecedentes del Sistema de Pensiones en México.....	6
3. El Sistema de Ahorro para el Retiro SAR.....	8
4. Evolución reciente del SAR	15
5. Restricciones a la Inversión aplicable a las Siefores	17
6. Portafolio de Inversión de las Siefores: Evolución y Situación Actual.	23
7. Financiamiento de Proyectos de largo plazo (infraestructura) mediante el Sistema de Ahorro para el Retiro.	25
8. Conclusiones.....	28

IV. Diagnóstico del Sistema del Sistema Previsional Privado en México

1. Sistema de Pensiones en México

Uno de los objetivos de un sistema de pensiones es mantener el poder adquisitivo de los ahorros para el retiro de los trabajadores. El retiro puede darse por motivos invalidez, vejez o cesantía en edad avanzada. Estos planes de pensiones generalmente protegen también a los dependientes económicos del trabajador en caso de muerte prematura del mismo.

El artículo 123 de la Constitución Política dispone la integración de los sistemas de pensiones. A lo largo del tiempo los sistemas de pensiones han experimentado diversas reformas, las cuales ha sido incorporadas en las Leyes del Seguro Social, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda, del Sistema de Ahorro para el Retiro y del ISSSTE, mismos que han dado lugar al actual Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

El desarrollo del sistema de pensiones fomenta el ahorro y genera recursos para la inversión productiva, lo cual tiene efectos positivos en el aumento de la producción nacional, la generación de empleo y una mayor cobertura de la seguridad social.

En México existen de dos tipos de sistemas de pensiones: a) cobertura a los trabajadores del sector privado y b) cobertura a los trabajadores al servicio del gobierno. Cabe agregar que en cada entidad federativa los gobiernos locales ofrecen a sus empleados sistemas de pensiones, así como algunas otras entidades públicas como universidades, Secretaría de la Defensa Nacional, Secretaría de Marina, Pemex, entre algunas otras.

A pesar de que el sistema pensionario privado ha evolucionado de manera más dinámica en los últimos 17 años, el ritmo de cambio no ha sido lo suficientemente rápido para superar algunas deficiencias, en especial en la reducción de las comisiones cobradas.

Como parte de la política de cambio estructural, el Gobierno Federal ha definido en el Plan Nacional de Desarrollo 2007-2012, como uno de sus objetivos el logro de la integración de un Sistema Nacional de Pensiones. La estrategia consiste en "*consolidar un sistema nacional de pensiones más equitativo y con mayor cobertura*", mediante el reforzamiento del Sistema de

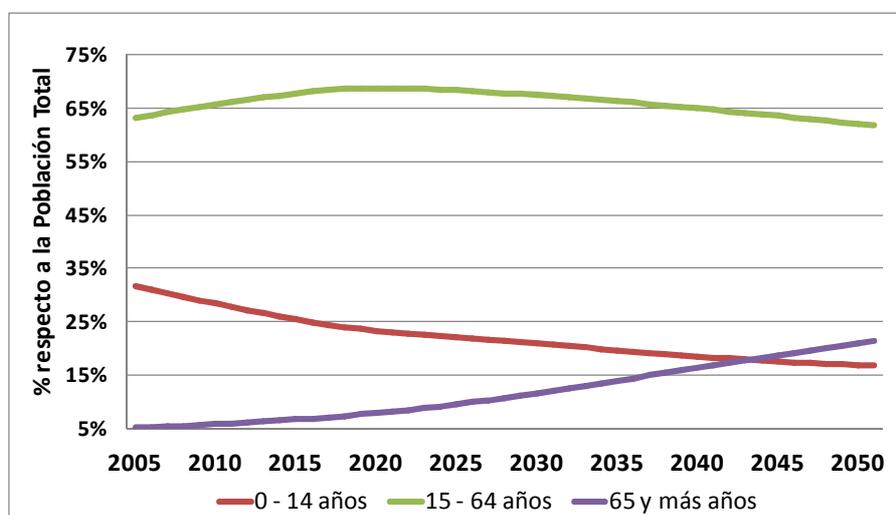
Ahorro para el Retiro (SAR) y la transformación de los sistemas pensionarios de reparto que existen en la actualidad".

Para ello, se llevó a cabo una reforma estructural a la Ley del ISSSTE en 2007, con la finalidad de superar el principal problema que enfrentaba el sistema pensionario público: otorgaba al trabajador un beneficio determinado al momento de su retiro, pero sin crear provisión alguna para financiar las obligaciones del mismo.

Este sistema funcionó mientras las aportaciones de los trabajadores activos eran suficientes para cubrir las pensiones de los trabajadores retirados, pero resulta inviable cuando aumenta la proporción de trabajadores retirados respecto a los que permanecen en activo, lo cual se origina por la disminución de la tasa de fecundidad y el aumento en la esperanza de vida, ya que provoca un déficit actuarial, que de no resolverse, se traduce en un aumento constante de las aportaciones (subsidios) del Gobierno Federal a la seguridad social.

En el siguiente cuadro se puede observar el comportamiento demográfico, de acuerdo a la población económicamente activa, esto conforme a cifras proyectadas por el Consejo Nacional de Población de México.

Evolución Demográfica en México por Grupos de Edad (2005-2051)



Fuente: CONAPO, Proyecciones de la población de México, de las entidades federativas, de los municipios y de las localidades 2005-2050, Consejo Nacional de Población, México.

Las recientes reformas pensionarias para establecer el sistema de cuentas individuales (SAR-IMSS 1992, SAR-ISSSTE 1992, 2007) están diseñadas para que los fondos para el retiro dependan de las aportaciones de los trabajadores (a sus cuentas de retiro y vivienda), así como de las aportaciones complementarias, que en su caso se deseen realizar a su misma cuenta de retiro.

En este capítulo primero se hace un recuento general sobre la evolución del sistema pensionario en México hasta el Sistema del Ahorro para el Retiro (SAR), posteriormente se describen los límites a las inversiones de los fondos de los trabajadores que hacen las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores). En el siguiente apartado, se identifican las implicaciones que ha tenido la evolución del régimen de inversión en los portafolios de inversión de dichas Sociedades; para finalmente analizar la viabilidad y la gama de posibilidades que se tiene para canalizar los recursos de los trabajadores, en particular hacia proyectos que fomenten el desarrollo de infraestructura en México.

2. Antecedentes del Sistema de Pensiones en México

En la Constitución de 1917, en su artículo 123, fracción XXIX, se da la base legal para la existencia de un sistema de seguridad social, la cual dice: *“Es de utilidad pública la Ley del Seguro Social, y ella comprenderá seguros de invalidez, de vejez, de vida, de cesación voluntaria del trabajo, de enfermedades y accidentes, de servicios de guardería y cualquier otro encaminado a la protección y bienestar de los trabajadores, campesinos, no asalariados y otros sectores sociales y sus familiares.”*

En 1925 se promulgó la Ley General de Pensiones Civiles y de Retiro¹, con la finalidad de otorgar los beneficios de la seguridad social a todos los empleados del sector público federal, así como para homologar las prestaciones y servicios a todos los trabajadores del Estado.

Como parte del proceso de integración de un sistema único de pensiones y jubilaciones, en 1943 se crea la Ley del Seguro Social², definiendo que la actividad de la seguridad social quede a cargo de una entidad pública, lo cual implicó la conformación del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) en 1944, con el objeto de ofrecer la cobertura previsional a todos los trabajadores del sector privado.

El sistema del Seguro Social se conforma por el régimen obligatorio y el régimen voluntario. El régimen obligatorio se integra de una aportación tripartita: a) patrón, b) Estado y c) trabajadores. Las aportaciones financian diversos ramos de seguro para el trabajador: a) riesgos de trabajo; b) enfermedades y maternidad; c) invalidez y vida; d) retiro, cesantía en edad avanzada y vejez; y e) guarderías y prestaciones sociales.

En 1947, la Dirección General de Pensiones Civiles y de Retiro de pensiones del Gobierno Federal amplió los seguros de vejez, invalidez, muerte, orfandad, viudez y redujo la edad para recibir las pensiones a 55 años. Posteriormente, en 1959, esta Dirección General se transforma en el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales para los Trabajadores del Estado (ISSSTE)³, dando cobertura a los empleados del Gobierno Federal y a los de algunas universidades públicas.

En 1973 se promulga la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT)⁴, que establece que las aportaciones que el patrón haga a favor de sus trabajadores le dan derecho a obtener un

¹ Publicada el 7 de agosto de 1925 en el Diario Oficial de la Federación, con fundamento en la Constitución de 1917.

² Publicada el 19 de enero de 1943 en el Diario Oficial de la Federación, con fundamento en la Constitución de 1917.

³ La Ley del ISSSTE se publicó el 30 de diciembre de 1959 en el Diario Oficial de la Federación, con fundamento en la Constitución de 1917.

⁴ Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 24 de abril de 1972.

crédito para vivienda o a la devolución periódica del fondo constituido de ahorro. Al INFONAVIT se le encomienda la administración de dichos recursos, así como la de establecer y operar un sistema de financiamiento que permita a los trabajadores acceder al crédito barato para adquirir vivienda.

3. El Sistema de Ahorro para el Retiro SAR

Para lograr el desarrollo de la economía en forma sostenible, es necesario generar el volumen de ahorro que pueda ser invertido a largo plazo, para que estos sean destinados a proyectos productivos y de infraestructura, lo que plantea la necesidad de mercados financieros más desarrollados, así como instrumentos que faciliten la captación del ahorro.

Como parte de las reformas del sistema financiero, el Gobierno Federal en 1992 realizó un cambio estructural en el sistema pensionario y de seguridad social en México, al decretarse la creación del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)⁵, lo que significó la transición del sistema basado en fondos colectivos administrados por el Estado hacia un sistema de seguridad con cuentas individuales a favor de los trabajadores conformadas por dos subcuentas, una de retiro y otra de vivienda, siendo la primera administrada, en un principio, por instituciones bancarias privadas y, la segunda, administrada por el INFONAVIT. Estas cuentas se forman con las cuotas o aportaciones que los patrones están obligados a cubrir, mismas que son equivalentes al 2 y al 5 por ciento sobre el salario base de cotización del trabajador, respectivamente.

Estas reformas representan un gran avance en la construcción de un sistema de seguridad social más amplio, equitativo y financieramente sostenible en el largo plazo. El SAR para los trabajadores del sector privado en México lleva 13 años operando bajo un sistema de cuentas individuales. Para el caso de los trabajadores del ámbito público, en marzo de 2007, se creó el Fondo Nacional de Pensiones de los Trabajadores al Servicio del Estado (PENSIONISSSTE), que tiene a su cargo la administración e inversión de las cuentas individuales de los trabajadores de dicho sector, solo en caso de que hayan elegido esta opción.

Es necesario destacar que la creación del SAR tiene como principal objeto brindar la mayor pensión posible, administrando los ahorros de los trabajadores bajo un marco de seguridad en las inversiones. Asimismo, para lograr una viabilidad financiera del sistema de pensiones, se propone ampliar la cobertura y el monto de las pensiones, convertirse en un importante generador del ahorro financiero del país y, a su vez, canalizar dichos recursos al financiamiento del desarrollo económico. El monto del patrimonio de que podrá disponer el trabajador en el momento de su retiro será el que llegue a acumular durante su vida laboral.

⁵ El Ahorro para el Retiro tiene como objetivo principal formar un mecanismo de ahorro a largo plazo y de aseguramiento para el trabajador, en caso de retiro, incapacidad, desempleo o muerte, sustentado en una base financiera sólida. En el Diario Oficial de la Federación se publican los Decretos por los que se establece un Sistema de Ahorro para el Retiro, complementario a las prestaciones que, por concepto de pensión, otorgan por un lado el IMSS (con fecha 24 de febrero de 1992) y por otro lado el ISSSTE (con fecha 27 de marzo de 1992).

Principales diferencias entre el Sistema de Pensiones anterior y el Sistema de Ahorro para el Retiro

SISTEMA ANTERIOR	SISTEMA ACTUAL
<ul style="list-style-type: none"> • El saldo permanecía en una cuenta global • El trabajador desconocía su saldo • No existía la posibilidad de realizar aportaciones para incrementar la pensión futura • La pensión era la misma para todos • No existía la Cuota Social 	<ul style="list-style-type: none"> • El trabajador tiene su propia cuenta individualizada • El trabajador conoce su saldo por medio de los estados de cuenta que recibe de la Afore que administra su cuenta • Es posible efectuar aportaciones voluntarias, con posibilidad de retiro cada seis meses • Se consideran todas las semanas de cotización • La pensión que se forma no pierde poder adquisitivo • El Gobierno aporta a la cuenta individual el 5.5% SMGDF⁶

Posteriormente, como continuación de esta etapa de transición, se efectúan las reformas a la Ley del Seguro Social en 1995⁷ y a la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro en 1996⁸, con lo cual se sientan las bases del actual Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

Al entrar en vigor dichas reformas, a partir del 1º de julio de 1997, el esquema pensionario cambió de planes de beneficio definido o de reparto del Seguro de Retiro, Cesantía en Edad Avanzada y Vejez⁹ del IMSS, a los planes de contribución definida o de capitalización, que implican la creación de cuentas individuales administradas por instituciones financieras especializadas denominadas Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), que invierten los recursos de los trabajadores provenientes de dichas cuentas, en activos financieros seleccionados de acuerdo con criterios de diversificación de

⁶ SMGDF = Salario Mínimo General diario del Distrito Federal.

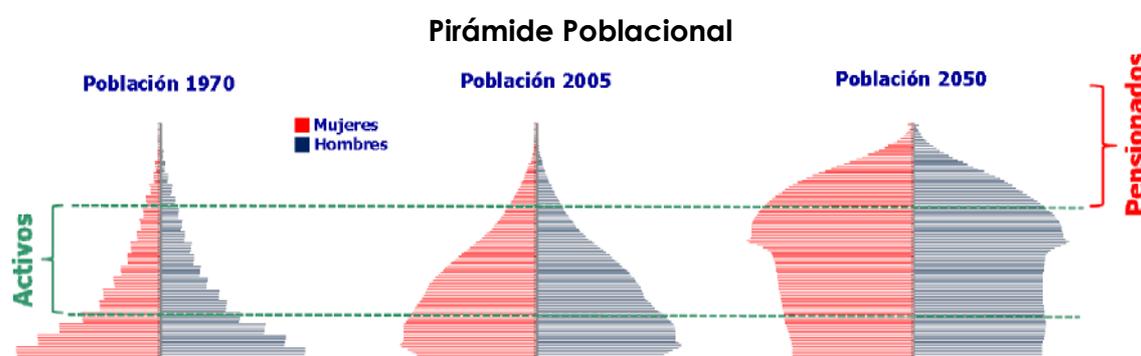
⁷ La reforma previa de 1973, se emite el 12 de marzo de 1973; posteriormente, la Ley del Seguro Social 1997 se emite el 21 de diciembre de 1995 y entrando en vigor el 1º de julio de 1997. Ambas reformas publicadas en el Diario Oficial de la Federación, de acuerdo a las fechas de emisión correspondientes.

⁸ Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 23 de mayo de 1996, entrando en vigor el 1º de julio de 1997.

⁹ En el sistema de reparto las contribuciones de los trabajadores activos y/o los beneficios de los pensionados se establecen conforme a los pagos que debe realizar el patrocinador del plan durante cada periodo, por lo que en este tipo de sistemas no se acumulan reservas (activos) para hacer frente a los compromisos futuros (pasivos). Si crece la razón de trabajadores activos a pensionados se podría disminuir la tasa de contribución para los mismos beneficios y/o aumentar los beneficios para una misma tasa de contribución, lo contrario sucedería de caer la razón de trabajadores activos a jubilados. Al utilizarse las contribuciones de los trabajadores activos para financiar el pago de pensiones, en un sistema de reparto, no se presenta un proceso de inversión de recursos.

riesgos¹⁰, a través de las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (Siefores). Como parte de estos cambios, se establece que las funciones de coordinación, regulación, supervisión y vigilancia de los sistemas de ahorro para el retiro sean llevadas a cabo por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR)¹¹ como órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

Cabe mencionar que el sistema previo de reparto era financieramente insostenible, ya que: a) la pirámide poblacional ha empezado a invertirse; y b) las pensiones se han convertido en pasivos laborales contingentes que debían ser cubiertos con recursos presupuestales en cada ejercicio anual.



Fuente: CONSAR con información de CONAPO.

Entre las principales ventajas del Sistema de Ahorro para el Retiro se encuentran: a) fomento del *desarrollo de los mercados financieros*,¹² mediante el apoyo al proceso de formación de precios, aumento de la liquidez y profundidad, creación de instrumentos de largo plazo e innovación financiera; b) *constituye una importante fuente de financiamiento* de actividades productivas, infraestructura, vivienda, empresas medianas; c) crea incentivos para cotizar y permanecer en el mercado laboral formal.

En el SAR, las cuentas individuales de los trabajadores se conforman por las siguientes subcuentas:

- a) *Subcuenta de Retiro, Cesantía en Edad Avanzada y Vejez*. En esta se depositan y acumulan los recursos para el retiro de los trabajadores por las siguientes cuotas y aportaciones de manera obligatoria.

¹⁰ Los cuáles se establecen en la serie de la Circular 15 emitida por el CONSAR: "Reglas Generales que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro".

¹¹ En la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, Art. 5 se establecen las facultades de esta Comisión.

¹² El 22 de septiembre del 2005 la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), dio a conocer modificaciones y adiciones a las reglas que establecen el régimen de inversión para Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (SIEFORES). En la circular Consar 15-14, publicada en el Diario Oficial de la Federación, la Comisión precisa que en las definiciones de las reglas se añade la de activos objeto de inversión, que serán los instrumentos, acciones extranjeras y operaciones con derivados, entre otras.

-
- b) *Subcuenta de Vivienda*. Las aportaciones realizadas por los patrones a nombre de los trabajadores al INFONAVIT, son registradas en esta subcuenta, aún cuando los recursos los administra directamente dicho Instituto.
 - c) *Subcuenta de Aportaciones Voluntarias*. En ella se depositan la Cuota Social en forma tripartita: entre trabajador, patrón y gobierno.
 - d) *Subcuenta de Aportaciones Complementarias*. En ella se depositan las aportaciones que desee efectuar el trabajador por su propia cuenta, por lo cual recibe algunos incentivos fiscales.

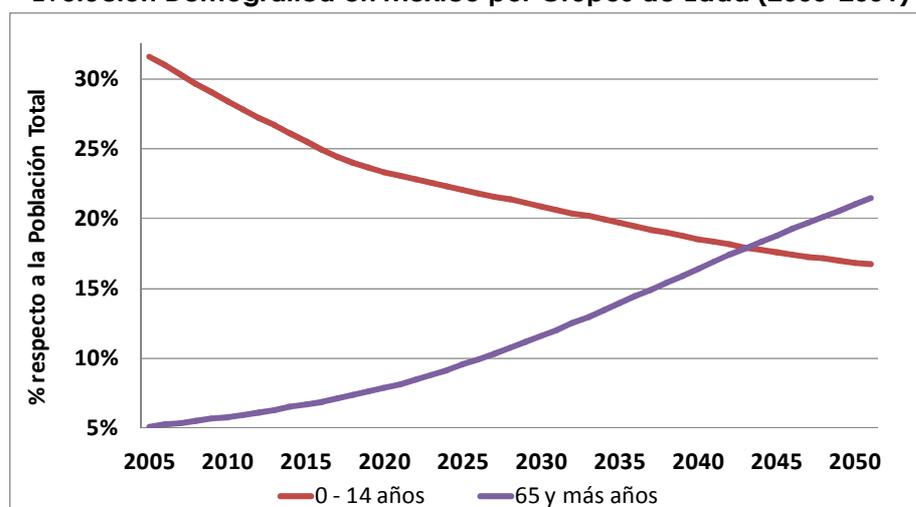
Dentro de las modificaciones al SAR, destacan las reformas a la Ley del ISSSTE, la cual entró en vigor en abril de 2007 y por la cual se decreta la creación de la Administradora del Fondo Nacional de Pensiones de los Trabajadores al Servicio del Estado (PENSIONISSSTE), desempeñándose como organismo público desconcentrado, cuya función es la de administrar las cuentas individuales de todos los trabajadores al servicio de Estado y que tomen la decisión de incorporarse a este nuevo esquema, así como invertir los recursos depositados en ellas por un período de tres años. Al término de este plazo, los trabajadores tienen derecho a elegir que sus recursos sean administrados por PENSIONISSSTE o cualquier otra Afore de su elección.

Entre los principales beneficios que ha aportado el SAR se encuentran los siguientes:

- a) Los sistemas de contribuciones definidas tienen viabilidad en el largo plazo y su costo fiscal es menor al de los sistemas de beneficios definidos, al constituir cada trabajador su propio fondo de ahorro para el retiro. Los esquemas de beneficios definidos se vuelven inviables cuando cambia la estructura demográfica de la población, debido a que en ellos las contribuciones de los trabajadores activos pagan las pensiones de los trabajadores jubilados. En la medida en que el número de personas jubiladas aumenta a una velocidad mayor que el número de personas en edad de trabajar, los recursos aportados por estos últimos resultan insuficientes para hacer frente a las obligaciones que deben cubrirse¹³.

¹³ Este fenómeno se presenta cuando disminuye la tasa de natalidad y aumenta la esperanza de vida. Como ejemplo, puede notarse dicho efecto en el gráfico, el cual incorpora estimaciones de la población realizadas por la CONAPO.

Evolución Demográfica en México por Grupos de Edad (2005-2051)



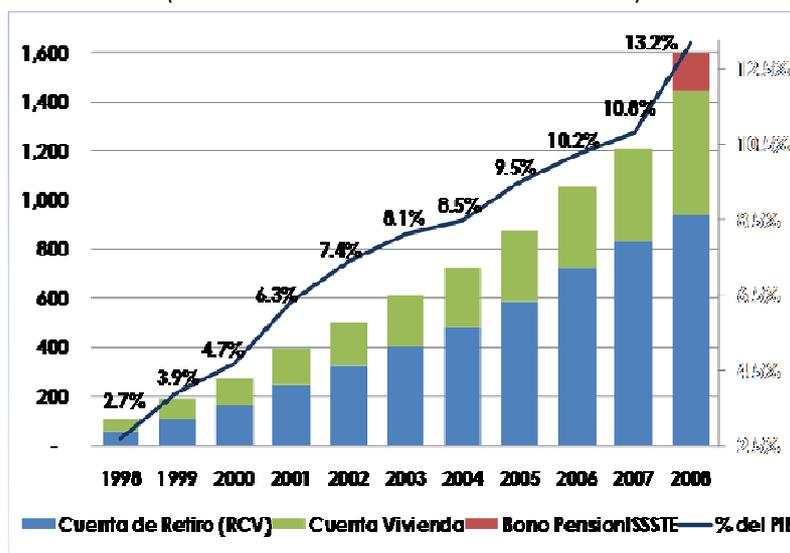
Fuente: Elaboración propia con información de CONAPO: *Proyecciones de la población de México, de las entidades federativas, de los municipios y de las localidades 2005-2050*, Consejo Nacional de Población, México, 2005.

- b) En el sistema de contribuciones definidas los recursos que se acumulen para la jubilación de los trabajadores depende en gran medida de su trayectoria salarial, a diferencia de que si operara bajo un esquema de beneficio definido. Esto genera una mayor equidad ya que anteriormente los trabajadores que no alcanzaban las semanas mínimas de cotización perdían todos sus derechos (sobre todo trabajadores de menores ingresos y mujeres).
- c) Los trabajadores siempre recibirán el beneficio de su ahorro, ya sea vía pensión o la entrega de sus recursos totales, dado que dichos recursos son de su propiedad.
- d) Es bastante notorio ya el impacto que ha generado el SAR directamente en el ahorro financiero en México. Dicho ahorro se ha incrementado de 41.7 por ciento del PIB en 2000, a 55.2 por ciento en diciembre de 2008. Asimismo, el ahorro del SAR pasó de representar 0.5 por ciento del PIB en 1992, a 13.2 por ciento en 2008¹⁴.
- e) El SAR ha permitido el desarrollo de inversionistas de largo plazo (las Siefores), elemento esencial para el crecimiento del mercado de capitales.

¹⁴ Las cifras del SAR comprenden la cartera de valores de las Siefores (excluyendo activos externos y de renta variable), los fondos de vivienda de los trabajadores, los fondos del sistema de pensiones del ISSSTE y la cuenta concentradora.

Recursos del SAR como proporción del PIB

(Cifras en Miles de Millones de Pesos)



Fuente: Elaboración propia con información del INEGI y CONSAR.

A partir de la reforma a la ley del ISSSTE, a cada trabajador afiliado se le abrirá una cuenta individual en el Fondo Nacional de los Trabajadores al Servicio del Estado (PENSIONISSSTE). Este último, recibirá en administración los recursos acumulados en las cuentas individuales del SAR-ISSSTE 92 y los depositará en el Banco de México para su resguardo y custodia.

Como parte primordial de este sistema, durante los últimos años, la Consar ha adoptado una serie de medidas orientadas a:

- i) *Favorecer la competencia.* Para estimular la competencia en este sector, se redujeron las barreras de entrada y se promovió una mayor movilidad de afiliados entre las Afores. Así, se revisaron las cuotas de la Empresa Operadora de la Base de Datos Nacional SAR (Procesar)¹⁵ y se llevaron a cabo modificaciones en la normatividad de asignación para las cuentas de los trabajadores que no eligen Afore¹⁶. Estos cambios han propiciado la entrada de ocho nuevas Afores en el periodo 2005-2008 y han aumentado el número de traspasos de cuentas entre Afores¹⁷. Lo anterior ha dado lugar a que disminuyan los índices de concentración en la industria¹⁸.

¹⁵ Entre otras medidas, en 2004 se redujo el cobro de derechos de Procesar y se sustituyó la cuota fija por cuotas proporcionales al saldo que manejan.

¹⁶ En 2005 se modificó la Ley del SAR para permitir que los trabajadores se cambien de Afore cuando lo deseen, siempre y cuando la Afore receptora sea más barata. En otro caso, el trabajador sólo puede cambiarse de Afore una vez al año. La reforma a la Ley del SAR, aprobada en 2007, modifica esta regla, como se explica más adelante.

¹⁷ En 2003 se realizaron 431 mil traspasos de cuentas entre Afores, en tanto que en 2006 fue de 3 millones 849 mil traspasos. El elevado número de traspasos durante el 2006, motivó cambios a las reglas de verificación de los traspasos, así como adecuaciones en la mecánica de los mismos.

¹⁸ Mientras en 2000 las cuatro Afores más grandes controlaban 54 por ciento de las cuentas, en 2006 esa fracción se ha reducido a casi 45 por ciento.

-
- ii)** *Aumentar el rendimiento de los activos de las Siefores.* Se flexibilizó el régimen de inversión para permitir la compra de valores a los emitidos por el Gobierno Federal y aumentar la diversificación de sus inversiones. Para ello, se autorizó la inversión en instrumentos de renta variable, en valores internacionales, instrumentos derivados, instrumentos estructurados, entre otros.

Además, se abrieron opciones de inversión para los trabajadores creando, en una primer etapa, dos fondos de inversión: el Fondo 1 (Siefore Básica 1), para trabajadores cercanos a la edad de retiro, con inversión exclusivamente en renta fija, y el Fondo 2 (Siefore Básica 2), para trabajadores menores a 56 años de edad, con la posibilidad de invertir parte de los recursos en renta variable. Posteriormente, se autorizaron cinco fondos, teniendo cada uno de ellos su propio régimen de inversión y correspondiendo a cada uno de ellos los distintos rangos de edad de los trabajadores. Estos cambios en el sistema han permitido alcanzar una mayor diversificación de la cartera de las Siefores se encuentre más diversificada e invertida en instrumentos que puedan ofrecer un mayor rendimiento.

- iii)** *Ampliar la cobertura del sistema.* Con este fin, se han introducido modificaciones normativas que permiten abrir el sistema al resto de la población, es decir, las Afores podrán abrir una cuenta individual a: *Trabajadores independientes* que, de forma voluntaria, deseen hacer aportaciones para su retiro; *Trabajadores afiliados al ISSSTE* que, en un principio sus recursos serán administrados en cuentas individuales por PENSIONISSSTE y después de tres años por la Afore que elija el trabajador; *Trabajadores de entidades públicas estatales y municipales* que deseen hacer contribuciones complementarias en la Afore que administra el plan de pensiones de su patrón.

4. Evolución reciente del SAR

La evolución del SAR se ha caracterizado por su dinámico crecimiento. En términos del número de cuentas administradas por el sistema se observa un crecimiento continuo, ya que 1997 se operaban 11 millones 188 mil cuentas y en octubre de 2009 alcanzaron el máximo histórico de 39 millones 369 mil 280 cuentas.

Cuentas Administradas por las Afores

(Cifras al cierre de Octubre de 2009)

Afore	Cuentas de Trabajadores Registrados ¹	Cuentas de Trabajadores Asignados ²	Cuentas Totales
Banamex	6,030,377	231,751	6,262,128
ING	3,926,539	1,098,467	5,025,006
Bancomer	3,705,161	802,306	4,507,467
Banorte Generali	2,655,747	1,236,127	3,891,874
Inbursa	1,256,934	2,104,012	3,360,946
Profuturo GNP	2,643,316	440,722	3,084,038
XXI	1,567,561	1,335,978	2,903,539
Principal	1,492,061	1,363,158	2,855,219
HSBC	1,123,315	512,180	1,635,495
Coppel	1,268,290	170,280	1,438,570
Invercap	868,086	492,156	1,360,242
Metlife	278,731	947,504	1,226,235
Azteca	210,306	779,463	989,769
Afirme Bajío	42,606	661,895	704,501
Scotia	73,454	15,031	88,485
Argos	22,310	13,456	35,766
TOTAL	27,164,794	12,204,486	39,369,280

Notas:

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.

La importancia de cómo ha evolucionado la participación del SAR en la economía nacional, se estima que llegue a representar hasta el 50% del PIB, esto conforme a estimaciones elaboradas por la CONSAR, considerado como supuestos, un crecimiento real anual del PIB de 3.5%, una tasa de rendimiento real anual de las Siefores de 4.25% y los supuestos demográficos conforme a proyecciones del Consejo Nacional de Población (CONAPO), como puede notarse a continuación:

Fuente: Consar

La evolución favorable en el número de cuentas individuales abiertas en el SAR, se ratifica con el volumen de recursos que han captado las entidades que administran los fondos de los trabajadores. Los recursos del SAR, integrados por activos netos, cuentas de vivienda de las Siefores y el bono de PENSIONISSSTE, mostraron un crecimiento muy rápido al pasar del 2.7 por ciento del PIB en 1998 a cerca de 13.2 por ciento del PIB en 2008. Los recursos del SAR representan ya el 18 por ciento de los activos del sistema financiero

mexicano, de manera que las Siefores son ya el inversionista institucional más importante del país.

Recursos Registrados en las Afores

(Cifras en millones de pesos)

AÑO	Recursos Administrados por las Afores				Bono de Pensión ISSSTE ⁴	Vivienda ⁵	Total de Recursos Registrados en las Afores
	Recursos de los Trabajadores		Capital de las Afores ³	Total de Recursos Administrados por las Afores			
	RCV ¹	Ahorro Voluntario y Previsión Social ²					
1998	54,470.52	46.67	2,176.19	56,693.38	51,418.96	108,112.35	
1999	104,194.80	331.28	3,939.82	108,465.90	81,039.66	189,505.56	
2000	158,806.16	845.99	3,966.91	163,619.06	110,294.00	273,913.07	
2001	242,242.23	1,513.84	4,067.93	247,824.00	148,148.16	395,972.16	
2002	315,322.42	1,900.54	5,311.56	322,534.53	178,808.21	501,342.74	
2003	392,881.80	2,221.25	6,949.46	402,052.52	210,071.63	612,124.15	
2004	469,145.84	2,031.00	7,372.37	478,549.21	246,336.95	724,886.16	
2005	577,038.31	1,981.45	8,486.66	587,506.42	284,629.26	872,135.67	
2006	712,256.53	2,336.76	9,672.37	724,265.66	326,585.05	1,050,850.71	
2007	819,524.21	2,651.12	9,262.23	831,437.55	375,374.80	1,206,812.35	
2008	925,317.27	2,878.47	9,246.48	937,442.22	156,845.31	1,595,855.17	
2009	1,084,706.24	10,798.77	10,748.46	1,106,253.47	161,269.06	1,819,039.46	

Montos calculados con los precios de las acciones de las Siefores registrados en la Bolsa Mexicana de Valores al cierre del año correspondiente.

Para el año 2009 se consideran al 30 de Octubre.

- 1/ Retiro, Cesantía en Edad Avanzada y Vejez de trabajadores cotizantes al IMSS y al ISSSTE. Incluye los fondos de Retiro del SAR 92 de los trabajadores cotizantes al IMSS y los recursos del SAR ISSSTE.
- 2/ Incluye Aportaciones Voluntarias, Aportaciones Complementarias de Retiro, Ahorro a Largo Plazo, Ahorro Solidario de Trabajadores Cotizantes al ISSSTE y 8,104.3 millones de pesos administrados por las Afores de recursos de Previsión Social de entidades públicas y privadas.
- 3/ Recursos de las Afores que, conforme a las normas de capitalización, deben mantener invertidos en las Siefores.
- 4/ Recursos de Previsión Social de entidades públicas y privadas administrados por las Afores.
- 5/ Recursos de las Afores que, conforme a las normas de capitalización, deben mantener invertidos en las Siefores.
- 6/ Conforme a la Ley del ISSSTE, las Afores llevan el registro del valor actualizado del Bono de Pensión ISSSTE en las cuentas individuales de los trabajadores.
- 7/ Los recursos de Vivienda son registrados por las Afores y administrados por el INFONAVIT y por el FOVISSSTE.

Fuente: CONSAR.

La cantidad de recursos que son administrados por las Afores ha aumentado de manera constante desde su creación, recibiendo un impulso muy importante con la incorporación de los ahorros de los trabajadores del ISSSTE, alcanzado un volumen importante de recursos al cierre de octubre de 2009, de manera que sumando los administrados por las Afores, el Bono de Pensión del ISSSTE y la cuenta de vivienda, alcanzaron la cantidad de 1'819,039 millones de pesos.

5. Restricciones a la Inversión aplicable a las Siefores

En la Ley del SAR se establece que el principal objetivo del régimen de inversión de las Siefores es ofrecer el mayor rendimiento posible, así como proveer de seguridad a los recursos invertidos por los trabajadores. Asimismo, tiene el propósito de fomentar el ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo en concordancia con las necesidades del sistema de pensiones.

El régimen de inversión establece los lineamientos, las restricciones en el manejo de los activos financieros y los límites (máximos y/o mínimos) en los que las Siefores pueden invertir los recursos de los trabajadores, para no exponerlos a riesgos financieros no aceptables.

Por lo anterior, la Ley del SAR faculta a la CONSAR a determinar el régimen de inversión y le otorga otras facultades para regular las actividades inversión de las Siefores. Asimismo, la Ley del SAR establece que:

- Las sociedades de inversión deben operar con instrumentos aprobados por el régimen de inversión que emita la Consar.
- Las sociedades de inversión pueden operar instrumentos de deuda emitidos por personas distintas al Gobierno Federal, siempre que cuenten con calificaciones otorgadas por empresas calificadoras de prestigio.
- Los títulos accionarios que las sociedades de inversión deseen operar deben cumplir con requisitos de bursatilidad y las características que la Consar determine.
- Las sociedades de inversión tienen prohibido adquirir los valores que la Consar considere de alto riesgo.
- La Consar debe emitir reglas para recomponer la estructura de las carteras de las sociedades cuando estas incumplan con el régimen de inversión.
- La Consar debe establecer límites a las inversiones cuando éstas se concentren en un mismo ramo de la actividad económica o bien se constituyan riesgos comunes.
- La Consar debe determinar los requisitos que los trabajadores deben cumplir para invertir en determinadas sociedades de inversión.

Para cumplir las obligaciones que la ley le asigna con relación al régimen de inversión, la Consar determinó desde los inicios del SAR, condiciones claras y precisas en materia de inversiones. Al principio, estas condiciones consistieron en límites muy restrictivos a las inversiones que las Siefores podían realizar. Los límites fueron establecidos en función del tipo de valor, circunscribiendo las posibilidades de inversión a instrumentos de renta fija denominados en tasa

fija, variable o udizados y aunque estos podían estar denominados en dólares, euros o yenes, los emisores debían ser el gobierno o empresas mexicanas.

Estos límites fueron flexibilizados posteriormente ante la necesidad de garantizar a los trabajadores rendimientos. Para ello, se realizaron varias reformas al régimen de inversión a través de las cuales se diversificaron las posibilidades de inversión de las sociedades de inversión especializadas. Entre los cambios se cuentan los siguientes: se permitió la inversión en instrumentos de renta fija emitidos por instituciones internacionales y en notas con capital protegido ligadas a índices de renta variable nacional e internacional; asimismo, se permitió la exposición a riesgos cambiarios a través de índices en dólares de Canadá, Hong Kong, Australia, Libra Esterlina y Franco Suizo.

Sin embargo, la modificación más importante al régimen fue el reconocimiento de la necesidad de establecer límites de inversión en función del riesgo. Estos límites dieron lugar a una diferenciación por edades y grados de aversión al riesgo. Para dar cumplimiento a esta nueva estrategia, la Consar determinó que a partir de enero de 2005, se constituyeran dos familias de Siefores: Siefore Básica 1 (SB1) y Siefore Básica 2 (SB2). Se determinó que la SB1 administrara las cuentas que tendrían que conservar un perfil de riesgo más conservador que aquellas cuentas en una SB2.

En línea con esta estrategia, se estableció que en una SB1 se concentrarían las cuentas de los trabajadores mayores de 56 años, trabajadores no asignados o bien de trabajadores con preferencia por inversiones exclusivamente en instrumentos de renta fija. Por lo cual, el régimen de inversión aplicable para este tipo de Siefore, fijó en ese entonces los siguientes límites:

- Inversión en instrumentos de renta fija emitidos por el Gobierno o empresas mexicanas o instituciones internacionales.
- El 51 por ciento debía estar invertido en instrumentos con protección inflacionaria.
- Hasta el 20 por ciento de la cartera podía ser invertido en instrumentos internacionales de renta fija.
- Hasta el 30 por ciento de la cartera podía invertirse en instrumentos denominados en otra moneda.

A su vez, la SB2 era destinada exclusivamente a los trabajadores menores de 56 años y ofrecía la posibilidad de invertir en instrumentos de renta variable, específicamente en títulos de deuda con principal protegido a vencimiento ligados a índices accionarios. Para este tipo de Siefore, se fijó en ese entonces los siguientes límites:

- Instrumentos de Renta Fija, emitidos por el Gobierno o empresas mexicanas.

- Hasta 15% en exposición a índices accionarios en notas de capital protegido.
- Hasta 20% en valores internacionales.
- Hasta 30% en valores denominados en otras monedas.

Dado que el nuevo régimen se orientaba a la administración de riesgos en ambos tipos de Siefores se establecieron niveles de riesgos que debían cumplirse, en este sentido toda sociedad de inversión estaba obligada a calcular y reportar el Valor en Riesgo (VaR) que no debía exceder el 0.6 por ciento de su cartera.

El 28 marzo de 2008 se amplió la gama de familias de Siefores a 5 tipos, permitiéndose así una mayor diversificación del portafolio de inversión, así como segregación por riesgo. La Siefore Básica 1 sería la de mayor aversión al riesgo y de manera secuencial, la Siefore Básica 5 la menos adversa al riesgo. Asimismo, esta misma clasificación determinaría los grupos poblacionales a los cuales van dirigidas las diferentes Siefores. Así los trabajadores menores de 27 años son asignados a la Siefore Básica 5, los trabajadores mayores de 26 y menores de 37 años a la Siefore Básica 4, los mayores a 36 y menores de 46 a la básica 3, los mayores de 45 y menores de 56 a la básica 2 y como en el régimen anterior, los mayores de 55 a las Siefore Básica 1.

Evolución del Régimen de Inversión							
1997-2003	2004-2007		2008-a la fecha				
 <p>Siefore 1</p> <p>Todos los trabajadores del SAR</p>	 <p>Siefore 1</p> <p>55 años y mayores</p>	 <p>Siefore 2</p> <p>54 años y menores</p>	 <p>Siefore 1</p> <p>56 años y mayores</p>	 <p>Siefore 2</p> <p>46 a 55 años</p>	 <p>Siefore 3</p> <p>37 a 45 años</p>	 <p>Siefore 4</p> <p>27 a 36 años</p>	 <p>Siefore 5</p> <p>26 años y menores</p>
<p>Régimen de inversión poco diversificado y sin distinción del horizonte de inversión del trabajador</p>	<p>Régimen de inversión con mayor diversificación</p>		<p>Régimen de inversión acorde al horizonte de inversión del trabajador</p>				

Fuente: tomado de Consar, "la sustentabilidad de las finanzas públicas en México", presentado ante el congreso de la unión, octubre 2009.

El régimen de inversión ha ido evolucionando para permitir una diversificación que maximice las oportunidades de obtener rendimientos competitivos para los trabajadores, a la vez que brinda seguridad a sus recursos.

Las nuevas reformas trajeron nuevos tipos de Siefores y, además, aumentaron de manera considerable las posibilidades de inversión. Destaca la autorización

para operar instrumentos derivados y emisiones de Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS), instrumentos destinados a la inversión en infraestructura. La siguiente tabla resume el régimen de inversión vigente que aplica en este sector.

Otros cambios recientes en la normatividad emitida por la CONSAR consistieron en lo siguiente:

- Eliminación de la comisión sobre flujo, por lo que solo se permite el cobro de comisiones sobre saldo, lo cual debería reflejarse en mejores rendimientos, a la vez esto facilita la comparación entre las Afores y se evita el calcular comisiones equivalentes para efectos comparativos.
- La CONSAR determinará mensualmente el índice de rendimiento neto de cada una de las Siefos Básicas, usando los rendimientos de gestión de los últimos 36 meses y deduciéndole la comisión sobre saldo vigente que le corresponda.

La flexibilización del régimen de inversión, ha sido encaminada hacia su objeto principal, el cual es proveer de las mejores pensiones a los trabajadores, con lo cual el SAR cumple funciones que contribuyen de forma importante al desarrollo del País. Es decir, tanto promoviendo el desarrollo de mercados financieros ofreciendo nuevas fuentes de financiamiento y contribuyendo al desarrollo económico al generar fuentes de empleo, demanda de tecnología así como de servicios profesionales. En cumplimiento estos objetivos, la normatividad y en particular el régimen de inversión han evolucionado a lo largo de estos 13 años hacia un marco de mayor apertura. A medida que EL Sistema de Ahorro para el Retiro ha evolucionado, el mercado de valores ha sufrido una mayor sofisticación, ofreciendo una más amplia gama de oportunidad para lograr una mayor diversificación, y como consecuencia otorgar mayores rendimientos.

Evolución del Régimen de Inversión



Conforme al marco normativo respecto al régimen de inversión, en la Circular de las serie 15, específica que los límites a la inversión de las Siefores según tipo (SB1, SB2, SB3, SB4 y SB5), como se muestra en el cuadro siguiente:

Límites del Régimen de Inversión Aplicable a cada Tipo de Siefore

		Límites por Tipo de Siefores Básicas ⁽¹⁾				
		SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
Riesgo de Mercado	Valor en Riesgo (VaR histórico (95%, 1 día)	0.6%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%
	Renta Variable (a través de índices accionarios)	0%	15%	20%	25%	30%
	Instrumentos en divisas (dólares, euros, yenes, otras para índ. acc.)	30%	30%	30%	30%	30%
	Derivados	si	si	si	si	si
Riesgo de Crédito	Instrumentos mxAAA ⁽²⁾ y Gubernamental	100%	100%	100%	100%	100%
	Instrumentos mxAA-	50%	50%	50%	50%	50%
	Instrumentos mxA-	20%	20%	20%	20%	20%
Riesgo de Concentración	Instrumentos mxAAA un solo emisor ⁽³⁾ o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%
	Instrumentos mxAA un solo emisor o contraparte	3%	3%	3%	3%	3%
	Instrumentos mxA un solo emisor o contraparte	1%	1%	1%	1%	1%
	Instrumentos en divisas BBB+ un solo emisor o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%
	Instrumentos en divisas BBB- un solo emisor o contraparte	3%	3%	3%	3%	3%
	Instrumentos extranjeros A- un solo emisor	5%	5%	5%	5%	5%
	Sobre una sola emisión ⁽⁴⁾	20% por el conjunto de Siefores que opere una misma Afore				

		Límites por Tipo de Siefores Básicas ⁽¹⁾				
		SB 1	SB 2	SB 3	SB 4	SB 5
Otros Límites	Valores extranjeros (en caso de ser deuda, mínimo A-)	20%	20%	20%	20%	20%
	Instrumentos bursatilizados ⁽⁵⁾	10%	15%	20%	30%	40%
	Instrumentos Estructurados y Obligaciones Subordinadas	0%	5%	10%	10%	10%
	FIBRAS (Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces)	0%	5%	5%	10%	10%
	Protección inflacionaria ⁽⁶⁾	(51% min)	no	no	no	no
Conflictos de Interés	Instrumentos de entidades relacionadas entre si	15%	15%	15%	15%	15%
	Instrumentos de entidades con nexo patrimonial con la Afore ⁽⁷⁾	5%	5%	5%	5%	5%

Notas:

(1) = Todos los límites son porcentajes máximos, (excepto el límite de "Protección Inflacionaria" que es porcentaje mínimo), respecto a los activos netos de las Siefores, salvo el límite de tenencia de una emisión.

(2) = La escala de calificaciones es local para instrumentos nacionales, y global para el resto. Dicho instrumento debe contar con al menos dos calificaciones.

(3) = Emisor o aval, en la proporción que corresponda. El consumo del límite de 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. En el caso de instrumentos estructurados, el límite es 35%.

(5) = Al cumplir los instrumentos bursatilizados con el Anexo K de la Circular 15 puede considerarse como un emisor independiente al originador.

(6) = Límite mínimo en papel que asegure un rendimiento igual o superior a la inflación nacional.

(7) = Límite contenido en la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (Art. 48, fracc. X). En caso de que la entidad con nexo patrimonial sea financiera el límite es 0% (Circular 15 emitida por Consar).

Fuente: Circulares CONSAR 15-19, 15-20, 15-21, 15-22, 15-23, publicadas en el Diario Oficial de la Federación.

El régimen se flexibiliza medianamente para el caso de las Siefores Básicas 3 (SB3), aunque su perfil es de riesgo moderado. En particular, en Renta Variable y bursatilizaciones se permite que la inversión sea acotada al 20 por ciento de

su cartera total, y limita hasta un 10 por ciento en instrumentos. Asimismo, en Fibras la inversión es hasta el 5 por ciento.

Las Siefores Básicas 4 (SB4) y Siefores Básicas 5 (SB5) tienen mayor flexibilidad en el régimen de inversión. Principalmente en Renta Variable, al ampliarse, respectivamente, hasta el 25 y 30 por ciento, mientras que los instrumentos bursatilizados se limitan hasta un 30 y 40 por ciento, así como para las Fibras e instrumentos estructurados es permitido hasta el 10 por ciento del portafolio.

El límite de inversión de hasta el 30 por ciento en instrumentos de divisas y el 20 por ciento en valores extranjeros (con calificación crediticia mínima de A-), es aplicable a toda la familia de Siefores. En lo que respecta a instrumentos de deuda y gubernamental, pueden invertir el total de su cartera, siendo con máxima calificación crediticia, así como, respectivamente, el 50 y 20 por ciento en títulos con calificaciones AA y A. En todos los casos, la emisión debe contar con al menos dos calificaciones diferentes.

Es importante destacar, que todas las Siefores tienen permitido la contratación de instrumentos derivados para la protección de los recursos de los trabajadores. No pueden tener más de 5 por ciento en una misma emisión o en títulos emitidos por un mismo emisor de máxima calificación crediticia.

Finalmente, como parte de la intención de generar una mayor competencia en el cobro de comisiones, se determinó que la CONSAR regulará el monto de las comisiones, lo que implica que las Afores deberán presentar ante CONSAR las comisiones que se tengan proyectadas a cobrar durante cada año, para su visto bueno y respectiva autorización.

6. Portafolio de Inversión de las Siefores: Evolución y Situación Actual

Como objetivos que persigue el SAR se encuentran primordialmente: a) lograr la viabilidad financiera del sistema; b) reducir la inequidad del régimen anterior; c) ampliar la cobertura y monto de las pensiones; d) ser el motor principal que fomente el ahorro interno y la principal fuente de financiamiento de la inversión productiva y el desarrollo de la infraestructura. Las inversiones de los recursos de los trabajadores han adquirido una importancia creciente en la formación de ahorro. Como se muestra en cuadro siguiente, la tenencia de valores gubernamentales por las Siefores ha pasado de representar el 15.5 por ciento del total en circulación en 1999 a 22.1 por ciento en 2009.

Porcentaje de Participación de las Siefores en la Tenencia de Valores Gubernamentales

SECTOR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Entre el público neto	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Sector Bancario	6.4	8.9	8.7	8.7	10.6	17.6	12.7	9.7	8.2	7.3	6.3
Sector no Bancario	93.6	91.1	91.3	91.3	89.4	82.4	84.0	83.0	84.9	88.4	84.3
Residentes en el Extranjero	1.9	1.3	2.0	1.8	2.3	7.1	8.5	7.6	10.8	11.7	10.6
Residentes en el país	91.7	89.8	89.2	89.5	87.1	75.3	75.5	75.4	74.1	76.7	73.7
Siefores	15.5	18.6	25.0	29.5	29.2	28.0	29.0	22.9	23.4	22.1	22.1
Sociedades de Inversión	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.9	14.3	13.8	13.7	14.7
Reportos Banxico netos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	7.3	6.9	4.3	9.4

Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México

<http://www.banxico.org.mx/sistemafinanciero/estadisticas/MercadoDineroValores/valoresCirculacion.html>

La evolución de la tenencia de valores gubernamentales se explica, en cierta medida, por el efecto de los cambios regulatorios en los límites de inversión en valores, así como por la incorporación de nuevos instrumentos en el mercado financiero (Instrumentos Estructurados; Certificados Bursátiles, Créditos Hipotecarios, Instrumentos de Renta Variable, Instrumentos de Deuda Extranjera), lo cual ha permitido una mayor diversificación de la cartera de las Siefores.

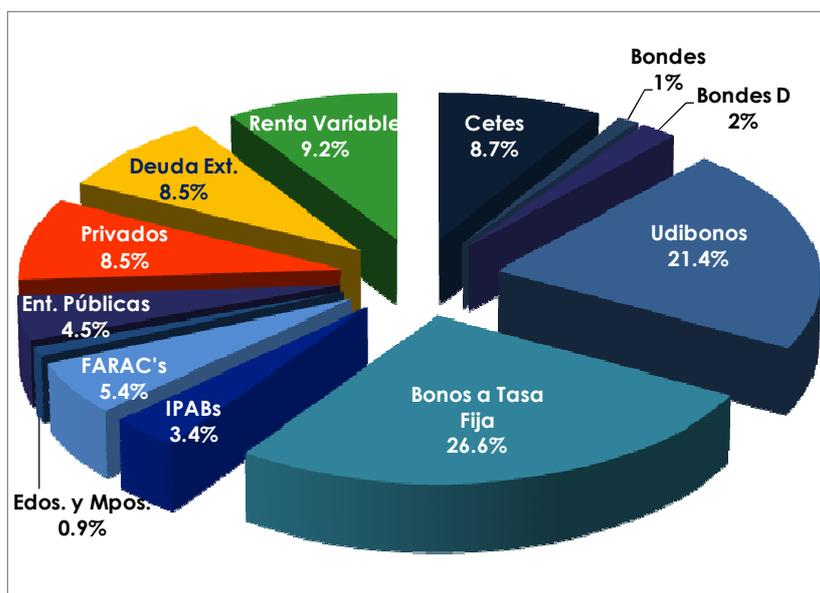
Se aprecia que en la estructura de inversiones de cada uno de los tipos de Siefores tienen una presencia preponderante los valores gubernamentales, ante la insuficiencia en la gama de opciones de inversión en el mercado de valores. No obstante, es importante destacar que hacia el interior de esta categoría, actualmente existe una mayor diversidad de instrumentos, principalmente los Bonos a 10, 20 y hasta 30 años, los cuales permitieron que la curva de tasas para el mercado de deuda evolucionara y permitiera contar con tasas de referencia para la colocación de deuda de instrumentos de deuda privada a mayores plazos.

Desde que iniciaron operaciones las Siefores 3, 4 y 5 (marzo de 2008), la diversificación generó un mayor flujo hacia el mercado accionario (al

aumentar la proporción para invertir en renta variable según la edad del trabajador). No obstante, los participantes siguen mostrando cierta aversión al riesgo reduciendo su participación en el mercado local y buscando mejores oportunidades en Bolsas Internacionales o aumentando su participación en renta fija. Esta disminución puede ser justificada por la extrema volatilidad actual de los mercados financieros, aunque esto es coyuntural ya que las inversiones del SAR persiguen objetivos de largo plazo. En la medida en que se logre la recuperación de la economía, es previsible el aumento de participación de los títulos locales.

Actualmente, a pesar de que la tenencia de valores gubernamentales ha disminuido dentro del portafolio de inversiones de las Siefores, se ha logrado una mayor diversificación. No obstante lo anterior, en las cinco tipos de Siefores la tenencia de instrumentos gubernamentales es alta y representa ya el 67.7 por ciento del total de su cartera. Cabe advertir que las Siefores Básica 4 (SB4) y Básica 5 (SB5), a pesar de que cuentan con una mayor flexibilidad para la inversión en instrumentos distintos a los valores gubernamentales, aún mantienen posiciones largas muy grandes en emisiones gubernamentales, ya que la SB4 tiene en posición 63 por ciento de su portafolio en deuda gubernamental y a la SB5 tiene un 60 por ciento. A su vez es destacable la participación con la que cuentan en Renta Variable, representando un 16.6 por ciento y 20.5 por ciento respectivamente, al cierre de octubre de 2009.

Cartera de las Siefores (2009)



Fuente: Elaboración propia con información de CONSAR y Banco de México.

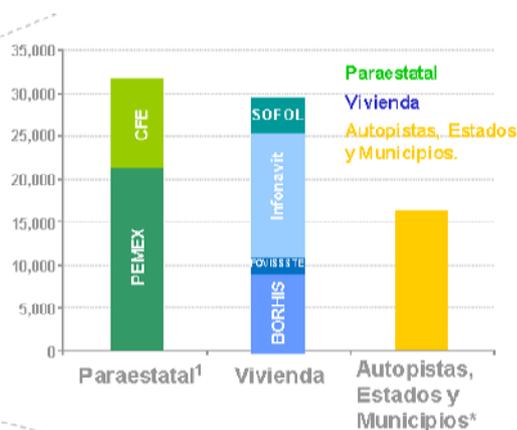
Asimismo, en mayo de 2009 las Siefores tenían en su cartera de inversión emisiones nacionales de deuda de largo plazo no gubernamental equivalentes a un poco más del 28 por ciento del total invertido.

7. Financiamiento de Proyectos de largo plazo (infraestructura) mediante el Sistema de Ahorro para el Retiro

Ante la necesidad de otorgar una pensión digna a los trabajadores, el SAR requiere contar con mayores opciones de inversión de los recursos y canalizarlos al financiamiento de proyectos productivos y de infraestructura. Las Siefores canalizan recursos a la inversión en diversos sectores productivos, mediante la adquisición de deuda privada de largo plazo.

Una parte importante de los recursos invertidos por la Siefores en los sectores productivos ha sido destinada al financiamiento de infraestructura desarrollada por los gobiernos estatales y municipales, así como por entidades públicas como Pemex y la CFE. Las Siefores han incorporado a sus portafolios aproximadamente el 21 por ciento del monto total en circulación de las emisiones para financiar infraestructura como puede observarse en el cuadro de abajo.

Instrumentos ligados a Infraestructura



Sectores	Tenencia de Siefores	Total en Circulación	Porcentaje de Tenencia
SOFOL HIPOTECARIA	2,585	25,254	10.24%
INFONAVIT	16,497	38,852	42.46%
FOVISSSTE	1,551	3,494	44.38%
BORHIS	9,113	48,355	18.85%
CFE	11,926	33,812	35.27%
PEMEX	20,930	145,689	14.37%
Autopistas, Estados y Municipios*	16,030	78,485	20.42%
TOTAL	78,631	373,756	21.04%

Cifras al cierre de agosto de 2009. Fuente: CONSAR e IXE.

* Incluye las inversiones clasificadas como Infraestructura y Estados.

1. Incluye 4,513 millones de pesos correspondientes a colocaciones de PEMEX en mercados internacionales (Europesos).

Fuente: CONSAR. Con información al cierre de agosto de 2009.

El SAR ha invertido más de 8 mil millones de pesos en carreteras, lo que significa la construcción y mantenimiento de cerca de 800 kilómetros de infraestructura carretera en estados como Baja California, Colima, Estado de México, Nayarit, Nuevo León, San Luis Potosí, Tabasco, Veracruz y Quintana Roo. Al final de esta sección se muestra como se encuentra distribuida la cartera las Siefores, de

acuerdo a información presentada por la CONSAR ante el Congreso de la Unión en Octubre de 2009, con información al cierre de agosto de 2009 en el rubro de infraestructura.

El 18 de noviembre de 2009, el Director del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras) presentó los principales proyectos del Programa Nacional de Infraestructura, destacando que su objetivo es el desarrollo de proyectos que sean sólidos financieramente para incentivar la participación del sector privado. El Programa incluye un total de 480 proyectos de infraestructura con un valor de 226 mil millones de dólares hasta 2012, como parte una iniciativa de participación público-privada (PPP).

El mayor número de proyectos de infraestructura, 150, corresponden al sector carretero, 88 al de electricidad, 56 a puertos, 49 a tratamiento de aguas residuales, 37 a ferrocarriles, 33 a refinación, gas y petroquímica, 31 a aeropuertos y 24 a agricultura, entre otros. En términos de valor, el sector de hidrocarburos implica una inversión de 100 mil millones de dólares, 35 mil millones de dólares el de electricidad, 26 mil millones de dólares en telecomunicaciones y 13.3 mil millones de dólares en agua y drenaje.

En línea con la apertura de inversión en el régimen de inversión de las Siefores, en octubre de 2009, el Presidente de la República anunció una serie de medidas que permitirán potenciar la construcción de proyectos de infraestructura, dentro de las cuales se encuentran las siguientes:

- Turnar al Poder Legislativo una Iniciativa de Ley de Asociaciones Público-Privadas, la cual permitirá incrementar la inversión privada en infraestructura, al brindar mayor certeza jurídica a los inversionistas.
- Proponer al Congreso de la Unión la modificación de por lo menos seis ordenamientos legales relacionados con la construcción de infraestructura, consistiendo en mejoras de fondo a la regulación para permitir acelerar los proyectos en curso y detonar nuevas inversiones.
- Se plantea la creación de fondos de capital especializados en infraestructura, por ejemplo se estima que el Fondo Nacional de Infraestructura invertirá en uno de estos fondos recursos por 15 mil millones de pesos, a fin de detonar inversiones por el triple, es decir, 45 o 50 mil millones de pesos.
- La apertura a la posibilidad de que los recursos del SAR, administrados por las Afores, puedan ser invertidos, en instrumentos estructurados, es decir, en acciones de empresas que lleven a cabo ofertas públicas iniciales.

En este contexto, el pasado 2 de octubre de 2009 se creó en la Bolsa Mexicana de Valores el mercado de capital de desarrollo, como un nuevo

segmento dentro de la sección de capitales, para lo cual se crean los nuevos instrumentos financieros denominados Certificados de Capital de Desarrollo, conocidos en el medio financiero como CKD's.

Estos son títulos son títulos fiduciarios a plazo determinado, emitidos por fideicomisos con rendimientos variables e inciertos, parcial o totalmente vinculados a activos subyacentes fideicomitidos, cuyo propósito es la realización de proyectos o bien la adquisición de títulos representativos de capital social de sociedades. Es decir, los CKD's son instrumentos que resultan de la bursatilización de flujos de ingresos futuros que provendrán de la operación de los proyectos de infraestructura, los cuales serán realizados con los fondos colectados con la venta de los CKD's.

El 2 de octubre de 2009, la empresa Red de Carreteras de Occidente colocó CKD's por un monto de 500 millones de dólares entre inversionistas institucionales mexicanos. Los fondos recaudados se utilizarán principalmente para reducir deuda. Como resultado, el fideicomiso emisor se convierte en accionista de RCO, con los nuevos inversionistas como beneficiarios. El precio de la colocación fue de P\$77 por cada CKD. Cada CKD está respaldado por 100 acciones Serie B de RCO, depositadas en el fideicomiso emisor. Los CKD's fueron estructurados con el fin de ser adquiridos exclusivamente por inversionistas institucionales en el mercado mexicano, particularmente Administradores de Fondos para el Retiro (Afores) y Aseguradoras.

Además, el 5 de noviembre de 2009, Wamex realizó la segunda colocación de CKD's en la BMV por un monto de 57 millones de dólares, los cuales serán destinados a financiar a pequeñas y medianas empresas de manufactura y servicios. Wamex es una administradora de fondos de capital privado que apoya con recursos de largo plazo a empresas mexicanas para realizar proyectos de consolidación y expansión.

8. Conclusiones

La evolución del SAR se ha caracterizado por su dinámico crecimiento. En términos del número de cuentas administradas por el sistema se observa un crecimiento continuo, ya que en 1997 se operaban 11 millones 188 mil cuentas y en octubre de 2009 alcanzaron el máximo histórico de 39 millones 369 mil 280 cuentas.

La evolución favorable en el número de cuentas individuales abiertas en el SAR se ratifica por la información relativa al volumen de ahorro de los trabajadores captado por las AFORES. Los recursos del SAR, integrados por activos netos de las Siefos, PENSIONISSSTE y el INFONAVIT mostraron un crecimiento muy rápido al pasar de 1.2 por ciento del PIB en 1998 a 13.2 por ciento del PIB en 2008. Los recursos del SAR representan ya el 18 por ciento de los activos del sistema financiero mexicano, de manera que las Siefos son ya el inversionista institucional más importante del país.

El conjunto de Siefos han evolucionado en concordancia con el aumento de los ahorros captados, al amparo de un régimen prudencial diseñado especialmente para la administración de los recursos para el retiro de los trabajadores. El marco normativo que rige las inversiones de los trabajadores ha sido revisado de manera continua, para permitir que la administración de los ahorros de los trabajadores obtenga rendimientos positivos de largo plazo que aumenten el poder adquisitivo de las pensiones, bajo criterios de seguridad en las inversiones. Esto ha implicado que las autoridades revisen también el régimen de inversiones, dando como resultado la ampliación de la gama de opciones para invertir los recursos.

Todo lo anterior, ha permitido que el SAR se convierta en una fuente importante de financiamiento de la inversión productiva y de los proyectos de infraestructura a cargo de los gobiernos subnacionales y de diversas entidades públicas. Un vehículo importante de captación de estos recursos ha sido a través de la incorporación de los certificados bursátiles, los cuales afectan en fideicomiso ingresos futuros para el pago de las obligaciones de estos instrumentos financieros. Otros instrumentos para el financiamiento de la infraestructura lo constituyen los FIBRAS y los BORHIS, los cuales han sido incorporados en el portafolio de las Siefos

Asimismo, para facilitar que las Siefos puedan canalizar recursos al desarrollo de la infraestructura, la BMV en octubre pasado abrió una nueva sección en el mercado de capitales para que se puedan listar y negociar un nuevo instrumento financiero denominado Certificado de Capital de Desarrollo (CKD), que buscan canalizar recursos a proyectos de infraestructura. Las primeras dos emisiones de este nuevo instrumento fueron adquiridas por Siefos en su totalidad. En virtud de que estos instrumentos no prometen

retorno del principal ni rendimientos ciertos, tampoco cuentan con una evaluación crediticia de una calificadora de valores, es muy probable que no continúen siendo adquiridos por las Siefiores.

Las proyecciones realizadas por la Consar de los recursos que administrarán las Siefiores en el futuro, indican que la capacidad del SAR para financiar la inversión productiva y la infraestructura en el país continuará aumentando. En el cuadro siguiente se observa que los recursos de las Siefiores serán equivalentes aproximadamente al 25 por ciento del PIB en el 2020 y se estima que ascenderán a cerca del 50 por ciento del PIB en 2050.



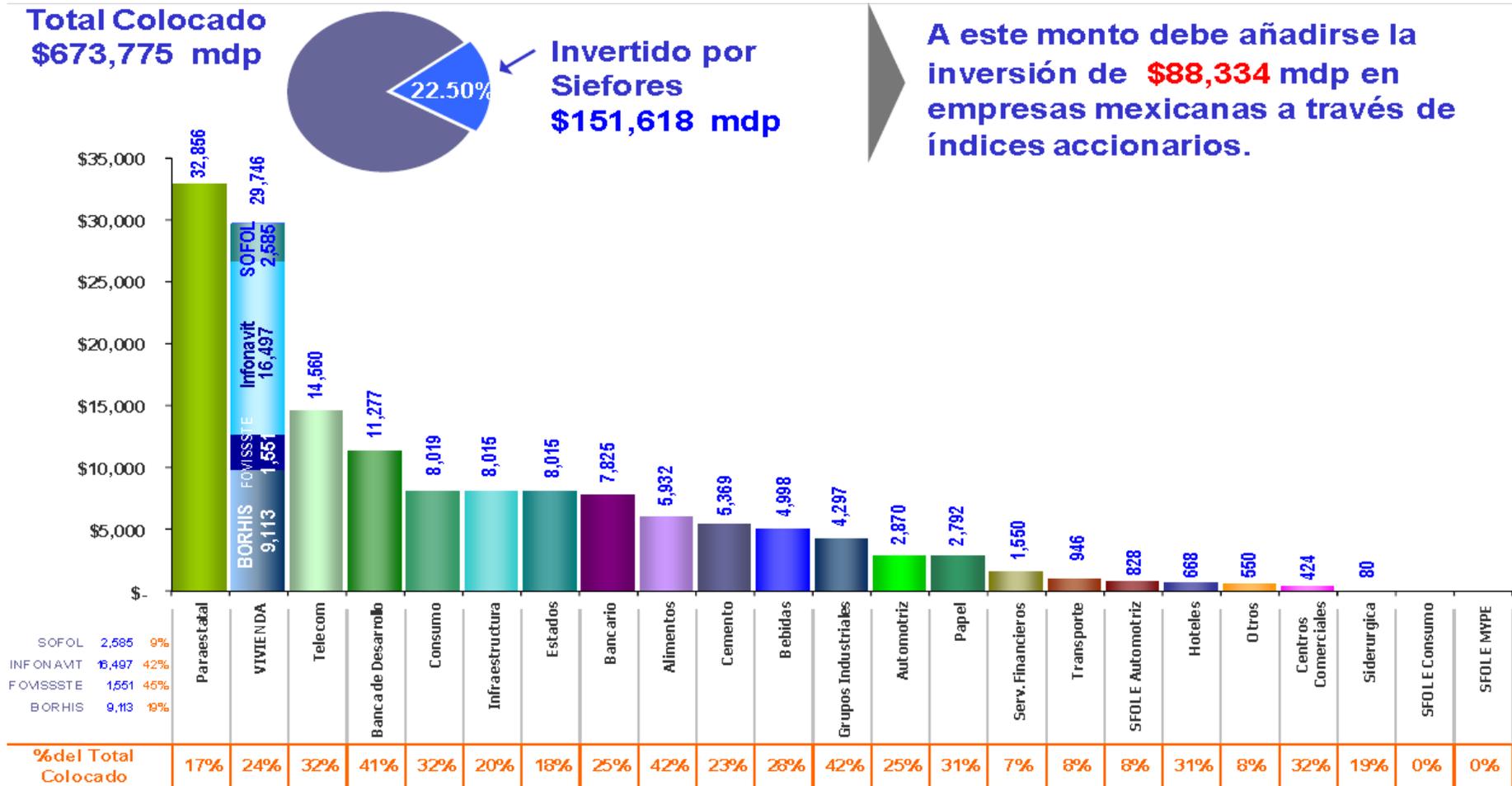
Fuente: CONSAR. *Evolución de los Fondos de Pensiones en México*. Seminario Regional sobre el Desarrollo de Instituciones Financieras No-Bancarias en América Latina. Chile 5 de Diciembre de 2002.

En 2008, el porcentaje de los ahorros de los trabajadores invertidos en instrumentos para financiar infraestructura (vivienda, paraestatal, estados y municipios, infraestructura) son equivalentes aproximadamente al 3.2 por ciento respecto los 1.8 billones de pesos del saldo total de los activos del SAR (0.42 por ciento del PIB). Si se mantuviera la misma proporción de recursos invertidos en estos sectores en el futuro, esto podría significar que en 2020 los recursos invertidos en los sectores mencionados podrían representar el 7.7 por ciento del PIB y en 2050 el 15.8 por ciento del PIB.

La captación esperada de recursos por parte de la Siefiores configura un cuadro favorable para la colocación de emisiones cuyo propósito sea el financiamiento de infraestructura. Esto debido a la confluencia de dos tendencias: a) la disminución relativa de los requerimientos de recursos financieros del sector público, lo que se traducirá en una menor oferta potencial de emisiones de deuda; b) la mayor cantidad de ahorros captados por el SAR se traducirá en el crecimiento sostenido de la demanda de instrumentos de inversión financiera.

Para que el SAR pueda cumplir el doble propósito de entregar pensiones con un mayor poder de capacidad de compra y continuar siendo la principal fuente de financiamiento de la inversión de la infraestructura, es importante que la Consar adopte el criterio de solicitar que los instrumentos de financiamiento de infraestructura cuenten con un seguro financiero que garantice el cumplimiento de las obligaciones prometidas por los instrumentos. Esta medida es especialmente válida para el caso de las emisiones de Certificados Bursátiles emitidos por los gobiernos subnacionales y las entidades públicas, en donde los flujos de ingresos futuros afectos a fideicomiso tienen un mayor nivel de incertidumbre.

Canalización de los Recursos del SAR al desarrollo de infraestructura y proyectos productivos.



FUENTE: CONSAR. Cifras al cierre de agosto de 2009.

* Incluye emisiones de papel Bancario y de Banca de Desarrollo en poder de las Siefores. Cifras al 28 de Agosto de 2009. Fuente: CONSAR e IXE.

1. Incluye 4,513 millones de pesos correspondientes a colocaciones de PEMEX en mercados internacionales (EUROPESOS).