

# El efecto de las minusvalías en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)



14/11/2016

## **El efecto de las minusvalías en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)<sup>1</sup>**

### **Introducción: Un entorno internacional complejo**

El resultado de la elección presidencial el pasado 8 de noviembre en Estados Unidos agudizó el entorno internacional por demás complejo que se ha venido observando a lo largo de 2016. En particular, se ha observado una acentuada volatilidad financiera en los días subsecuentes a la elección. Para México, ello se ha traducido en una depreciación cambiaria mayor a la esperada previo a la elección así como en tasas de interés en fuerte ascenso. Debido a esto último, la valuación de los portafolios de inversiones financieras sufre una caída, es decir, registran minusvalías. Ciertamente ello ha comenzado a impactar al valor de las SIEFORE durante noviembre, y podría ser previsible que en este mes como un todo se registren minusvalías temporales en dichos portafolios.

Más allá de la definición de las grandes líneas de lo que serán las políticas y objetivos del gobierno del presidente electo Trump, el entorno económico internacional seguirá influenciado por los principales factores que a lo largo del presente año han generado volatilidad, a saber: (a) la incipiente recuperación económica en Estado Unidos; (b) el llamado proceso de “normalización de la política monetaria” por parte de la Reserva Federal que seguirá gestando incertidumbre acerca de la frecuencia y monto de los ajustes futuros en la tasa de interés de referencia; (c) la incertidumbre acerca del desempeño económico de China; (d) el comportamiento del precio internacional del petróleo; (e) sesgos hacia la aversión al riesgo y el apetito por los activos de los mercados emergentes

El incremento de las tasas de interés en Estados Unidos hace que los capitales suelen trasladarse a los mercados más seguros, saliendo de los países emergentes como México y, por tanto, afectando los niveles de sus tasas de interés.

---

<sup>1</sup> Esta nota explica principalmente el efecto de las minusvalías sobre el SAR y pone en contexto el fenómeno de las minusvalías derivadas del complejo entorno económico y financiero internacional. Los datos incluidos son a septiembre de 2016, último mes completo de información.

Dado que las carteras de las SIEFORE están compuestas por un elevado porcentaje de instrumentos gubernamentales, en su mayor parte con vencimientos de mediano y largo plazo (10 a 30 años), el alza en las tasas de interés (y la consecuente disminución en el precio de los bonos, véase el recuadro de la página 7) puede ocasionar minusvalías transitorias durante los próximos meses.

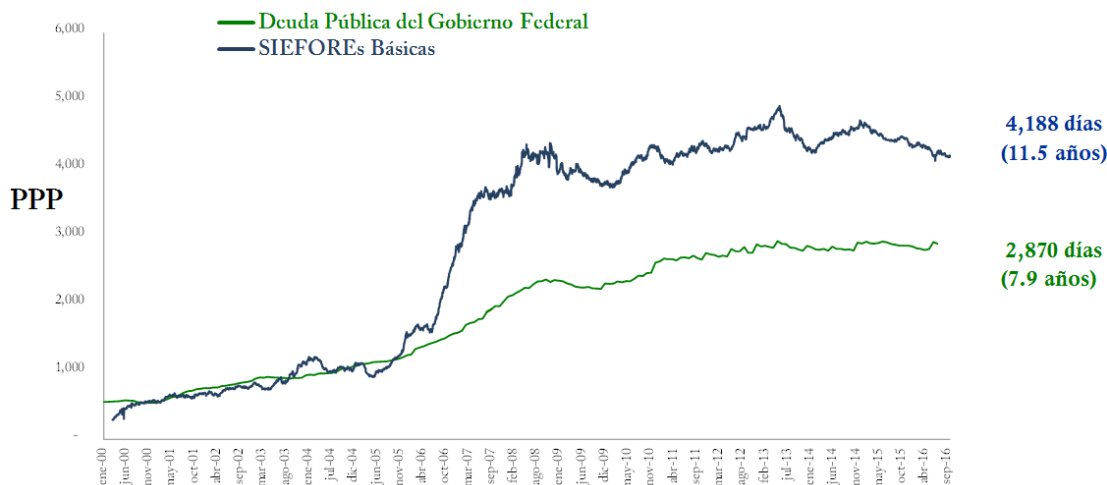
Esta nota explica el efecto de las minusvalías sobre el SAR y pone en contexto el fenómeno de las minusvalías derivadas del complejo entorno económico y financiero internacional. Sobre todo hay que comprender que estos fenómenos de pérdida de valor de las carteras de inversión son transitorios, y que la evidencia muestra que estas disminuciones temporales en el valor de los activos suelen ser superadas posteriormente, por lo que se debe tener la tranquilidad de que en el mediano y largo plazo los ahorros para el retiro continuarán acrecentándose para poder ofrecer a los trabajadores un mejor retiro.

## **El Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)**

El SAR tiene como objetivo contribuir a que cada ahorrador construya el patrimonio que le servirá para financiar su retiro. Esto se hace mediante la inversión de su contribución –junto con la que hace su patrón y el gobierno– en las llamadas AFORE. Estas administradoras de fondos invierten sus recursos en fondos especiales llamados SIEFORE con el objetivo de que los recursos crezcan lo más que puedan para poder obtener un mayor saldo pensionario, pero tratando de reducir los riesgos asociados a cualquier inversión en el sistema financiero. La CONSAR está encargada de regular y supervisar el sistema para cuidar los recursos y lograr que las metas señaladas se cumplan.

Como los recursos se van a necesitar para financiar las pensiones cuando los trabajadores se retiren, se invierten en instrumentos financieros que vencerán en el mediano y largo plazo. Ello además permite obtener rendimientos atractivos ya que éstas ofrecen un mayor rendimiento dado que no tienen liquidez inmediata y por ende deben pagar un premio adicional. Así, el promedio del plazo en que son invertidos los recursos ha crecido gradualmente, siendo actualmente de 11.5 años, superior al de la deuda pública (véase la siguiente gráfica).

### Evolución del Plazo Promedio Ponderado (PPP)

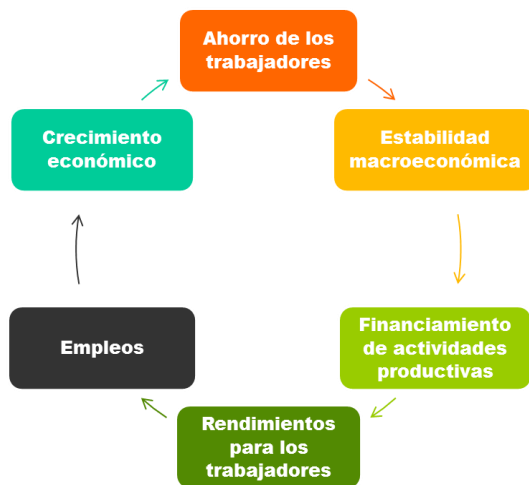


Fuente: CONSAR y Banco de México. Cifras al cierre de septiembre del 2016.

Información de Deuda Pública del Gobierno Federal a la última fecha publicada por Banxico (julio 2016).

Por otro lado, la inversión del ahorro de los trabajadores provee fuentes de financiamiento a distintos sectores productivos de la economía, que a su vez otorga rendimientos atractivos a los ahorradores, además de ayudar a la estabilidad económica, creación de empleos y crecimiento económico.

### Círculo virtuoso del SAR

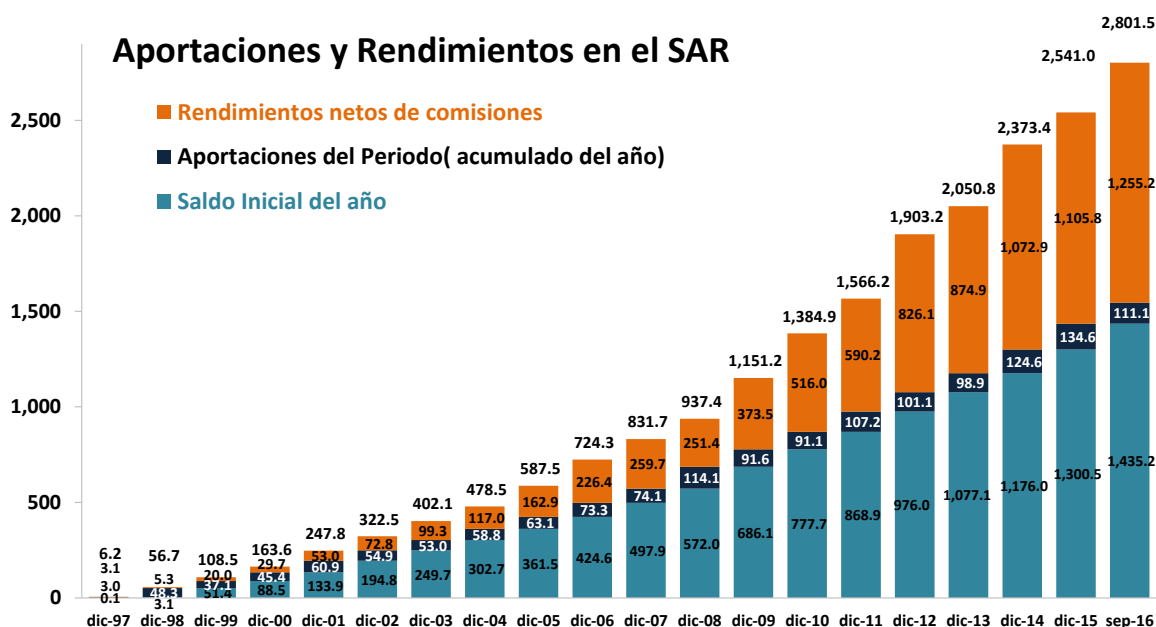


Fuente: CONSAR.

## Rendimientos en el Sistema de Ahorro para el Retiro

Desde su entrada en vigor en 1997, el SAR ha acumulado al cierre de septiembre de 2016 \$2,801.5 miles de millones de pesos (equivalentes a 15.02% del PIB), que son propiedad de 56 millones de mexicanos. La reinversión de los recursos permite que estos crezcan de manera importante y sostenida. Del total de activos netos señalados, alrededor del 44.8% (1,255.2 miles de millones de pesos) corresponden a rendimientos netos de comisiones (véase la gráfica siguiente).

### Evolución de los activos del Sistema



Fuente: CONSAR. Cifras al cierre de septiembre de 2016.

Como se puede notar en la gráfica, los rendimientos y recursos han crecido consistentemente, a pesar de que el sistema financiero ha registrado ciertas turbulencias.

Lo anterior se debe a que, además de supervisar diariamente la inversión de los recursos, la CONSAR se encarga de autorizar los instrumentos en los que se pueden invertir los ahorros de los trabajadores, procurando que haya un equilibrio entre lograr mayores rendimientos, pero sin un riesgo excesivo.

A lo largo de sus más de 19 años de existencia, y aún a pesar de eventuales ciclos de volatilidad, las SIEFORE han otorgado rendimientos competitivos: un promedio anual de 11.84% en términos nominales, o 5.92% anual una vez descontada la inflación (datos al cierre de septiembre de 2016).

A diferencia de otros instrumentos en el sector financiero (por ejemplo donde se requieren montos elevados para iniciar una inversión), el SAR ofrece acceso a todos sus ahorradores, tanto de bajos como de altos ingresos, a rendimientos elevados.

Desde el arranque del sistema, el 1º de Julio de 1997 a la fecha, los rendimientos que han generado las AFORE se comparan favorablemente contra la mayoría de las alternativas de ahorro en México. Como se aprecia a continuación, el rendimiento que han ofrecido las SIEFORE comparado contra otras alternativas de inversión como lo son los CETES, los pagarés, las sociedades de inversión, entre otros, son superiores a pesar de ciertos momentos de volatilidad en el SAR como la experimentada durante la crisis financiera global de 2008-2009.

#### Rendimientos de distintos instrumentos de inversión

RENDIMIENTOS	3 años (36 meses)
Siefores Básicas	7.01%
Depósitos a Plazo Fijo 90 días	4.21%
Depósitos a Plazo Fijo 28 días	4.19%
Depósitos a Plazo Fijo 7 días	3.83%
Pagarés a 28 días	3.72%
Pagarés a 91 días	3.53%
Pagarés a 7 días	3.23%
Depósitos de Ahorro	2.72%
Cuentas de Cheques	2.13%

Rendimiento de Gestión 36 meses calculado al 30 de septiembre de 2016.

Información de Banco de México a la última fecha conocida (Cierre de agosto de 2016).

## Valor de la cartera de inversión de las SIEFORE

Con el fin de conocer con exactitud y oportunidad cuánto valen las inversiones en que se encuentran los ahorros de los trabajadores, las carteras de las SIEFORE son valuadas diariamente. Esta valuación se hace a “precios de mercado”, aunque de ninguna manera implica que los instrumentos en los que están invertidos los ahorros se estén vendiendo. Cabe mencionar que el precio de los activos puede variar diariamente, dependiendo de diversas circunstancias en los mercados financieros. La valuación es un elemento esencial de transparencia y permite al regulador llevar a cabo una adecuada supervisión, algo que no sucedía con el régimen de pensiones anterior.

En momentos de volatilidad, los precios de los activos invertidos en las SIEFORE (por lo tanto, su rendimiento) pueden verse temporalmente afectados, particularmente si sus carteras están cada vez más invertidas a largo plazo, ya que los precios son más sensibles a un mismo nivel de volatilidad mientras mayor sea el plazo que resta al vencimiento. Estos efectos son de carácter transitorio y generalmente son superados en la medida que dichos valores se aproximen a su vencimiento o bien los mercados se estabilicen.

### RECUADRO

#### La relación inversa entre precio y rendimiento de un bono o instrumento de deuda

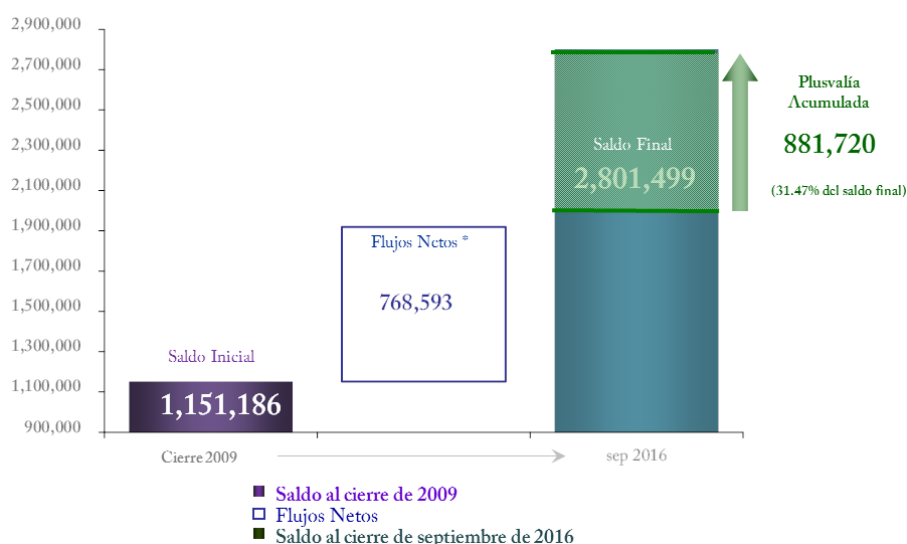
Un principio fundamental de las inversiones en bonos (instrumentos de deuda) es que las tasas de interés y los precios de estos valores se mueven en sentido inverso. Lo anterior se debe a que, al igual que en cualquier mercado, el precio de un bono depende de su demanda. Si el bono tiene alta demanda, el precio se incrementa (y consecuentemente la tasa de interés disminuye), mientras que si el bono tiene poca demanda, el precio baja (y la tasa de interés aumenta).

La emisión de nuevos bonos con mayores tasas de interés hace que, en el día a día, los bonos emitidos previamente con una promesa de pago de tasa de interés menor, valgan menos. Sin embargo, esto es sólo una valuación en cierto periodo del tiempo y se le conoce como **minusvalía**. En realidad el valor diario del instrumento sólo se obtiene por cuestiones de supervisión y transparencia. Si el bono se mantiene hasta su vencimiento, pagará el capital e interés pactado desde el inicio, por lo que no hay pérdidas.

De tal forma, se puede afirmar que hasta la fecha, todas las minusvalías registradas (disminución en el valor diario de los activos, aunque estos no se vendan) han sido posteriormente más que compensadas por plusvalías.

Por ejemplo, desde finales del 2009 (fecha en que se estabilizó el sistema financiero internacional), las SIEFORE han obtenido rendimientos netos de comisiones por 881,720 millones de pesos. Tan sólo en 2012 se alcanzaron plusvalías (rendimientos) sin precedentes al sumar 236 mil millones de pesos. Durante 2013 y 2014 se acumularon 48,734 y 197,981 millones de pesos adicionales de plusvalías, respectivamente. En 2015 se acumularon plusvalías por 32,945 millones de pesos. Con corte a septiembre, en 2016 se han acumulado plusvalías por 149,392 millones de pesos.

#### Plusvalía acumulada de diciembre 2009 al cierre de septiembre de 2016



Las cifras incluyen los activos administrados por PENSIONISSSTE.

\*Flujos Netos: Calculadas como el cambio en el número de Acciones de Trabajadores, Reserva Especial y Posición Propia al precio de Bolsa del Día de liquidación, incluyen por lo tanto aportaciones y retiros.

Fuente: CONSAR.

Las cifras anteriores muestran la tendencia favorable de largo plazo en el desempeño de las inversiones del ahorro pensionario. Esta tendencia depende de factores como contar con: un régimen de inversión moderno,

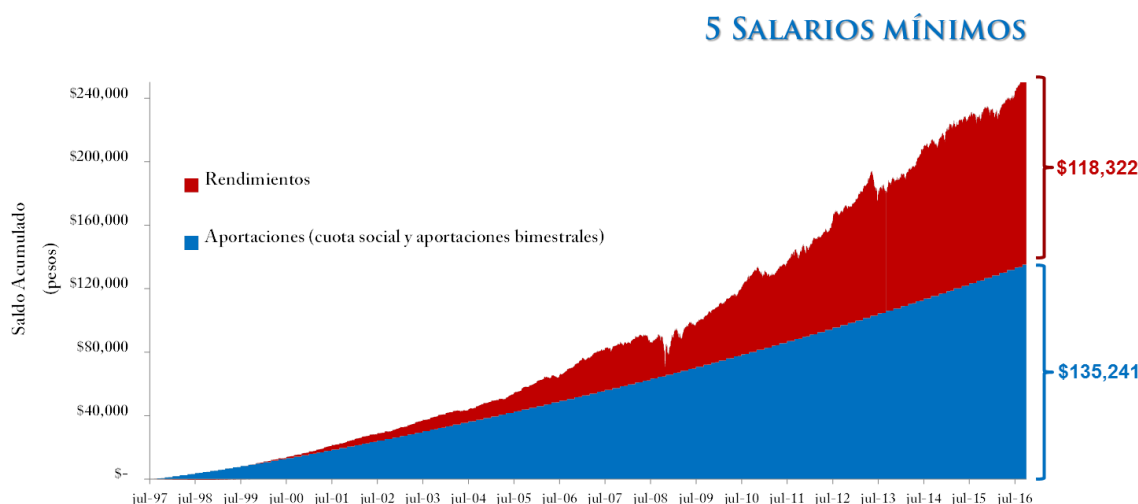




## Impacto de las minusvalías en la cuenta individual

1. El saldo de la cuenta individual puede verse afectado temporalmente por minusvalías. Sin embargo, como se aprecia en la gráfica, el capital de un trabajador que se encuentra desde 1997 en el sistema de pensiones, con un ingreso de 5 SM, habría acumulado \$253,563 de ahorro pensionario entre 1997 y septiembre de 2016. De éste, 53% (\$135,241) corresponde a aportaciones y 47% (\$118,322) a rendimientos. Esto confirma que, visto en un horizonte de mediano y largo plazo, el ahorro de una AFORE ha resultado atractivo.

### Comportamiento del saldo acumulado para un trabajador “típico”



Supuestos del ejercicio: Densidad de cotización 100%, aportación obligatoria de 6.5%, sin ahorro voluntario, rendimientos netos de comisión observados en el periodo (Precios de Bolsa, Siefore Básica 2, Banamex), Periodo de acumulación de julio de 1997 al 30 de septiembre de 2016.  
Fuente: CONSAR.

2. Un trabajador promedio permanecerá varias décadas más en el SAR. Como se observa en el cuadro siguiente, aproximadamente el 76.4 por ciento de los trabajadores en el SAR cuentan con menos de 50 años y les faltarían por lo menos 16 años para alcanzar la edad requerida para el retiro. Por lo tanto, la volatilidad de corto plazo no afectará la tendencia central creciente en el valor de su capital ahorrado para el retiro.

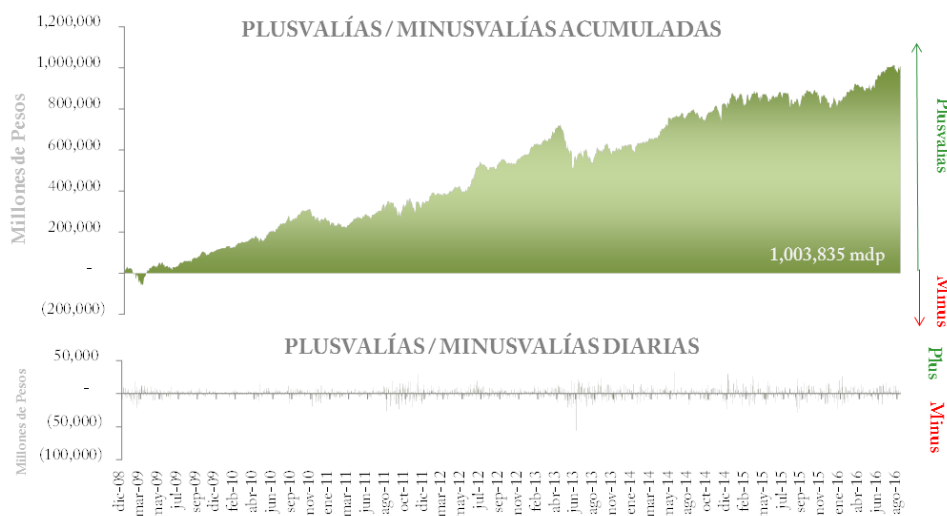
### Distribución porcentual por rango de edad

Rango de edad	Generación transición	Generación AFORE	Total general	Total Acumulado
19 años o menos	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%
20 - 29	5.9%	13.3%	19.2%	19.6%
30 - 39	9.7%	22.9%	32.5%	52.1%
40 - 49	18.9%	5.4%	24.3%	76.4%
50 - 54	6.4%	1.3%	7.7%	84.2%
55 - 59	4.8%	0.9%	5.6%	89.8%
60 - 65	3.9%	0.6%	4.6%	94.3%
66 años o más	5.0%	0.7%	5.7%	100.0%
<b>Total general</b>	<b>54.9%</b>	<b>45.1%</b>	<b>100.0%</b>	

Fuente: CONSAR. Cifras al cierre de junio de 2015.

3. Durante la crisis de 2008, el precio de las SIEFORE fluctuó por los cambios en las tasas de interés. Sin embargo, los mercados financieros eventualmente se estabilizaron y dieron paso a un largo periodo de recuperación. Prueba de ello es que la plusvalía acumulada del cierre de 2008 hasta el cierre de septiembre de 2016 (ya descontando las minusvalías registradas) asciende a 1,003,835 millones de pesos.

### Plusvalías acumuladas (millones de pesos)



Fuente: CONSAR. Cifras al cierre de septiembre de 2016.

## Acciones de la CONSAR

Para salvaguardar los recursos para el retiro que los trabajadores poseen en sus cuentas individuales en las AFORE, la CONSAR tiene tres pilares para llevar a cabo una regulación y supervisión integral y efectiva de las SIEFORE: (a) el régimen de inversión (RI); (b) normas y criterios prudenciales y de riesgos; (c) mecanismos de supervisión.

Con el objetivo de cuidar una adecuada relación riesgo-rendimiento, el RI establece límites cuantitativos para la inversión de cada clase de activo. Los recursos en las SIEFORE, en donde se invierten los recursos de los trabajadores más jóvenes toleran un poco más de riesgo ya que en caso de no tener buenos rendimientos o minusvalías, estarán invertidos durante un periodo largo y seguramente más que recuperarán las minusvalías. Por otra parte, los recursos de los más cercanos al retiro, se pueden invertir principalmente en instrumentos más conservadores, como por ejemplo la deuda gubernamental. De esta manera se evita el caso de que una minusvalía en los últimos años pueda afectar el saldo acumulado para el retiro.

Desde 2008, se cuenta con una estructura de SIEFORE por rangos de edad. Así, de las cuatro SIEFORE Básicas (SB) existentes, la SB4 corresponde al grupo de edad más joven y la SB1 al de los de mayor edad. Ello es congruente con el llamado ciclo de vida. Lo anterior es particularmente importante en épocas de volatilidad.<sup>2</sup> Adicionalmente, en diciembre pasado se creó la SB0, donde se invierten los recursos de trabajadores que cuenten con 63 años en adelante, es decir los que están próximos a pensionarse. Por lo mismo, la SB0 tiene un régimen de inversión conservador.

Una de las mejores estrategias para proteger el ahorro de los trabajadores y alcanzar mayores rendimientos es la diversificación financiera de carteras de inversión. Un portafolio más diversificado es más seguro pues

---

<sup>2</sup> De acuerdo con el Banco Mundial, el esquema de fondos acordes al ciclo de vida en Chile y México protegieron los recursos de los individuos más cercanos al retiro en la crisis de 2008. Véase Impavido, Lasagabaster y García Huitrón, "New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions: Industrial Organization Models and Investment Products", World Bank, 2010.

distribuye más el riesgo. Es por ello que en los últimos años, la CONSAR ha promovido la diversificación de las inversiones mediante la ampliación del régimen de inversión. Resta continuar con esta tarea, por ejemplo, ampliando el límite de inversión en valores extranjeros.

Adicionalmente, a raíz de la volatilidad reciente en los mercados, la CONSAR ha acelerado sus trabajos en cuatro frentes:

- Fortalecimiento del gobierno corporativo de las AFORES para establecer un mejor balance entre los intereses de los trabajadores y los de las administradoras. Las medidas incluyen el fortalecimiento del rol de los consejeros independientes, del contralor normativo, así como las responsabilidades del Comité de Riesgos y la Unidad de Administración Integral de Riesgos de la Administradora.
- Fortalecimiento del capital humano de las AFORE. Se establece la obligatoriedad de que todos los funcionarios que participen en el proceso de inversión se encuentren certificados.
- Cambios al régimen de inversión, que además de abrir nuevas posibilidades de diversificación, provean a las AFORE de mejores herramientas defensivas ante ciclos de volatilidad.
- Promover mejor desempeño de mediano y largo plazo de las AFORE. Se amplió la temporalidad del Indicador de Rendimiento Neto (IRN) de las SIEFORE de los ahorradores más jóvenes.

Este conjunto de medidas, junto con las que ha venido adoptando la CONSAR en los últimos años, deberán redituarse en un fortalecimiento del SAR.

### **Comentario final**

Una lección que deja el comportamiento reciente de los mercados financieros es que los ciclos de volatilidad son inherentes a éstos y que en todo momento, tanto las autoridades como los supervisados, deben mantenerse alerta ante cambios súbitos en sus condiciones. Ciertamente el resultado de la reciente elección presidencial en Estados Unidos ha vuelto a poner lo anterior de manifiesto.

Ello, por supuesto, no sugiere que cuando la volatilidad ocurra, no derive en preocupaciones legítimas y entendibles entre los ahorradores por los referidos efectos contables de valuación sobre los activos de un portafolio de inversión.

Si bien no se ha podido evitar que México se abstraiga de la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, los sólidos fundamentos de la economía mexicana junto con la expectativa favorable de la implementación de la ambiciosa e inédita agenda de reformas estructurales aprobadas en 2014, han permitido un ajuste ordenado de los mercados en nuestro país.

El Sistema de Ahorro para el Retiro se encuentra sólido y con pilares robustos para enfrentar un eventual periodo de fluctuaciones. En los próximos meses, la CONSAR redoblará esfuerzos para promover una mayor diversificación del ahorro de los trabajadores, una mayor profesionalización de los manejadores de fondos de las AFORE y una más estricta supervisión que contribuyan al fortalecimiento de mediano y largo plazo del SAR.