



Pension Trends

28 de Julio de 2008

Carlos A. Herrera Gómez
Unidad de Análisis de Sistemas de Pensiones
carlos.herrera@bbva.bancomer.com

México

México fortalece a su sistema de pensiones con el modelo multi-fondos

- Los fondos de pensiones han registrado una actividad dinámica
- Gran parte del dinamismo en el ahorro para el retiro proviene de cambios en el marco legal que han enriquecido las alternativas de inversión para las Siefors
- Un nuevo modelo multi-fondos para la Industria de Afore fue puesto en marcha en Abril: Tres nuevas Siefors fueron agregadas a las alternativas de inversión disponibles para los fondos de retiro
- Hasta el momento, el modelo multi-fondos sólo ha estado en operación por tres meses pero ya se pueden observar algunas mejoras en la diversificación de riesgos
- Con respecto a rendimientos, el periodo de tiempo transcurrido aún es muy corto para ofrecer una medida de cambio significativa en los rendimientos del ahorro a largo plazo
- Una característica clave del nuevo modelo multi-fondos es su diseño bajo un enfoque de ciclo de vida. Este ofrece una solución integral para supervisar, diversificar y reasignar activos en las Siefors de acuerdo al horizonte de retiro del trabajador
- El nuevo modelo multi-fondos representa un importante avance para el SAR en México
- A mediano plazo, el régimen de inversión de las Siefors se puede fortalecer aún más en beneficio de los afiliados

México fortalece a su sistema de pensiones con el modelo multi-fondos

Los fondos de pensiones han mostrado una actividad dinámica en México. Los activos bajo la administración de las Administradoras de Fondos para el Retiro conocidas como Afore han registrado una tasa de crecimiento promedio anual de 22.4% en la última década, alcanzando un monto equivalente a 9.1% del PIB en mayo de 2008. Véase la gráfica adjunta

Una gran parte del dinamismo en el ahorro para el retiro proviene de cambios en el marco legal que han enriquecido las alternativas de inversión. El modelo de Afore con un único fondo de inversión o Siefore con el cual inició el sistema de pensiones en 1997 –altamente concentrado en instrumentos de la deuda pública interna– fue reemplazado en 2004 por dos Siefore: SB1 y SB2 que hasta fecha reciente operaban con instrumentos de renta fija en el primer caso, y con una combinación de valores de renta fija y variable en el segundo.

Sin embargo, un nuevo modelo para la Industria de Afore fue puesto en marcha en Abril de 2008. Tres nuevas Siefores fueron agregadas a las alternativas disponibles de inversión para los fondos de retiro. A partir de ahora, las Afores tienen una familia de cinco fondos de pensión 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).

Bajo el marco de una reforma a la Ley del SAR y un nuevo régimen de inversión para las Siefores en 2007, el primero aprobado por el Congreso y el segundo por la Junta de Gobierno de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar), el pasado 31 de Marzo las 18 Afore en la industria repartieron parte de sus activos bajo el anterior fondo SB2 en tres nuevos fondos: SB3, SB4 y SB5. Esta operación permitió crear así una familia multi-fondos de cinco Siefore, en donde todas, con excepción de la 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. Los instrumentos bursatilizados como los valores respaldados por activos fueron también permitidos, pero las inversiones directas en acciones se mantuvieron prohibidas. Adicionalmente, el porcentaje de activos disponible para inversiones en el extranjero continuo limitado a 20%. Véase el cuadro 1a.



El nuevo régimen de inversión permitió introducir también tres nuevas clases de activo para las Siefiores: capital privado, bienes raíces e infraestructura. Las inversiones en capital privado e infraestructura serán posibles a través de notas estructuradas y fideicomisos, pero aquellas en bienes raíces sólo por medio de fideicomisos. Estas nuevas clases de activo tienen una baja correlación con los actuales activos en los portafolios de las Siefiores y por lo tanto ofrecen una excelente oportunidad para reducir riesgos a través de la diversificación de activos.

Hasta el momento el nuevo modelo multi-fondos sólo ha estado en operación por tres meses pero ya se pueden observar algunas mejorías en la diversificación de riesgos. En una escala ascendente de diversificación de 0 a 10, el índice de diversificación calculado por Consar para las Siefiores SB2, SB3, SB4 y SB5 fue en promedio de 9.4 puntos en Junio, lo cual representó una medida muy por arriba del índice de 6.3 puntos calculado para la SB1, el fondo que sin tener exposición a renta variable se mantiene como el fondo más conservador. Junto con una mayor diversificación en los portafolios del sistema hay también ya algunas ganancias en las medidas de administración de riesgos. Por ejemplo, la medida de Valor en Riesgo (VaR por sus siglas en inglés) del sistema de pensiones en su conjunto se redujo de 0.76% al cierre de Marzo a 0.73% al cierre de Junio.

Con respecto a los rendimientos, el periodo de tiempo que ha transcurrido con el modelo multi-fondos aún es muy corto para ofrecer una medida de cambio significativa en los rendimientos del ahorro de largo plazo. El rendimiento neto promedio en el SAR pasó de 8.9% en abril a 6.0% en Junio en gran medida por las minusvalías de corto plazo en los precios de los activos a nivel mundial.¹ Sin embargo, la reasignación de activos en los portafolios de las Siefiores en estos últimos meses permite ver que existe una expectativa positiva de poder obtener mayores rendimientos hacia delante conforme los fondos de pensiones pueden aprovechar más las oportunidades de inversión en el exterior. Por ejemplo, entre Abril y Junio el total de activos asignados a valores en el extranjero por las Siefiores, como porcentaje del total de activos, pasó de 6.0 a 6.5% en los instrumentos de renta fija y se mantuvo en 7.2% en las notas e índices accionarios.

¹ El rendimiento neto considera el rendimiento bruto de los últimos 36 meses menos la comisión vigente sobre saldo. Con la reforma a la Ley del SAR se eliminó la comisión sobre el flujo de aportaciones y ahora las Afore sólo pueden cobrar comisiones sobre el saldo de los activos administrados.

Cuadro 1a: Régimen de inversión en Multi-fondos de Afore
Nuevas clases de activo y límites en renta variable

Siefiore	Fideicomisos de bienes raíces e infraestructura		Notas estructuradas	Renta variable	VaR % de activos
	% de activos	% de activos	% de activos	% de activos	
SB1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
SB2	5.0	1.0	15.0	1.0	1.0
SB3	5.0	5.0	20.0	1.3	1.3
SB4	10.0	7.5	25.0	1.6	1.6
SB5	10.0	10.0	30.0	2.0	2.0

*/ El límite máximo para inversiones en el exterior es 20%
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Consar

Tomando en cuenta que el límite de exposición a los valores en el exterior es 20% hay aún un amplio margen para que las Afores puedan mejorar sus potenciales rendimientos con esas inversiones. Algunas Afores ya parecen reconocer lo anterior y registran movimientos estratégicos en esa dirección aunque de una manera cauta por las recientes turbulencias en los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, en Junio el número de Afores con un porcentaje de inversiones en el exterior por arriba del promedio de la industria fue de 9 en el caso de los instrumentos de deuda en la SB1 y 9 en la SB5 mientras que en los instrumentos de renta variable el número de Afore fue 6 en la SB5 (el fondo más agresivo por su mayor exposición a la renta variable)

Además, una vez que las nuevas clases de activo permitidas por el régimen de inversión sean totalmente incorporadas en los portafolios de las Siefors deberían haber también ganancias adicionales en los rendimientos potenciales. De acuerdo con estimaciones de Consar (2007), un incremento de 10% en las inversiones en bienes raíces e infraestructura podría desplazar hacia arriba la frontera de inversión eficiente de las Siefors e incrementar hasta en 150 puntos base el rendimiento por unidad de riesgo.

Es importante mencionar que una característica clave del nuevo modelo multi-fondos en México es su diseño bajo un enfoque de ciclo de vida. La división del fondo SB2 y la reasignación de parte de sus recursos y cuentas individuales entre las nuevas Siefors a finales de Marzo fue hecha en base a la edad de cada afiliado en el SAR: los afiliados más jóvenes (menores a 26 años) fueron asignados a la Siefors más agresiva, SB5, y los de una mayor edad a las Siefors más conservadoras. Así, por ejemplo, en la SB1 están las personas mayores a 56 años. A partir de esta asignación inicial, ahora los trabajadores serán cambiados automáticamente a fondos más conservadores conforme envejezcan aunque la ley también prevé que los trabajadores tengan derecho a moverse a un fondo más conservador al asignado de manera automática si así lo desean. Véase el cuadro 1b.

El anterior diseño ofrece muchas ventajas para el SAR en México. Por una parte, los fondos que operan bajo un enfoque de ciclo de vida ofrecen una solución integral a los afiliados pues facilitan su monitoreo, pero también la diversificación y el rebalanceo de los activos en las Siefors de acuerdo al horizonte de retiro del afiliado. Por ejemplo, las Afore ahora hacen llegar a cada afiliado un estado de cuenta simplificado que sólo detalla las

Cuadro 1b: Grupos de edad en Multi-fondos de Afore
Asignación inicial de cuentas y recursos a Siefors

Siefors	Grupo de edad Años	Número de cuentas Millones	Activos administrados Miles de millones de pesos
SB1	56 y mayores	3.11	65.5
SB2	46 a 55	4.66	188.9
SB3	37 a 45	7.38	265.0
SB4	27 a 36	13.59	274.0
SB5	26 y menores	10.10	62.3

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Consar

inversiones del fondo que corresponde a su grupo de edad y Consar en su portal de Internet presenta las carteras y rentabilidades que brinda cada Afore para cada grupo de edad en cada Siefore.

A su vez, el esquema multi-fondos con un régimen de inversión específico para cada Siefore ofrece hoy a las Afore mejores alternativas para diferenciarse y obtener mejores resultados en el cuadrante de riesgo-rendimiento. Alternativas que bajo el nuevo enfoque de ciclo de vida permiten alinear mejor las estrategias de inversión a los intereses de los afiliados.

Conclusiones

El modelo multi-fondos con su diseño de ciclo de vida representa un importante avance para el SAR en México. Hacia delante es de esperar que en la medida en que se consolide la competencia en cada una de las distintas Siefores por medio del nuevo indicador de rendimiento neto y su régimen de inversión continúe flexibilizándose, también habrán mejores posibilidades de que los afiliados obtengan pensiones más elevadas.

En razón de lo anterior, la experiencia de otros fondos de pensiones en América Latina puede brindar una señal del camino hacia el cual podrían conducirse los próximos pasos en la flexibilización del régimen de inversión de las Siefores. Como ilustra el cuadro anexo, un mayor peso a las inversiones en instrumentos no gubernamentales y en el exterior podría brindar interesantes áreas de oportunidad para México. Lo anterior en función de que si bien es cierto que en las Siefores ya existe una mayor diversificación de sus activos, el peso de los valores gubernamentales continúa ubicándose muy por encima del promedio de la región (36.8%). Por ejemplo, en Junio de 2008 el peso de los valores gubernamentales en el portafolio de las Siefores fue 62.5%.

Una diversificación adicional de activos en los portafolios de las Siefores a través de un régimen de inversión más flexible contribuiría a reducir aún más los riesgos en sus inversiones. Algunas medidas concretas que a mediano plazo podrían adoptarse para fortalecer el régimen de inversión del modelo multi-fondos son: a) incorporar como vehículos de inversión a los índices accionarios de economías emergentes con un alto potencial de crecimiento –actualmente sólo se permiten índices accionarios de economías desarrolladas excepto los de México-, b) promover el uso de fondos mutuos

especializados por región y sector bajo un esquema en que las Afore operen como un fondo de fondos, y c) incorporar nuevas clases de activos como las materias primas. Sobre estas medidas y otras propuestas para fortalecer a los sistemas de pensiones en México puede verse un mayor detalle en Albo et al. (2007).

América Latina: Asignación de activos en fondos de pensiones bajo contribución definida

Al cierre de diciembre de 2007

País	TOTAL (Millones USD)	Deuda gub.	Inst. financieras	Inst. no financieras	Acciones	Fondos mutuos	Inversión en el exterior	Otros
(%del total de activos)								
Argentina	54.9	2.4	1.5	15.0	14.6	8.4	3.2	
Bolivia	72.4	14.6	8.5	0.0	1.0	2.2	1.2	
Chile	7.8	30.3	8.0	14.5	3.7	35.6	0.1	
Colombia	44.1	7.7	10.1	22.3	0.4	12.0	3.4	
Costa Rica	60.3	14.5	3.4	0.4	5.4	13.4	2.8	
El Salvador	78.7	16.4	5.0	0.0				
Mexico	69.3	6.2	10.9	3.8		9.8		
Peru	20.6	8.0	10.3	41.2	1.3	13.2	5.4	
Dominican R *	19.1	80.2	0.7					
Uruguay	57.8	38.6	1.6	0.1			1.9	
Total	36.8	16.7	8.3	13.6	3.3	20.1	1.1	

Fuente: AIOS

Referencias bibliográficas

Consar (2007), “El Sistema de Ahorro para el Retiro”, Presentación del Dr. Moisés Schwartz ante la Comisión de Seguridad Social de la Cámara de Diputados, Noviembre.

Albo, A., González, F., Hernández, O., Herrera, C., Muñoz, A. (2008) “Hacia el Fortalecimiento de los Sistemas de Pensiones en México: Visión y Propuestas de Reforma” Seguros y Pensiones América y Servicio de Estudios de BBVA, Octubre. Este estudio está disponible en:

http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/ETEND_070101_publicacionespensiones_02_tcm268-148767.pdf