

EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL EN EL SISTEMA CHILENO DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL: LECCIONES RESPECTO DE LOS DESAFÍOS REGULATORIOS.

Eugenio Rivera Urrutia

Fundación Chile XXI

**Ponencia presentada al Seminario internacional
seguridad social y protección integral para adultos mayores: desafíos y estrategias en
América Latina y el Caribe
y experiencias internacionales**

Lima, 30 de noviembre y 1 de diciembre 2009

CEPAL – OIT – BID – GTZ - ASDI

ÍNDICE

- La naturaleza dual de la reforma del sistema de pensiones en Chile en el año 2008: A manera de introducción
- La reforma del sistema de capitalización individual: la fascinación con la modernización financiera
- El colapso de los fondos de pensiones en el año 2008
- Lecciones regulatorias de la crisis internacional



LA NATURALEZA DUAL DE LA REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES EN CHILE EN EL AÑO 2008: A MANERA DE INTRODUCCIÓN

- Una reforma con dos ejes matrices
- La creación de un sistema previsional público
 - Reconocimiento de los problemas del sistema de capitalización individual
 - Un cambio revolucionario
 - Rompe con el modelo multipilar
 - Rompe con la equidad actuarial



LA NATURALEZA DUAL DE LA REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES EN CHILE EN EL AÑO 2008: A MANERA DE INTRODUCCIÓN

- El intento de consolidar el sistema de capitalización individual
 - Viabilidad dudosa
 - Nueva institucionalidad pública privada
 - En este contexto, el objetivo fundamental de este eje es elevar la tasa de reemplazo que en 2005 era de 45% promedio
 - Lo clave: Mejorar la gestión del riesgo financiero y aumentar el retorno de los aportes del trabajador



LA REFORMA DEL SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL: LA FASCINACIÓN CON LA MODERNIZACIÓN FINANCIERA

- La inexistencia de una crisis bancaria en Chile
- La innovación financiera: punto de referencia de las reformas de los fondos de pensiones
 - Diversificación de los fondos
 - La reforma del 2008
 - Liberalización de las normas respecto de la utilización de instrumentos de renta variable
 - Liberalización de los emisores y vehículos elegibles
 - Ampliación de los límites al uso de instrumentos extranjeros
 - Ampliación de la discrcionalidad del regulador y de las AFP



El colapso de los fondos de pensiones en el año 2008



Cuadro número 1

Rentabilidad y Volatilidad⁹ de los Retornos

EN PORCENTAJE ANUAL, ENERO 2008 - DICIEMBRE 2008

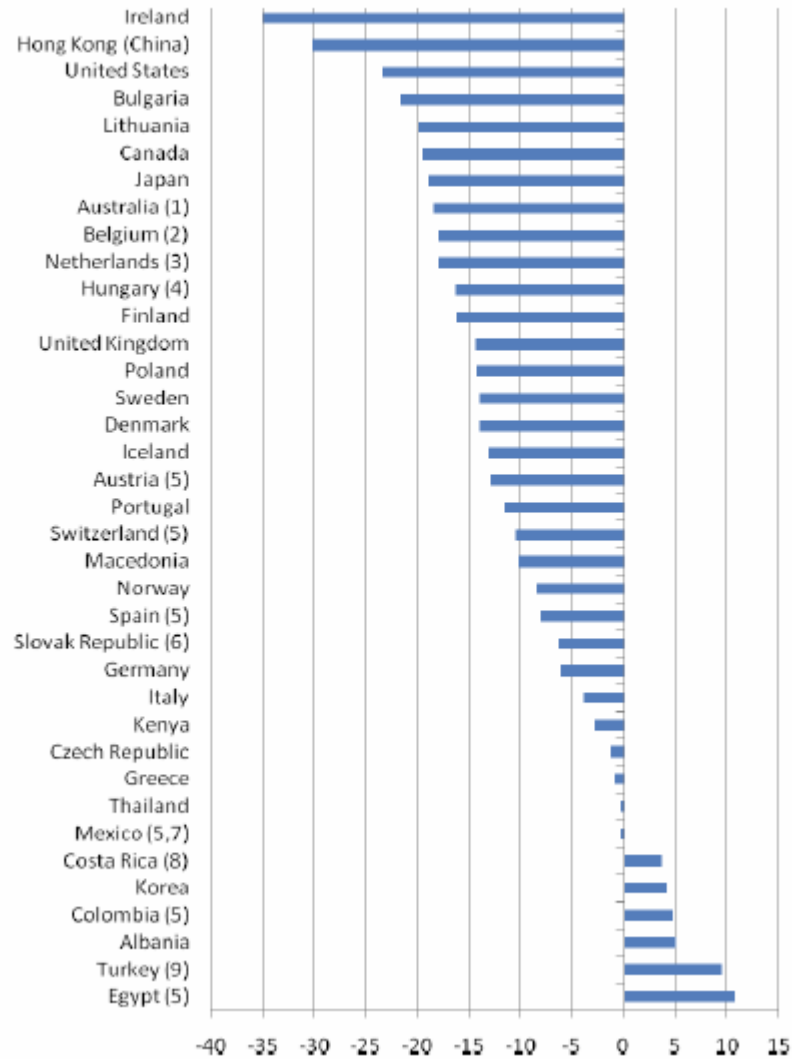
AFP	A Más riesgoso		B Riesgoso		C Intermedio		D Conservador		E Más conservador	
	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad
Capital	-38,82	20,45	-29,73	14,72	-19,32	9,09	-10,38	4,68	-0,15	2,17
Cuprum	-40,90	21,10	-31,03	14,92	-19,52	9,24	-10,73	4,63	-2,13	1,97
Habitat	-39,91	21,79	-29,29	15,34	-17,64	9,53	-8,83	5,18	-0,32	2,13
Planvital	-38,99	21,29	-28,83	14,54	-17,66	8,96	-8,88	4,51	-1,16	1,56
Provida	-41,32	21,46	-30,54	14,78	-19,49	9,19	-9,90	4,69	-1,30	1,94
Sistema	-40,26	21,13	-30,08	14,88	-18,94	9,20	-9,86	4,71	-0,93	1,91

Fuente: Superintendencia de Pensiones



Gráfico Num. 1.

Figure 4. Figure A1. Pension fund nominal returns in selected OECD and non-OECD countries, 2008

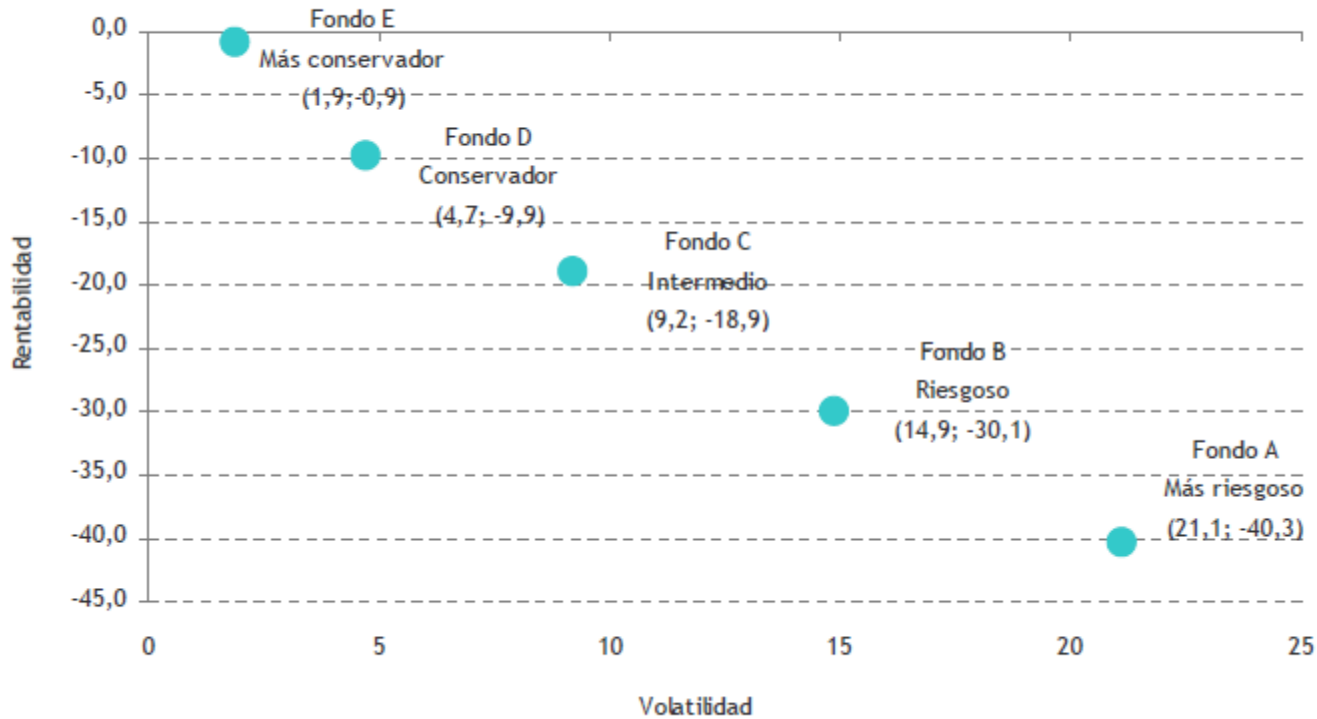


Fuente: OECD



Cuadro número 2

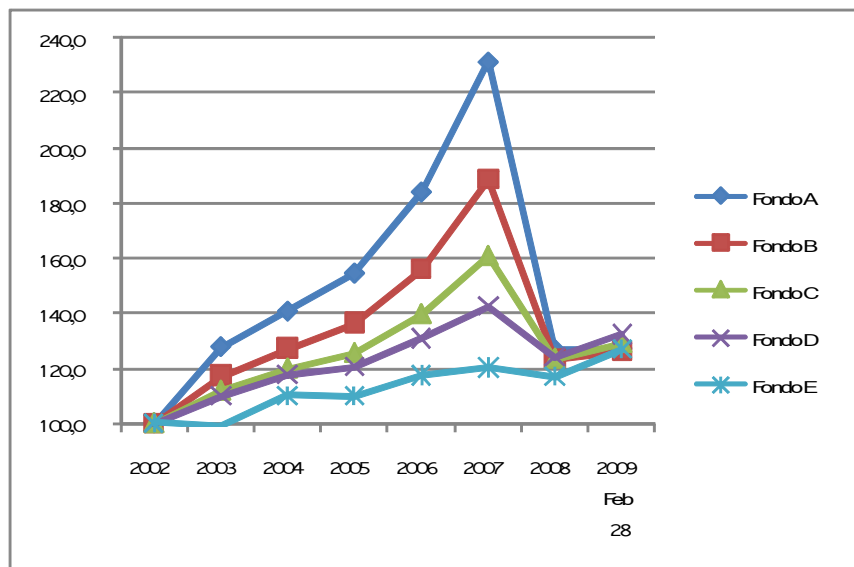
Rentabilidad y Volatilidad de los Retornos por Tipo de Fondo de Pensiones
EN PORCENTAJE ANUAL, ENERO 2008 - DICIEMBRE 2008



Fuente: Superintendencia de Pensiones



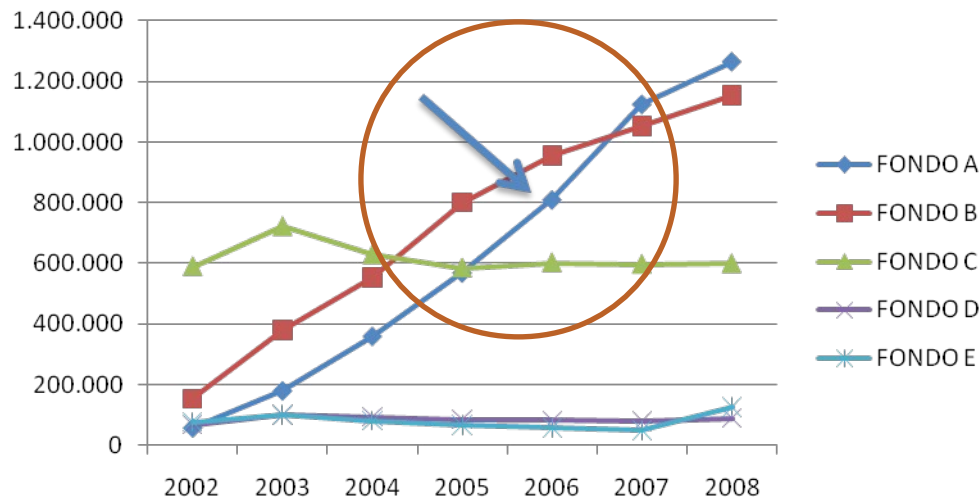
GRÁFICO NÚMERO 2: LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS ¿TIENE SENTIDO CORRER TANTOS RIESGOS?



Cuadro representa, situación afiliados que se cambiaron al Fondo A al inicio del sistema. Este grupo, se podría argumentar, disfrutó de rentabilidades que pese a lo pronunciado de la caída, no revierten todas sus ganancias. El argumento es justificado y de hecho es la forma predominante con que se ha defendido el sistema frente a la fuerte caída que experimentaron los fondos más riesgosos en los últimos 18 meses.



Gráfico número 3: El comportamiento de los afiliados



Las fuertes rentabilidades que mostró el fondo A y B en los años 2002 – 2006 fueron solo aprovechados por una parte de afiliados al sistema privado de pensiones. En efecto, como se observa en el cuadro número 3 y en el gráfico, entre los años 2007 y 2008, se trasladaron al Fondo A, 455.641 personas y al Fondo B, 198.439, 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.

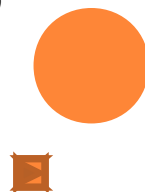
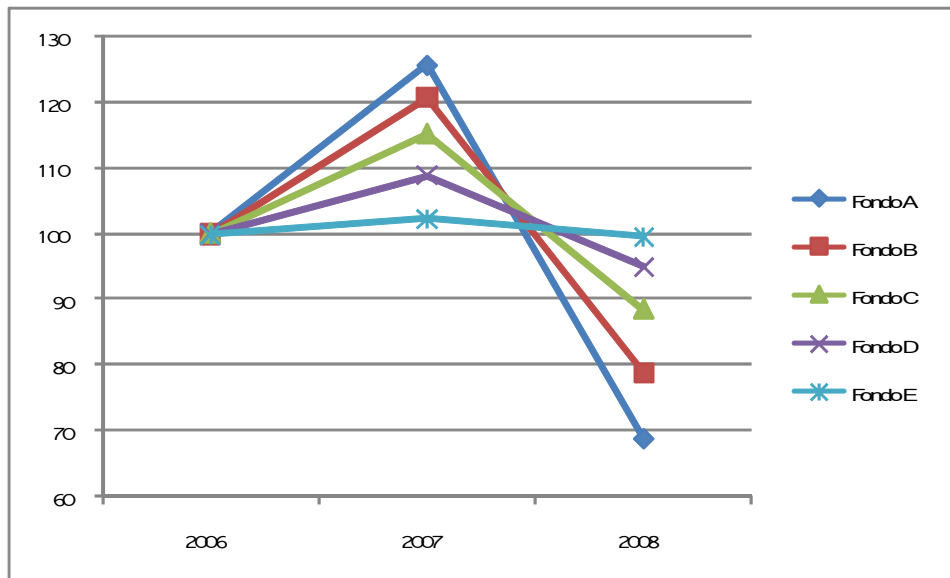


Gráfico número 4: Situación afiliados que se cambian al Fondo A y B a partir de octubre 2006 y los que permanecen en fondos más seguros

Cuadro número 4: índice evolución valor real cuota según Fondo (2006 - 2008)

	2006	2007	2008
Fondo A	100	125,7	68,7
Fondo B	100	120,8	78,8
Fondo C	100	115,1	88,5
Fondo D	100	108,9	95,0
Fondo E	100	102,3	99,7

Fuente: Cuadro número 1



Cuadro número 3

Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones

EN PORCENTAJE, DEFLACTADA POR U.F.

Fondo de Pensiones	Septiembre de 2009	Últimos 12 meses Oct2008-Sep2009	Promedio anual últimos 36 meses Oct2006-Sep2009	Promedio anual ³ Sep2002-Sep2009
Tipo A - Más riesgoso	5,09	11,14	0,64	8,79
Tipo B - Riesgoso	4,14	12,02	2,47	6,96
Tipo C - Intermedio	3,16	11,35	3,72	5,94
Tipo D - Conservador	2,46	10,24	4,21	5,15
Tipo E - Más conservador	1,68	8,49	4,33	3,73

Rentabilidad Real de los Fondos de Pensiones

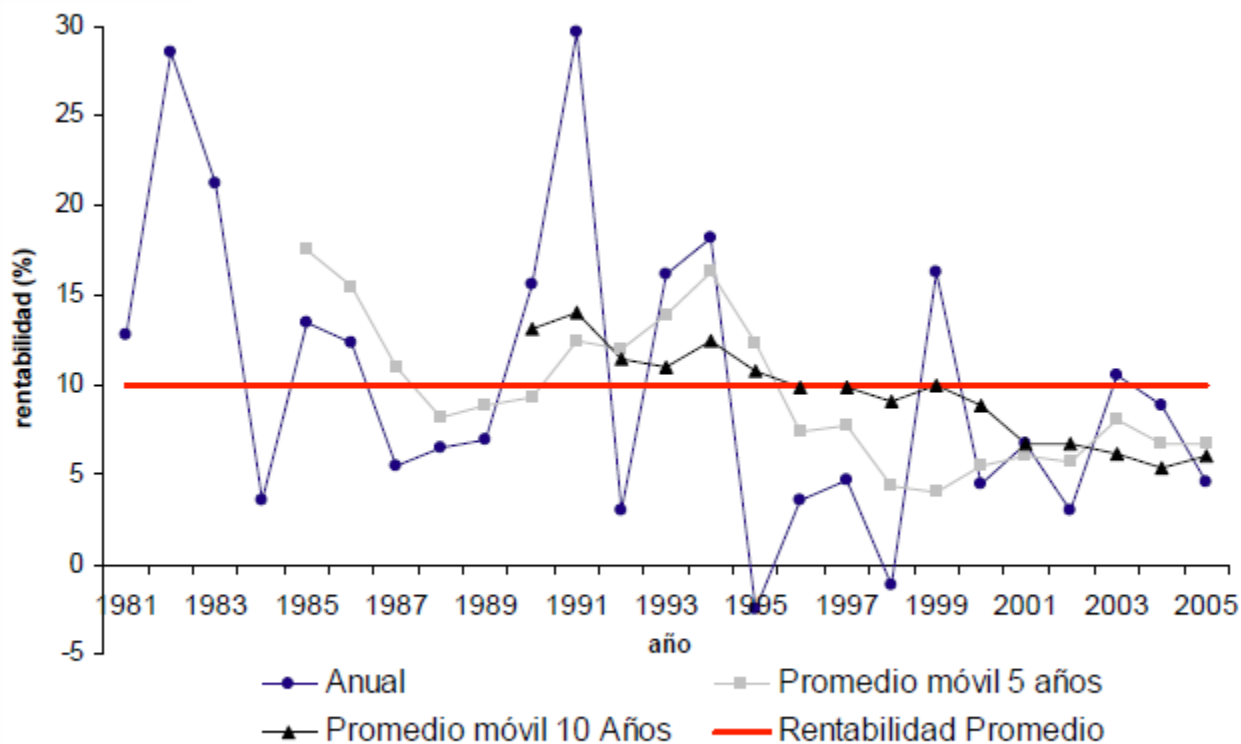
EN PORCENTAJE, DEFLACTADA POR U.F.

Fondo de Pensiones	Octubre de 2009	Últimos 12 meses Nov2008-Oct2009	Promedio anual últimos 36 meses Nov2006-Oct2009	Promedio anual ³ Sep2002-Oct2009
Tipo A - Más riesgoso	-0,43	40,56	-0,49	8,62
Tipo B - Riesgoso	-0,32	30,20	1,45	6,83
Tipo C - Intermedio	-0,46	20,47	2,80	5,80
Tipo D - Conservador	-0,32	14,47	3,48	5,04
Tipo E - Más conservador	-0,16	9,25	3,82	3,66

Fuente: Superintendencia de pensiones



Gráfico número 5: Rentabilidad de los Fondos de Pensiones



Fuente: Superintendencia de AFP.

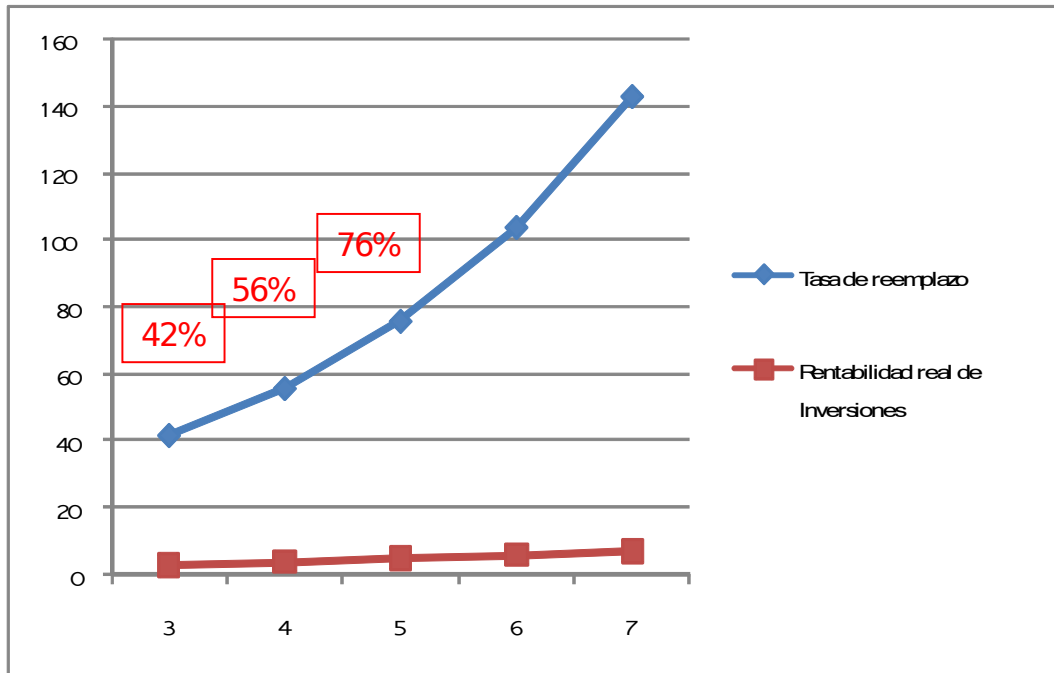


Cuadro 1: Rentabilidad Contable de los Fondos

Año	1 Activos de los Fondos de Pensiones (MM\$ de Dic 2005)	2 Ponderador	3 Rentabilidad Real Anual, deflactada por UF	4 Rentabilidad real anual ponderada por el tamaño del fondo [3*2]	5 Ingresos por Comisiones (MM\$ de Dic 2005)	6 Prima del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (MM\$ de Dic 2005)	7 Ing. Com - PSIS (MM\$ de Dic 2005) [5 - 6]	8 Ing. Neto Com./Activos Promedio [7/1] (+)	9 Ing. Neto ponderado por el tamaño del fondo [8*2]
1981	170.222								
1982	540.401	0,2%	28,51%	0,05%	97.197	46.438	50.759	14,29%	0,02%
1983	978.221	0,3%	21,25%	0,06%	118.312	63.194	55.118	7,26%	0,02%
1984	1.293.893	0,4%	3,56%	0,01%	129.694	66.490	63.205	5,56%	0,02%
1985	1.781.936	0,5%	13,42%	0,07%	130.026	67.147	62.879	4,09%	0,02%
1986	2.330.583	0,7%	12,29%	0,09%	143.348	75.076	68.272	3,32%	0,02%
1987	2.855.867	0,9%	5,41%	0,05%	153.434	79.425	74.008	2,85%	0,02%
1988	3.495.988	1,0%	6,49%	0,07%	172.232	79.135	93.097	2,93%	0,03%
1989	4.310.733	1,3%	6,92%	0,09%	191.688	84.600	107.088	2,74%	0,04%
1990	5.709.336	1,7%	15,62%	0,27%	190.328	76.444	113.883	2,27%	0,04%
1991	8.074.707	2,4%	29,68%	0,72%	185.213	55.289	129.924	1,89%	0,05%
1992	8.997.320	2,7%	3,04%	0,08%	223.300	61.882	161.417	1,89%	0,05%
1993	11.563.962	3,5%	16,21%	0,56%	246.737	62.993	183.744	1,79%	0,06%
1994	13.955.877	4,2%	18,18%	0,76%	268.796	63.706	205.089	1,61%	0,07%
1995	14.835.174	4,4%	-2,52%	-0,11%	289.850	57.589	232.261	1,61%	0,07%
1996	15.720.284	4,7%	3,54%	0,17%	301.861	58.533	243.328	1,59%	0,07%
1997	17.182.927	5,1%	4,72%	0,24%	334.596	65.908	268.689	1,63%	0,08%
1998	17.820.967	5,3%	-1,14%	-0,06%	316.053	74.206	241.847	1,38%	0,07%
1999	21.650.154	6,5%	16,26%	1,05%	311.411	88.505	222.905	1,13%	0,07%
2000	23.315.868	7,0%	4,44%	0,31%	307.261	99.204	208.057	0,93%	0,06%
2001	25.622.531	7,7%	6,74%	0,52%	312.430	99.127	213.303	0,87%	0,07%
2002	27.389.497	8,2%	2,98%	0,24%	318.089	103.103	214.986	0,81%	0,07%
2003	31.329.542	9,4%	10,55%	0,99%	332.128	131.752	200.377	0,68%	0,06%
2004	35.130.486	10,5%	8,86%	0,93%	347.064	139.885	207.179	0,62%	0,07%
2005	38.312.676	11,5%	4,58%	0,53%	346.853	154.432	192.421	0,52%	0,06%
				7,67%					1,23%
									6,44%



Efecto de la Rentabilidad de las Inversiones sobre Pensiones



La conclusión más preocupante: con las tasas de rentabilidad de los últimos 6 años y medios (es decir desde que empezaron a operar los fondos) las rentabilidades (entre 3 y 4%) apenas permiten una tasa de reemplazo en torno al 50% de quienes contribuyen regularmente al sistema

Fuente: presentación de Econsult en audiencia del Consejo, Vol. II



LECCIONES REGULATORIAS DE LA CRISIS INTERNACIONAL

- El riesgo sistémico
- Las reformas regulatorias de la postcrisis
- El trade – off entre maximización de las rentabilidades y la contribución de los fondos al desarrollo del mercado de capitales interno
- El uso de los de los instrumentos de renta variable
- El trade – off entre riesgo y rentabilidad cuando el sistema de capitalización es la principal fuente de ingreso de los pensionados
- Los nuevos compromisos fiscales
- El Mix ¿La mejor alternativa?



ANEXO



LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS ¿TIENE SENTIDO CORRER TANTOS RIESGOS?

Cuadro número 2: índice evolución valor real cuota según Fondo (2002 -2008)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 Feb 28
Fondo A	100,0	127,8	140,7	154,5	184,1	231,4	126,6	127,1
Fondo B	100,0	117,2	127,2	136,4	156,1	188,5	123,1	125,9
Fondo C	100,0	111,8	119,9	125,5	139,6	160,7	123,5	129,1
Fondo D	100,0	109,7	117,7	120,5	130,8	142,4	124,3	132,2
Fondo E	100,0	98,8	109,9	109,7	117,2	119,9	116,8	126,6

Fuente: Cuadro número 1



El comportamiento de los afiliados

Quadro número 3: Participación afiliados al Sistema privado de pensiones según Tipo de Fondo

	FONDO A	FONDO B	FONDO C	FONDO D	FONDO E	
Años						
2002	57.990	154.319	589.045	68.750	76.834	
2003	180.133	380.035	721.347	99.689	99.753	
2004	359.647	553.688	628.111	94.130	81.613	
2005	568.412	800.309	584.425	85.258	67.371	
2006	809.237	954.494	601.992	82.163	58.486	
2007	1.124.499	1.051.632	596.699	80.537	50.328	
2008	1.264.878	1.152.933	598.724	89.825	126.049	

Fuente : Superintendencia de Pensiones (Al 31 de octubre de cada año)



Cuadro número 3

Rentabilidad y Volatilidad⁹ de los Retornos

EN PORCENTAJE ANUAL, OCTUBRE 2008 - SEPTIEMBRE 2009

AFP	A Más riesgoso		B Riesgoso		C Intermedio		D Conservador		E Más conservador	
	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad	Rent.	Volatilidad
Capital	13,08	21,14	12,96	15,11	11,26	8,71	11,22	4,51	9,60	2,47
Cuprum	9,23	21,77	11,07	15,16	10,87	8,98	9,83	4,56	8,19	2,42
Habitat	11,71	22,52	12,32	15,60	12,02	9,03	10,58	4,72	8,51	2,29
Planvital	12,82	21,67	11,57	14,66	10,21	8,24	8,73	4,02	6,36	1,63
Provida	10,51	22,14	11,70	15,14	11,27	8,72	9,74	4,43	7,92	2,22
Sistema	11,14	21,82	12,02	15,19	11,35	8,78	10,24	4,46	8,49	2,21

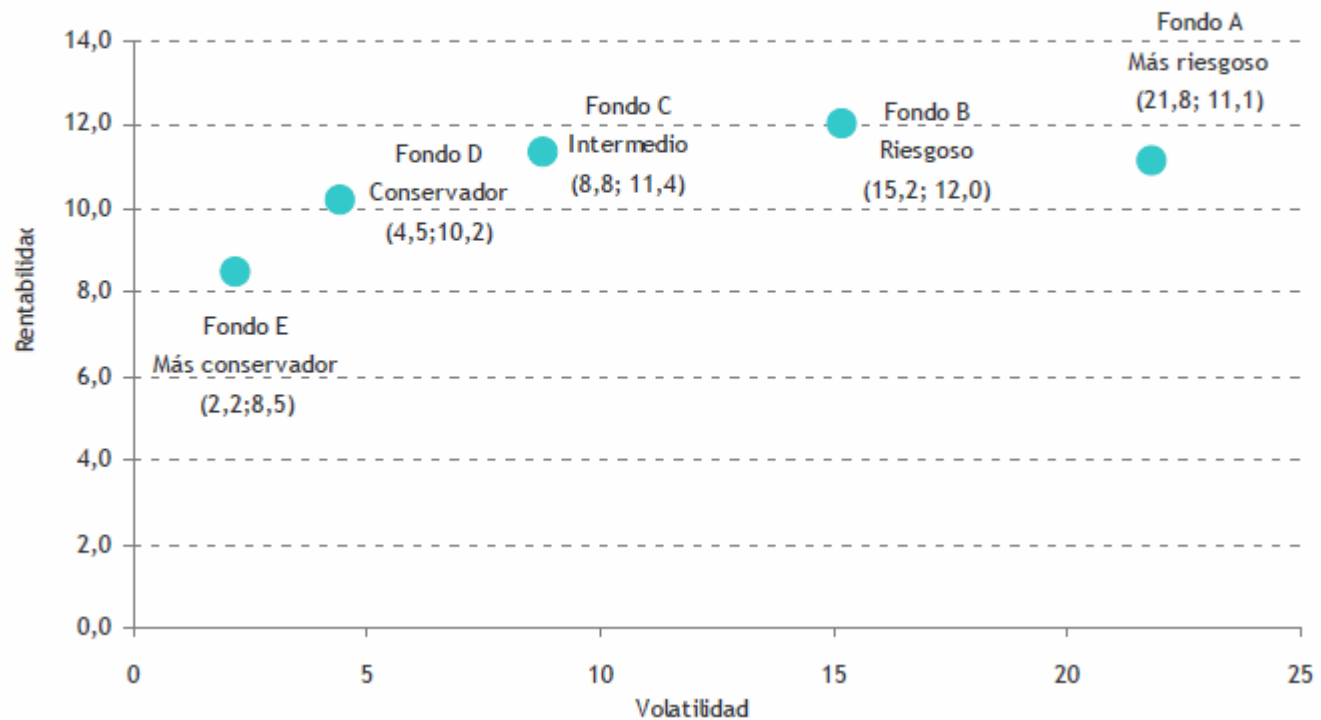
Fuente. Superintendencia de Pensiones



Gráfico número 5

Rentabilidad y Volatilidad de los Retornos por Tipo de Fondo de Pensiones

EN PORCENTAJE ANUAL, OCTUBRE 2008 - SEPTIEMBRE 2009



Los últimos datos de la Superintendencia

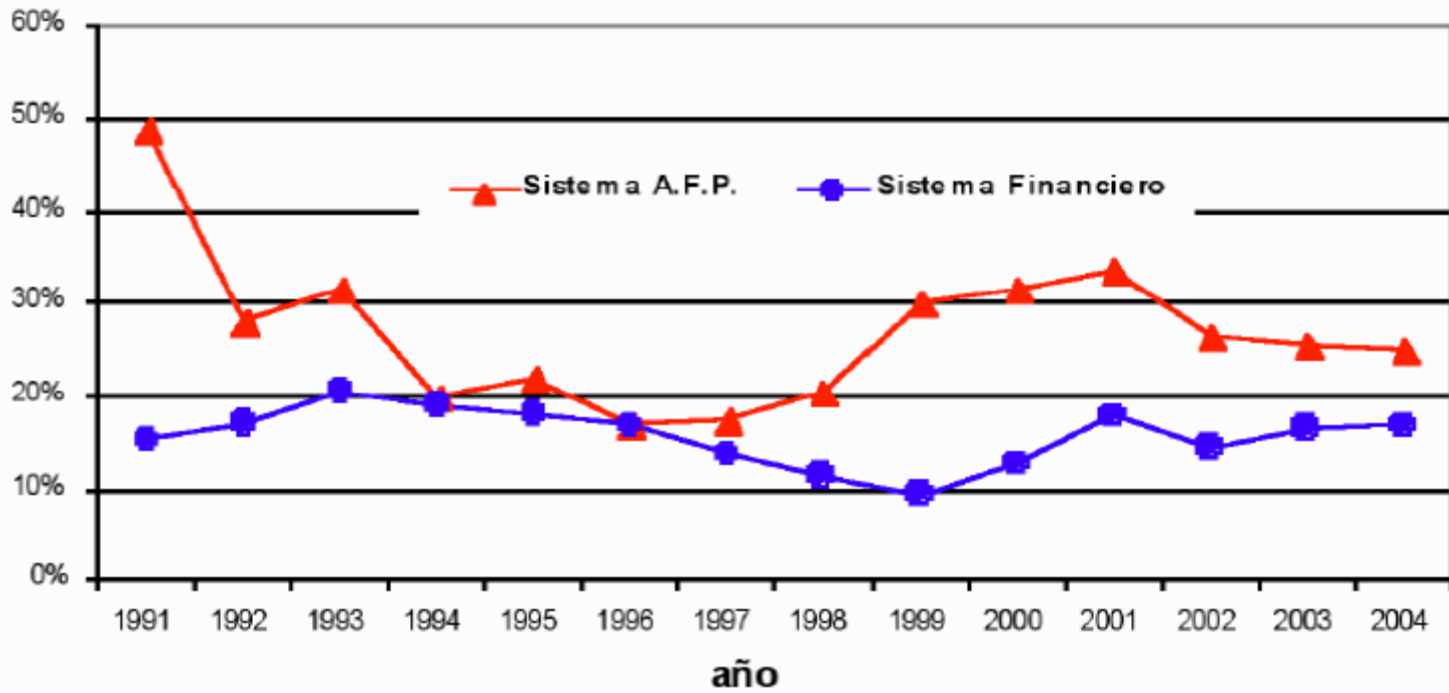
Cuadro número 5: Rentabilidad según Fondos para distintos periodos

Fondo de Pensiones	Enero de 2009	Últimos 12 meses Feb 2008-Ene 2009	Promedio anual últimos 36 meses Feb 2006-Ene 2009	Promedio anual 3 Sep 2002-Ene 2009
Fondo A	0,23	-33,77	-9,08	4,19
Fondo B	1,42	-23,55	-4,9	3,52
Fondo C	2,14	-12,54	-1,17	3,72
Fondo D	2,66	-4,84	1,16	3,81
Fondo E	2,87	1,36	3,13	3,16

Fuente: Superintendencia de Fondos de Pensiones.



Rentabilidad Patrimonial Promedio en el Sistema Bancario y en las AFP: 1991-2004



Fuentes: Superintendencias de Bancos y AFP.



Tasas de reemplazo teóricas en países de la OECD

	Trabajador de ingreso bajo (mitad del ingreso promedio)	Trabajador de ingreso promedio	Trabajador de altos ingresos: (doble del ingreso promedio)
Suecia	88%	64%	66%
Francia	84%	53%	49%
Japón	69%	50%	37%
Reino Unido	67%	37%	23%
Suiza, hombres	63%	58%	33%
Suiza, mujeres	90%	78%	68%
Estados Unidos	50%	39%	28%
Alemania	47%	46%	38%
México, hombres	39%	36%	34%
México, mujeres	39%	22%	21%
Promedio OECD	73%	57%	48%

Notas:

1) La tasa de reemplazo está definida aquí como el monto de la pensión como proporción del último salario percibido.

2) La información no se basa en datos efectivos sino que se trata de tasas de reemplazo teóricas.

3) Las pensiones son calculadas considerando las reglas de cada país, asumiendo una persona que cotiza durante toda su vida laboral, con un crecimiento de salarios de 2% anual. Para los sistemas de capitalización se asume una tasa de rentabilidad de 3,5%.

Fuente: OECD (2005)

