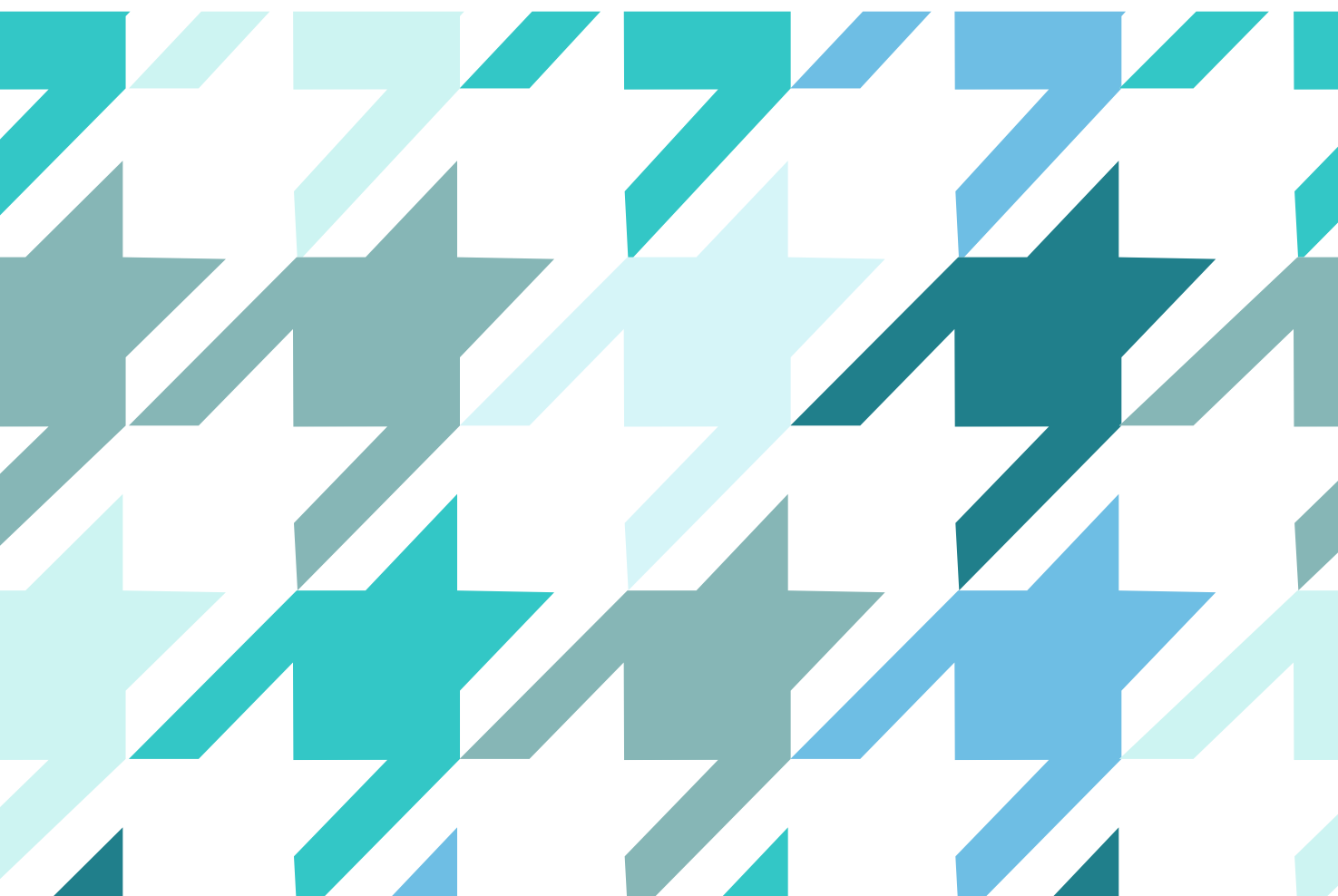


F U N D E F

Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

Consideraciones sobre la evolución y retos del Sistema de Ahorro para el Retiro

Manuel García y Enrique Seira



Manuel García Huitrón
All Pensions Group (APG) y Netspar

Economista de Pensiones

Email: manuel.garciahuitron@apg-am.nl

Enrique Seira
FUNDEF México

Profesor e investigador del ITAM e investigador asociado de FUNDEF.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Email: enrique.seira@itam.mx

Agradecemos la valiosa asistencia en la investigación de Diego Jiménez. También agradecemos los comentarios de José Juan Casarrubias, Octavio Ballinas, Diego García Mora, Gabriel Martínez, Jorge Meléndez, Carlos Noriega, Alejandro Villagomez y Guillermo Zamarripa. Los errores, opiniones, omisiones e imperfecciones son únicamente responsabilidad de los autores y no reflejan el punto de vista ni la visión de FUNDEF, o de las instituciones donde laboran.

Documentos de Coyuntura Estructural FUNDEF 2015-002

FUNDEF - Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.
www.fundef.org.mx

Somos una institución sin fines de lucro, independiente e imparcial, que reside en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Elaboramos estudios sobre el Sistema Financiero Mexicano que sean considerados investigaciones académicas de vanguardia. Nuestros estudios tendrán además, como propósito, hacer recomendaciones específicas de política pública en la materia. Compartimos los principios del ITAM al buscar contribuir al desarrollo de una sociedad más libre, más justa y más próspera.

© D. R. 2015, Manuel García Huitrón y Enrique Seira

© D. R. 2015, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS-FUNDEF, A. C.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, D. F. 10700, México

Índice

I. Antecedentes y Objetivos del SAR	4
II. Implementación de la reforma, jugadores y servicios.....	6
III. Principales tendencias del mercado.....	8
IV. Causas de la evolución regulatoria: entendimiento progresivo del mercado.....	16
V. Reacción del regulador ante el comportamiento del consumidor y de la oferta.....	24
VI. Logros del SAR y retos hacia adelante	48
Bibliografía	54

I Antecedentes y objetivos del SAR

El Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) debe su forma actual a una reforma de Ley que entró en vigor en 1997. Dicha reforma modificó radicalmente el sistema de pensiones en México, transformándolo de un sistema de beneficios definidos con base en un fondo colectivo, a un sistema de contribución definida y cuentas individuales para trabajadores formales del sector privado atendidos por el IMSS.

Este cambio fue en gran medida forzado por las circunstancias. A continuación listamos algunas de ellas.¹ En primer lugar el sistema anterior enfrentaba severos problemas financieros. Estudios de mediados de los 90's indicaban que el déficit actuarial era de 80% del PIB.² Parte del déficit era causado por cambios demográficos (mayor esperanza de vida y crecimiento poblacional) que hacían que la tasa de dependencia estimada pasara de 7% en 1995 a 14.8% en 2030.

En segundo lugar, la problemática de alta informalidad aunada a la caída del salario real en 44% de 1978 a 1995 hacía cada vez más complicado pagar las promesas pensionarias usando como base la masa salarial actual.³

En tercer lugar, en México el ahorro bruto doméstico había bajado de aproximadamente 20% del PIB en los años 80 a menos de 16% en 1994. Se creía que el cambio a cuentas individuales tenía el potencial de incrementar el ahorro por varios canales: desde fomentar un mayor sentimiento de propiedad del ahorro, hasta --por medio de la generación de competencia en el mercado de administradoras de fondos— el poder acceder a mayores rendimientos.

¹ Es importante mencionar que Chile había hecho una transición similar casi dos décadas antes, y que desde entonces decenas de países han hecho reformas en el mismo sentido que México.

² Sales-Sarrapy, Solis-Soberon, y Villagómez-Amezcuca (1996).

³ Otro problema común fue que a menudo se usaban los superávits del fondo para financiar infraestructura y el seguro de maternidad y salud, en vez de destinarlos para el pago de pensiones.

Los responsables de la política económica y varios economistas consideraron que se requería una reforma con los siguientes objetivos:

1. Dar viabilidad financiera al sistema de ahorro para el retiro.
2. Incrementar la cobertura (más personas y mayor densidad de cotización para una misma persona).
3. Incrementar el ahorro.

Se consideró también que la mejor forma de lograr estos objetivos era mediante cuentas individuales de contribución definida manejadas por empresas Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) del sector privado. Debe notarse que aunque la estrategia general era crear incentivos de mercado en la administración de fondos, el ahorro continuó siendo obligatorio, financiado de forma tripartita: el gobierno contribuye con 0.225% del salario, más una “cuota social” (actualmente escalonada y focalizada). El trabajador aporta 1.125% de su salario, y el patrón aporta 5.15% del salario, para una suma total de 6.5% del salario de contribución obligatoria. La siguiente sección proporciona más detalle de los participantes e incentivos del mercado creados por la reforma.

En el resto del documento exploraremos el estado actual del sistema, los beneficios que ha tenido, y los grandes retos que aún enfrenta. Por razones de espacio este documento no profundiza en otras reformas de pensiones posteriores a la de 1997, como la del ISSSTE. Tampoco se abordan algunos temas específicos al diseño del SAR tales como el ahorro voluntario ni la etapa de desacumulación.

II Implementación de la reforma, jugadores y servicios

La implementación de la reforma se inspiró en el caso chileno. En efecto, la reforma al SAR de 1997 creó un mercado con distintos jugadores.

Por un lado están las Afores que son empresas de capital privado que compiten por atraer cuentas de ahorro, administran esas cuentas e invierten el dinero en fondos de inversión llamados Siefores. Las Afores realizan las siguientes actividades:

- Atracción de cuentas por medio del contacto con el ahorrador.
- Administración de cuentas, lo que incluye envíos de estados de cuenta, estar conectado con la base de PROCESAR para reportar cargos y abonos a las cuentas, así como traspasos de cuentahabientes.
- Servicio al cliente, como resolver dudas, atender quejas y reclamaciones, atender solicitudes de retiros parciales (desempleo y matrimonio), etc.
- Inversión de los ahorros del cliente en las Siefores correspondientes.

Un segundo jugador importante es PROCESAR, empresa que concentra la información del sistema y es la encargada de administrar la base de datos de todos los ahorradores. Esta empresa tiene las siguientes funciones:

- Es intermediaria entre el IMSS, que recolecta las contribuciones tripartitas, y las Afores, de forma que lleva la cuenta de cuanto se ha contribuido por cada ahorrador, en que Afore esta y los rendimientos obtenidos.
- Toma nota de traspasos de cuentas entre Afores y verifica la identidad del ahorrador y la autenticidad del traspaso.

El tercer jugador es el regulador, la CONSAR. Sus funciones principales son emitir reglas sobre traspasos, precios, transparencia en la información, estándares de servicio, y sobre el régimen de inversión. La misión de la CONSAR es ***“Regular y supervisar eficazmente el Sistema de Ahorro para el Retiro para que cada ahorrador construya su patrimonio pensionario”***. Como

discutiremos posteriormente en este documento, el papel del regulador en este mercado es muy importante y complejo.

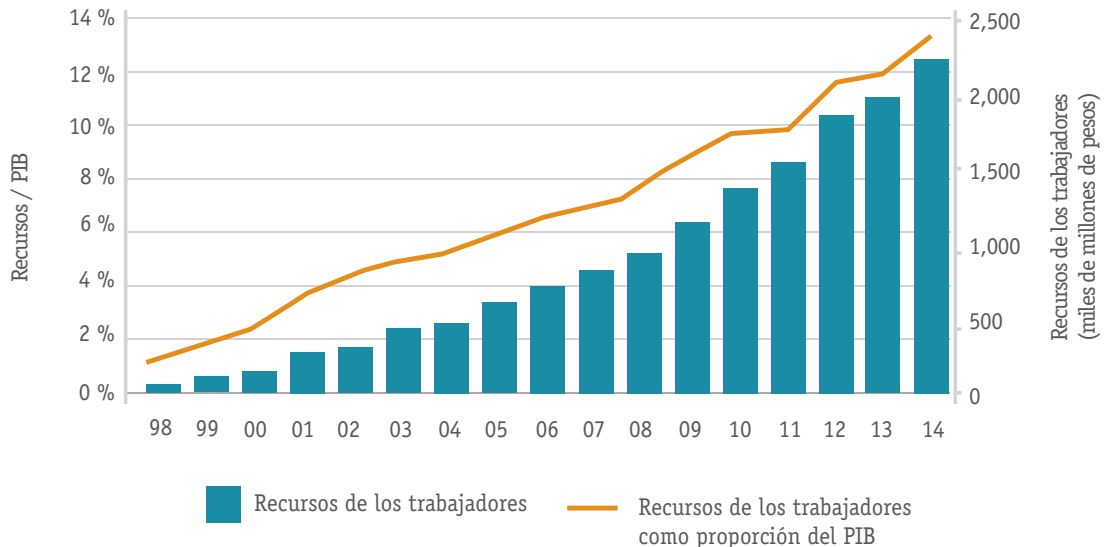
El cuarto participante son los trabajadores formales que cotizan en el IMSS y que aportan de forma obligatoria parte de su salario a su cuenta individualizada. Aunque el trabajador no puede elegir ahorrar menos, si puede elegir su Afore, aunque con ciertas restricciones de traspaso.

III Principales tendencias del mercado

El mercado de las Afores ha tenido un desarrollo significativo. En términos de cobertura, el número de cuentas ha crecido a una tasa media cercana a 16% anual desde 1997 a la fecha.

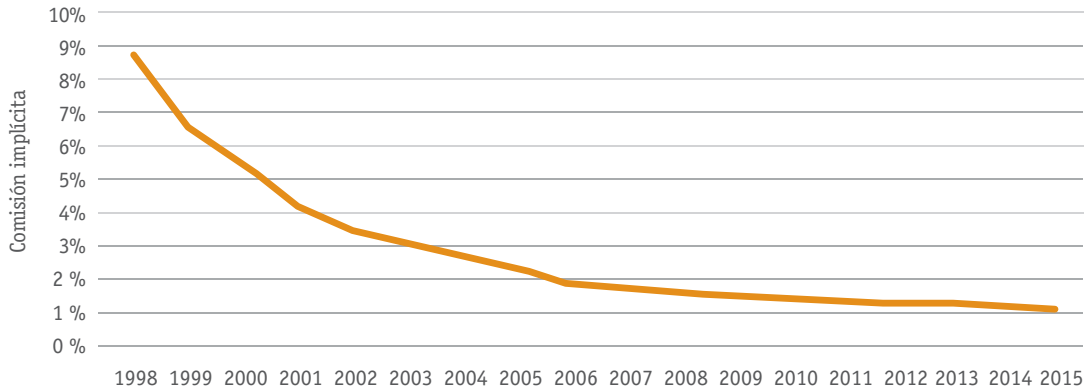
En términos de activos de los trabajadores, el crecimiento medio anual ha sido de 26% llegando actualmente a casi 13% del PIB⁴ (ver Panel A de la gráfica III.1). Actualmente la industria administra poco más de 52 millones de cuentas individuales. Sin embargo, del total de cuentas individuales solamente entre el 30 y 40 por ciento en promedio recibe aportaciones bimestrales de manera regular.

Grafica III.1:
Panel A. Evolución de cobertura

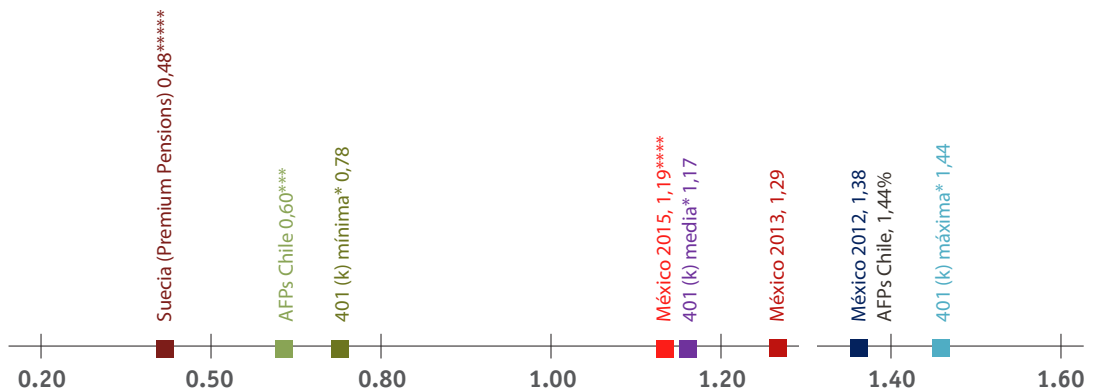


⁴ El dato se refiere a recursos de los trabajadores y la fuente es la página web de la CONSAR.

Grafica III.1:
Panel B. Evolución de comisiones



Grafica III.1:
Panel C. Comparativa internacional de las comisiones



* La comisión máxima, media y mínima para los fondos 401 (k) corresponde a fondos que administran saldos promedio menores a 25 mil usd, que es el segmento comparable con el SAR, ya que la cuenta promedio es de poco más de 3 mil usd.

** Corresponde a la comisión sobre saldo una vez eliminado el efecto del seguro de invalidez y vida.

*** Corresponde a un promedio ponderado de la comisión aplicada a los fondos de pensiones y al seguro de invalidez y vida.

**** Corresponde a la comisión promedio para el 2015.

***** El 0.48 incluye el costo de recaudación y de otros costos administrativos tales como comunicación al cliente que son realizados por el gobierno de manera centralizada. La comisión directamente cobrada por los fondos de pensiones a los clientes por la administración financiera de los recursos de los trabajadores es de 0.30.

Fuente: Diversos documentos en cada país y presentaciones de CONSAR.

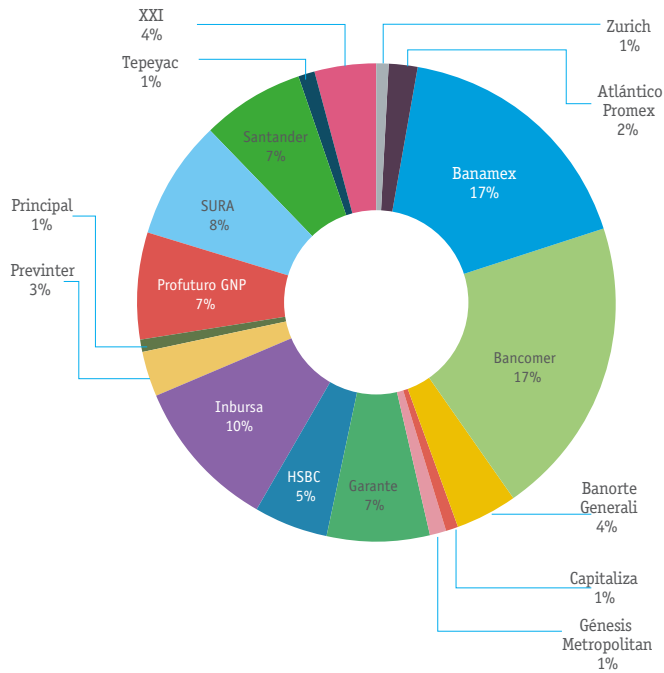
Una tendencia muy clara en el mercado es la disminución de la comisión implícita, que ha pasado de más de 8% anual de los saldos administrados en promedio ponderado en 1998 a 1.11% para el 2015 (ver Panel B de la gráfica III.1). Más adelante se documenta que esto se debe, en nuestra interpretación, a una política industrial que favoreció la entrada de Afores de baja comisión entre 2002 y 2008 (lo que empujó los precios promedio ponderados a la baja), así como, más recientemente, a una política directa de control de las comisiones por parte del regulador.

El Panel C de la gráfica III.1 muestra que a pesar de la evolución a la baja en las comisiones, México se ubica a media tabla en un comparativo internacional. Esa misma gráfica muestra que comparado con los cobros en esquemas con configuraciones industriales y regulación similares como Chile, y más aún con países con configuraciones distintas como Suecia, las comisiones en México todavía son relativamente altas.⁵ Es interesante notar que estos desarrollos se han dado en un contexto en el cual las 3 Afores más grandes han controlado entre el 40% y el 50% del mercado en términos de activos netos en promedio a lo largo del tiempo (ver gráfica III.2).⁶ Las Afores y sus cuotas de mercado han tenido grandes cambios desde 1998. En una sección posterior se detalla la entrada y fusiones de Afores a lo largo de la historia del SAR.

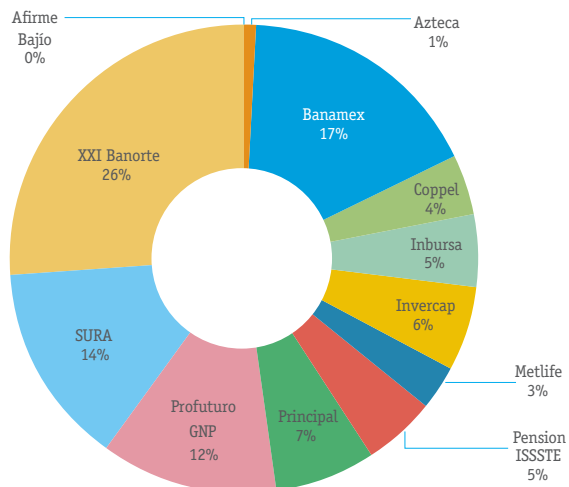
⁵ Las comparaciones internacionales deben interpretarse con cuidado ya que reflejan diferente grado de madurez, tamaño de activos manejados y diferente aprendizaje de consumidores y empresas.

⁶ La excepción es el año 2014 en el que la concentración provocada por la compra de Afore Bancomer por Afore XXI Banorte llevo este indicador a cerca del 60 por ciento. Es importante mencionar que la relativa estabilidad observada por el indicador de concentración de las tres empresas más grandes pudiera estar explicada en parte por la existencia de un límite de concentración de mercado fijado por la autoridad inicialmente en 17% y posteriormente aumentado a 20%. Este límite fue excedido con la compra de Afore Bancomer por XXI Banorte, con el visto bueno de la CONSAR y de la COFECE.

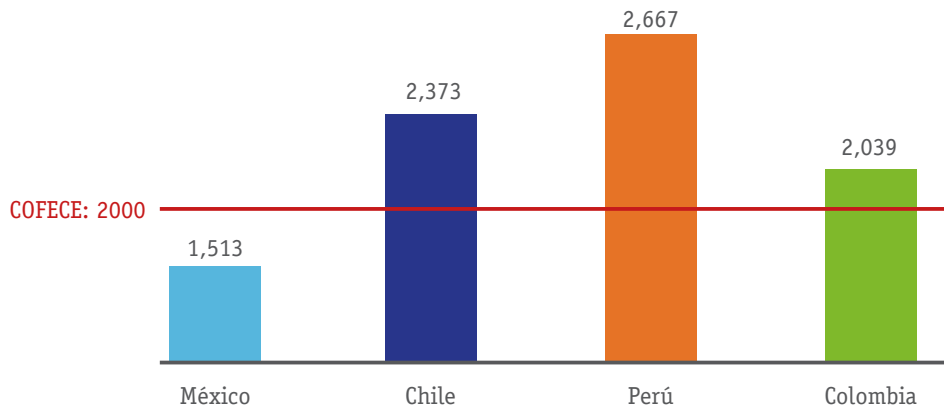
Gráfica III.2: Participación de mercado (Activos netos). Panel A. Enero 1998



Gráfica III.2: Participación de mercado (Activos netos). Panel B. Enero 2014



Gráfica III.2: Índice Herfindahl (ponderado por activos netos).
Panel C: Comparación internacional

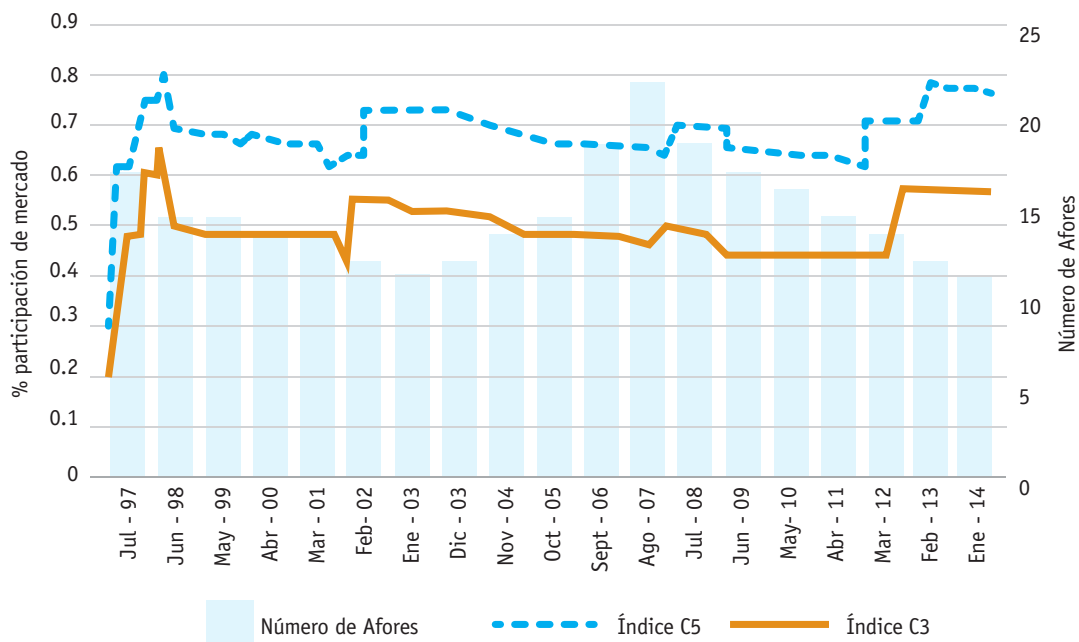


Elaboración propia con base en información de las superintendencias en cada país.

Los niveles de concentración de la industria no son particularmente alarmantes en términos de lo establecido por las prácticas internacionales y por la Comisión Federal de Competencia Económica. Tampoco lo son en relación a mercados similares a nivel internacional, tal y como se muestra en la Gráfica III.2 panel C.

El mercado ha sido dinámico en varios sentidos. En primer lugar destaca la entrada y salida sustancial de Afores: a inicios de 1998 iniciaron 17 Afores de las que solamente 11 operaban en 2002. De 2002 al 2007 el número de Afores pasó de 11 a 21; y a partir de ahí se han consolidado hasta llegar de nuevo a 11 en 2014. De las 11 que operan en la actualidad solamente 4 Afores estaban en el inicio. Desde 1997 han participado de manera acumulada 31 Afores en el SAR. Esta entrada y consolidación de Afores ha tenido, sin embargo, efectos moderados en la concentración del mercado (Gráfica III.3).

Gráfica III.3: número de Afores y concentración C3 y C5



Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

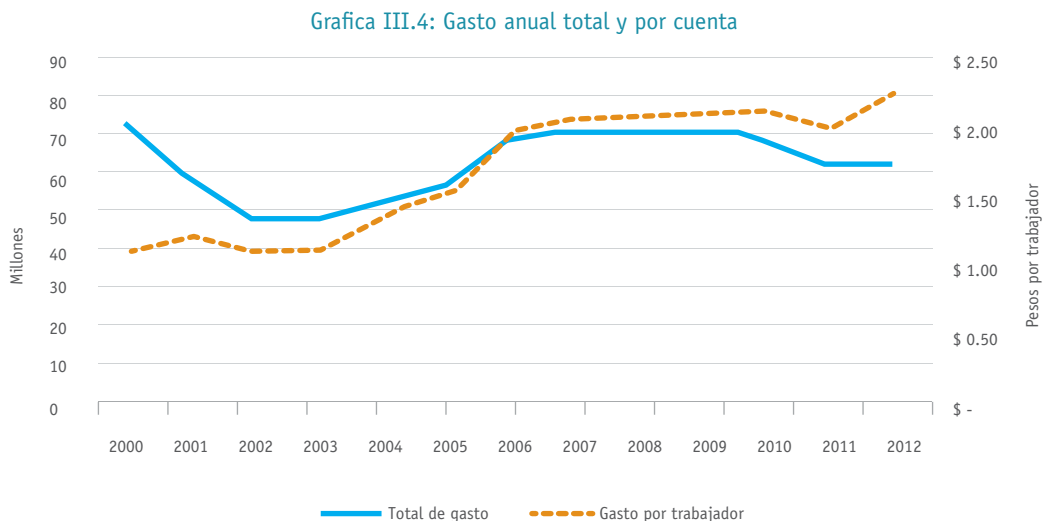
En segundo lugar, se ha observado un fuerte dinamismo en materia de competencia. Las empresas en esta industria compiten por participación de mercado, principalmente por la vía de agentes promotores y gasto en publicidad, lo que está directamente relacionado con el número de traspasos de trabajadores entre Afores.

En la historia de la industria se observa un número de traspasos considerable: entre 0 y 11 por ciento de las cuentas se han cambiado de Afore en un año dado, cerca de 4.3 por ciento en promedio desde 1999 a 2014. Si bien la cifra pudiera parecer pequeña, en términos absolutos cada punto porcentual representa actualmente más de 500 mil cuentas. Aún más relevante es que casi la mitad de estos traspasos se da hacia Afores que son dominadas en términos de rendimientos netos medidos con la metodología CONSAR, posiblemente impulsado por la

labor persuasiva del agente promotor, quien normalmente recibe una compensación variable en función de los saldos atraídos.⁷

La Gráfica III.4 muestra que el gasto por trabajador en la industria casi se duplicó del 2002 al 2013, periodo que coincide con cambios importantes en la regulación comercial. En este periodo también se observa un aumento en el número de promotores (Grafica V.1).

A nivel internacional el gasto de las Afores es un poco mayor al de otros países con un sistema similar, aunque mucho mayor al de países desarrollados (ver Grafica III.5).⁸

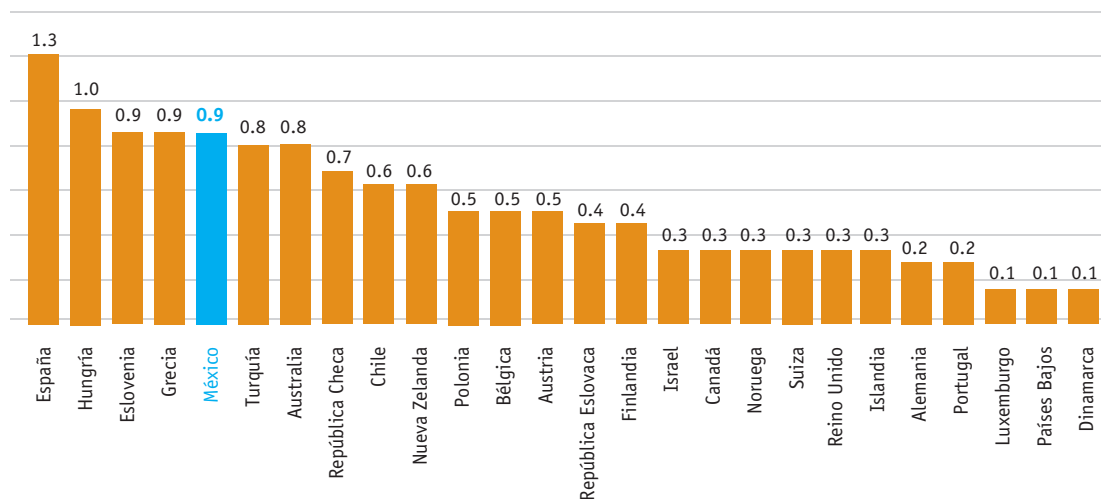


Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

⁷ La evidencia empírica sobre fondos de inversión muestra sin embargo que no necesariamente retornos buenos en el pasado implican retornos buenos en el futuro. Corhart (1997) encuentra por ejemplo que la persistencia de retorno en fondos mutuales es poca y se da por la persistencia de bajos retornos en algunos fondos. Brown y Goetzmann (1995) encuentran resultados similares. No conocemos la evidencia para México.

⁸ Es importante acotar la validez de estas comparaciones. Las comparaciones internacionales deben interpretarse con cuidado, ya que reflejan no solo diferentes estructuras de organización industrial, sino mayor aprendizaje por parte de los consumidores y empresas y típicamente mayores activos manejados.

Grafica III.5: Gastos operativo como porcentaje de los activos netos (Dic 2011)



Fuente: OECD (Pensions at a Glance 2013)

El mercado de las Afores ofrece un producto complejo. En la siguiente sección mostraremos que el papel del regulador es de gran importancia en este mercado por varias razones. Primero, el ahorro es obligatorio, y esto puede generar que el mercado no funcione adecuadamente. Segundo, el producto a “comprar” rinde beneficios en el muy largo plazo y no es fácil calcular cual Afore ofrecerá los mejores rendimientos netos dada la incertidumbre de los retornos y la edad de retiro. Tercero, la retroalimentación (i.e. el retorno neto) tiene un componente aleatorio importante y por lo tanto aprendizaje puede ser lento, a diferencia de –por ejemplo– un bien de consumo como una comida en un restaurante, sobre el cual es posible evaluar rápidamente su calidad. Cuarto y de forma relacionada con los puntos anteriores, diversos estudios en México y en varios países muestran que la elasticidad precio es muy baja.

Al ser un mercado con un producto complejo, que además tiene componentes obligatorios y otros de libre competencia, y en el que como se describirá posteriormente existe inercia de los ahorradores, la tarea del regulador es difícil.

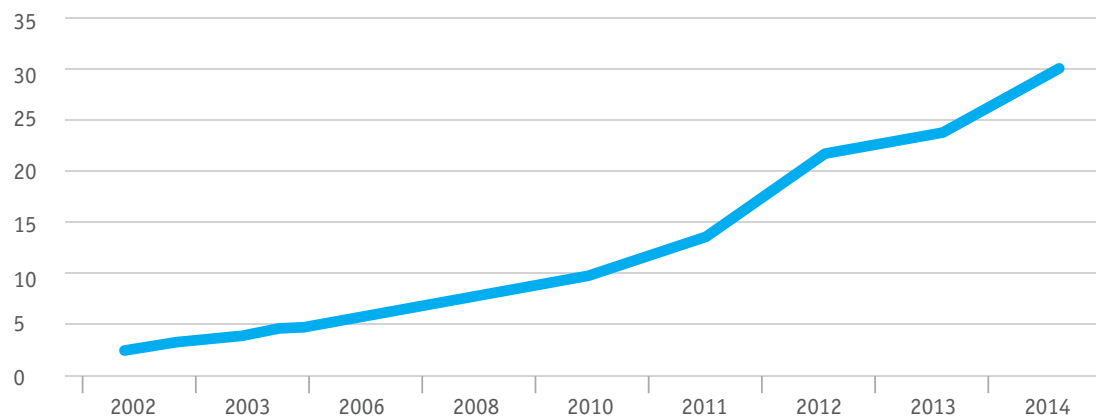
En nuestra revisión percibimos una curva de aprendizaje por parte del regulador que se ha visto reflejado en cambios regulatorios frecuentes.

IV Causas de la evolución regulatoria: entendimiento progresivo del mercado

El régimen regulatorio al que ha estado sujeto el mercado del SAR ha sido cambiante a lo largo de los 17 años de su existencia.

Un motor de la mayor parte de los cambios ha sido el aprendizaje del regulador sobre el funcionamiento de la industria en su búsqueda de llevarla a un mejor equilibrio. La Gráfica IV.1 muestra el número de circulares expedidas por la CONSAR en el tiempo. Es claro --al menos en cantidad de cambios regulatorios-- que el regulador ha sido muy activo. En esta sección y las siguientes documentamos que esta actividad no solo se refleja en cantidad de circulares, sino en cuestiones sustantivas y cambios profundos en la estrategia regulatoria.

Gráfica IV.1: Acumulado de circulares expedidas



Nota: La construcción de esta gráfica se hace a partir de los datos de circulares expedidas encontrados en la página de internet de la CONSAR. Para este fin, se sumaron todas aquellas circulares nuevas expedidas en un año determinado y, posteriormente, con este dato se formó el acumulado.

El SAR fue diseñado sobre una serie de supuestos implícitos, entre los que destacan tres: (a) el consumidor es sofisticado y se informará adecuadamente de la evolución de su cuenta individual, los planes de Afores alternativas, y escogerá la más conveniente en términos de retornos netos y servicio; (b) dicho comportamiento del consumidor redundará en una presión competitiva entre Afores ya que los productos que ofrecen son altamente homogéneos, y esto a su vez generará eficiencia en el gasto de las Afores; (c) no hay grandes barreras a la entrada

al mercado de Afores y la competencia debería ser vigorosa.⁹ El regulador ha ido aprendiendo con el tiempo en qué medida estos supuestos son ciertos.

Con respecto a la *sofisticación del consumidor* se pueden destacar varios hechos. El primero es que existe una amplia dispersión de precios en un producto relativamente homogéneo.¹⁰ Esto se muestra en las columnas 1-3 de la Tabla IV.1, obtenida de Hastings, et al. (2013) para el periodo 1997-2006. También se muestra en la Gráfica IV.2 para un periodo más reciente. La Tabla IV.1 muestra que las comisiones de flujo y saldo no solo variaban significativamente entre Afores¹¹, sino que algunas Afores estaban (débilmente) dominadas en términos de ambas (como Santander, Profuturo, etc.) y aun así tenían una proporción grande de clientes.

Hastings, et al (2013) calcularon que gran parte de los trabajadores no están en la Afore que más les conviene en términos de retornos netos. La columna 4 reporta el resultado del siguiente ejercicio: para cada ahorrador calcula cual es la Afore que le daría mayor rendimiento neto tomando en cuenta su edad, el retorno, y comisiones de cada Afore y un horizonte de 10 años de ahorro. Paso siguiente ordena las Afores de forma que a la Afore más conveniente para ese ahorrador le asigna el número 1 y la que menos le conviene le asigna el 16 (“*ranking*”). De esta forma, si los ahorradores estuvieran en la Afore más conveniente, toda la columna 4 estaría compuesta de 1’s. Esto no es así. Es común que los trabajadores estuvieran en su Afore número 8 o número 14 en vez de en la número 1. ¿Pero cuánto les cuesta esto? Por ejemplo, la columna 5 muestra que en promedio, los trabajadores de HSBC, se hubieran ahorrado 59 días de salario cambiándose a la mejor Afore para ellos. En otro estudio importante, la CONSAR encontró en el 2008 que 39.9% de las transferencias en el 2006 eran hacia a

⁹ Podríamos agregar como cuarto supuesto que el nuevo sistema iba a generar mayores incentivos a la cotización que el sistema anterior, en virtud del vínculo directo entre las cotizaciones y el saldo en la cuenta individual. El aumento en la formalidad laboral y su consecuente aumento de cotizaciones no se ha consumado por diversas razones ajenas al diseño del sistema de pensiones y más bien cercanas al funcionamiento del mercado laboral. Este artículo no profundiza en este tema pero se recomienda ver el análisis extensivo realizado por Levy (2008) para el caso de México y por Bosch, et al (2013) para América Latina.

¹⁰ Hastings, et al. (2013) muestra que --controlando por riesgo--no existen diferencias en retornos entre Afores.

¹¹ Durante el periodo en que los citados autores estudiaron el mercado de ahorro para el retiro mexicano las Afores podían cobrar comisiones sobre flujo, sobre saldo o bien una combinación de ambas.

Afores con mayores comisiones¹² y menores retornos (Calderón-Colín, Domínguez y Schwartz, 2008). Parece que los consumidores no son sofisticados dado que existe evidencia de que cometen errores¹³. Sin embargo, es relevante reconocer que estos ejercicios ex-post tienen limitaciones ya que ex-ante no se conocen los rendimientos.

Tabla IV.1

Afore	Comisión de flujo (Porcentaje) (1)	Comisiones sobre saldo (Porcentaje) (2)	Proporción de cuentas (Porcentaje) (3)	Lugar promedio ("Ranking") (4)	Ahorro promedio (días de salario) (5)
Santander	1.7	1	14.6	16.51	42.39
Garante	1.68	0	9.83	11.15	31.01
Bancrecer/ Dresdner/ HSBC	0	4.75	4.62	14.23	59.97
Bancomer	1.7	0	16.12	7.43	29.32
Profuturo GNP	1.7	0.5	12.45	14.41	34.35
Banorte Generali	1	1.5	8.35	8.04	34.7
ING / Bital	1.68	0	9.21	8.07	29.61
Banamex	1.7	0	12.94	9.71	28.22
Previnter	1.55	0	2.28	4.09	25.24
Inbursa	0	1.57	2.52	1.32	0.48
Tepeyac	1.17	1	0.52	7.19	26.88
Genesis Metropolitan	1.65	0	0.94	8.1	26.42
XXI	1.5	0.99	2.88	14.84	39.58
Atlantico Promex	1.4	0.95	1.32	13.02	39.57
Principal	0.9	1	1.01	2.36	11.59
Capitaliza	1.6	0	0.23	6.05	22.35
Zurich	0.95	1.25	0.18	5.91	26.22
				TOTAL	32.77

Fuente: Hastings et al (2013), con datos del periodo 1997-2006

¹² Medida como comisión equivalente por saldo.

¹³ Thaler y Sunstein (2008).

Con respecto al segundo punto puede decirse que sí existe *presión competitiva*, pero ésta se ha reflejado en buena parte en las estrategias comerciales de atracción de clientes por medio de promotores. Según Hastings, et al (2013) un determinante efectivo de la cuota de mercado de una Afore es el número de promotores que tiene. La Gráfica IV.2 muestra que ha habido una fuerte relación positiva entre número de promotores y cuota de mercado, sin importar el lugar en el “ranking” que ocupen (i.e. el tamaño del círculo). De hecho, en ese trabajo se establece estadísticamente que la elasticidad precio de la demanda es relativamente baja, es decir que los consumidores responden poco a comisiones, y aún menos cuando están más expuestos a los promotores. Esto no es sorprendente ya que la mayoría de los ahorradores obtienen la información sobre Afores del promotor.¹⁴ Estos resultados son consistentes con otros estudios realizados para México y a nivel internacional.¹⁵

Gráfica IV.2: cuota de mercado, promotores y “ranking de costo”



Fuente: Hastings, et al (2013).

¹⁴ Encuesta de Empleo, Retiro y Ahorro (2008).

¹⁵ Ver García y Rodríguez (2002), Meléndez (2009) para el caso mexicano, y Berstein y Cabrita (2006) y Marinovic y Valdés (2010) para Chile.

Los promotores pueden jugar un papel importante en el mercado en la medida en que proveen información de un producto complejo, ayudan a la toma de decisiones, enfatizan y persuaden sobre la importancia del ahorro. Sin embargo también es posible que se generen algunas ineficiencias, como por ejemplo (i) reducciones en la elasticidad de la demanda que implique comisiones por encima del costo marginal, (ii) gasto excesivo en promotores¹⁶, (iii) Afores con costos altos --que tienen cuota de mercado gracias a la labor persuasiva de los promotores-- que pueden sobrevivir junto con Afores de costos bajos, y (iv) asignación de ahorradores a Afores inadecuadas. Las Gráficas IV.3 y IV.4 proporcionan más evidencia con respecto a comisiones y gasto comercial.

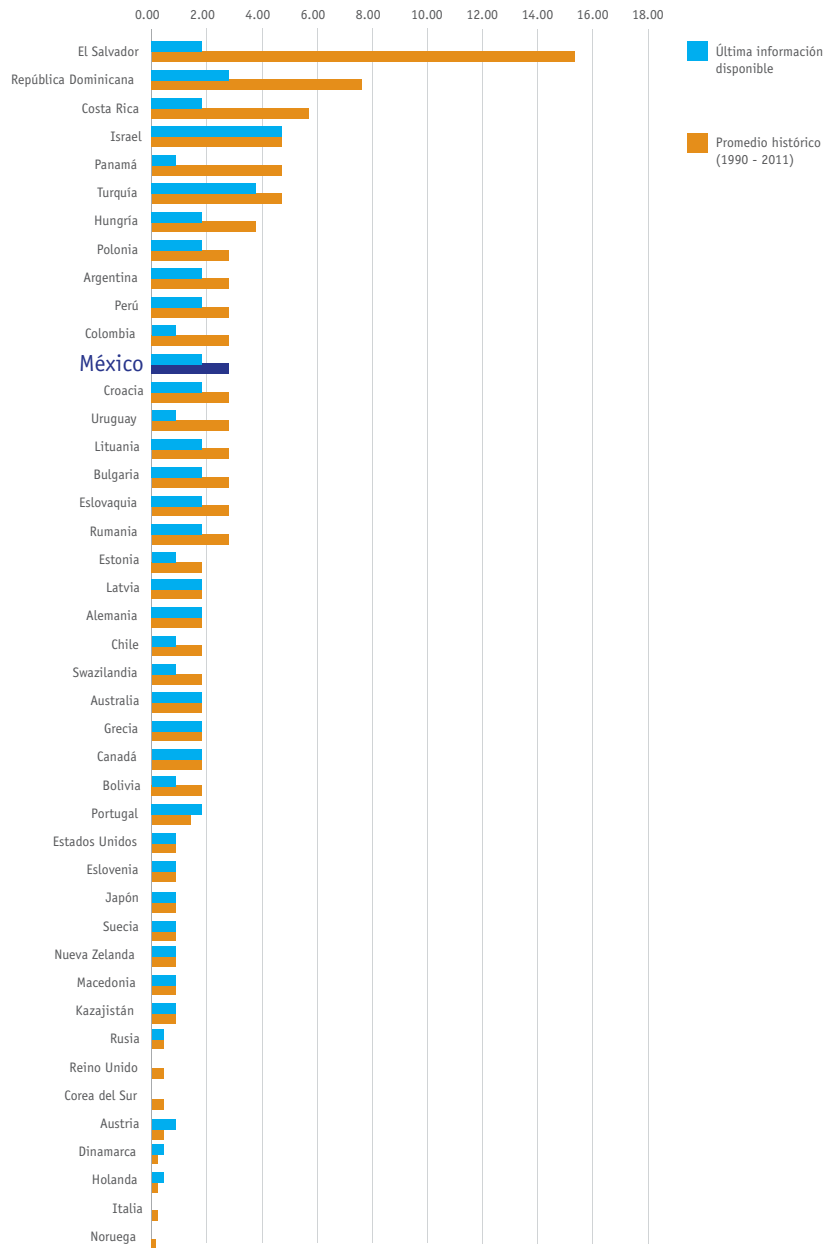
En un estudio reciente, Tuesta (2014) calcula las comisiones del mercado de ahorro para el retiro de distintos países. La Gráfica IV.3 reproduce su comparativo. A pesar de la reducción de las comisiones en México, éste aún ocupa el lugar 30 de 42 países estudiados. Tuesta muestra también que los sistemas obligatorios tienen mayores comisiones que los voluntarios. Vale la pena mencionar que la última información del 2015 muestra un nivel de 1.11%.

La Gráfica IV.4 muestra que hay una gran heterogeneidad entre Afores en el gasto operativo por cliente. Por ejemplo, Metlife gasta 6 veces más por trabajador que Banamex. Esto puede sugerir que coexisten Afores menos eficientes con Afores eficientes.¹⁷ Dicho gasto diferencial puede deberse en parte a la existencia de economías de escala y de ámbito. Si es más barato por cliente administrar una Afore grande entonces dichas Afores tendrán un costo menor.

¹⁶ El gasto es excesivo en la medida que los promotores no aporten un servicio útil para el consumidor (como consejos imparciales sobre ahorro, etc.) y se dediquen más bien a generar traspasos entre Afores, principalmente hacia Afores dominadas en términos de rendimientos netos, dado que esto no agrega valor social. En la medida en que el promotor provea información que facilite la mejor toma de decisiones y se evite la venta cruzada este gasto es socialmente productivo.

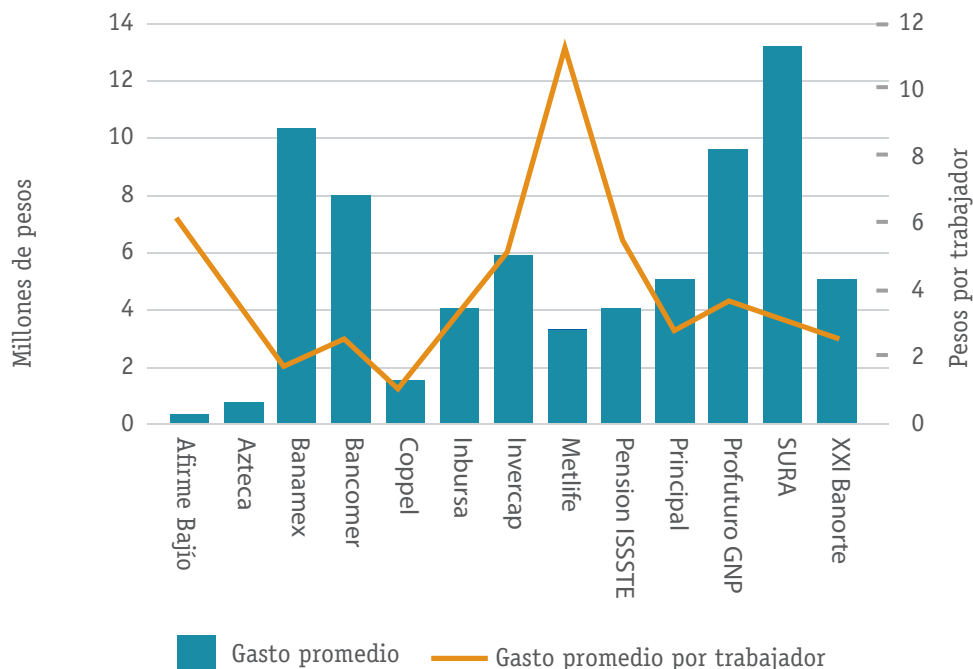
¹⁷ Aunque también puede ser que atiendan a nichos de mercado diferentes. Por ejemplo, puede ser eficiente gastar más en atraer cuentas más rentables. Las economías de ámbito también pueden ser un factor, Ver Valdés (2002) capítulo II y Hastings, et al. (2013).

Gráfica IV.3: Comisiones de las pensiones (como % de activos manejados)



Fuente: Tuesta (2014)

Gráfica IV.4: Gasto Promedio de los últimos 5 años disponibles completos (2008-2012)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

Existe evidencia en México y en varios países mostrando que efectivamente las actividades de inversión y atención de clientes tienen un costo fijo significativo, y por ende generan economías a escala.¹⁸ Bikker (2009) estima por ejemplo que en el caso de fondos de pensión en Holanda, si se duplica el número de clientes, los costos solo suben en 64%. En el caso de México, Maceira, et al (2010) encuentran que los costos medios son decrecientes hasta llegar a 1 millón de afiliados. Si hay economías a escala entonces las Afores chicas tendrán dificultad compitiendo con las grandes. Lo mismo es cierto si existen costos de traspaso entre Afores ya que hace complicado obtener clientes que ya tienen Afore. Esto último podría explicar porque la entrada de nuevas Afores no generó grandes cambios en las cuotas de mercado (ver Gráfica III.3).

¹⁸ Ver por ejemplo Bikker (2009) y Maceira et al (2010).

Al repasar la historia del sistema nos resulta claro que la CONSAR ha ido incorporando en su actuación el que los supuestos de partida no resultaron como se pensaba inicialmente, y ha modificado la regulación tratando de hacer el mercado más eficiente. La tarea es sin embargo sumamente compleja y en el recuento que sigue se puede advertir la curva de aprendizaje del regulador.¹⁹

¹⁹ El desafío de los organismos reguladores en el mundo, no solamente en México, ha sido el encontrar un balance entre dos posibles situaciones: (i) favorecer la libertad de elección como motor de la competencia; y (ii) evitar la tendencia observada en las Afores, cuando esa libertad de elección existe, a competir en variables distintas a las comisiones/rendimientos y no traspasar los ahorros en costos generados por las economías de escala al consumidor. La evidencia internacional muestra que los reguladores han adoptado todo tipo de medidas encaminadas a encontrar un paquete regulatorio óptimo, sin éxitos contundentes, aunque con algunas lecciones dignas de mayor exploración. Para una revisión de la evidencia para Argentina, Chile, Colombia, México y Perú ver Impavido et.al (2010).

V Reacción del regulador ante el comportamiento del consumidor y de la oferta

A. Regulación comercial y regulación de comisiones

La regulación comercial entre 1997 y 2014 no ha mostrado una tendencia clara. Más bien se han observado varios ciclos.

Desde el inicio del sistema se cuentan más de 20 cambios regulatorios con el fin de restringir o liberar el mercado de traspasos. Algunos de estos cambios han sido fundamentales y en nuestra interpretación responden a cambios en la visión del regulador sobre la mejor manera de promover un mercado competitivo. En efecto, los datos indican que la posición del regulador sobre la concentración y la disputabilidad del mercado, es decir, su modelo de industria, ha variado en forma pendular en la historia del sistema. Este no es el caso en cuanto a la regulación de las inversiones, en donde se percibe una evolución clara sin cambios de tendencia.

En el arranque de la industria en 1997 y por algunos años el regulador fue conservador en materia de traspasos; posteriormente impulsó un modelo basado en mecanismos de mercado en el que la entrada de más empresas a la industria y la facilidad para el traspaso eran la pieza clave para generar mayor competencia. Esto fue acompañado por un rol de agregador de demanda para un segmento de los consumidores, mediante la política de asignaciones del flujo de indecisos. A este periodo intermedio le siguió más recientemente otro modelo de industria en el que de nuevo se regula intensivamente el mercado de traspasos, se sustituyen los mecanismos de mercado por herramientas directas de regulación como la negociación de precios entre las Afores y la CONSAR, se abandona el objetivo de mayor entrada como motor de competencia y se refina el proceso de agregación de demanda para incluir asignaciones recurrentes del stock de clientes inactivos. A continuación describimos con mayor detalle estas etapas en la industria.²⁰

²⁰ Por temas de espacio y simplificación del análisis no se incluye el tema de los descuentos por permanencia, mismos que las Afores pudieron adoptar entre 1997 y 2008.

Etapa 1. Lanzamiento de la industria y primera consolidación (1997-2002)

En el inicio del sistema se observaron gastos comerciales masivos asociados a la captación de clientes (ver Figura III.4). La carrera inicial por una participación de mercado inició en febrero de 1997 e implicó la acción de hasta 53 mil promotores (Ver Gráfica V.1).

La CONSAR adoptó una regulación conservadora que buscaba limitar los traspasos mediante el establecimiento de una cláusula de permanencia mínima en la Afore, quizás en reacción a la experiencia chilena en donde en esa época existía un problema serio de malas prácticas para promover el traspaso. Esta regulación establecía que los afiliados no podían cambiarse de Afore en un periodo de 12 meses posteriores a la afiliación. Además el trámite para el traspaso lo debía hacer la Afore que perdería su cliente, generando un incentivo negativo.

Esta regla para los traspasos se mantuvo vigente desde el inicio del sistema hasta septiembre de 2002, fecha en que fueron aprobadas nuevas reglas caracterizadas por un mayor grado de flexibilidad. Menos del 1% de las cuentas registradas fueron traspasadas cada año en el periodo de 1997 a septiembre de 2002.

Por otra parte, en mayo de 1998 inició una etapa de consolidación en la industria, caracterizada por la salida de las empresas más pequeñas. Entre esa fecha y finales del 2001 se registraron ocho operaciones de compra de acciones de Afores y un proceso de fusión.²¹ El número de empresas pasó de 17 en el arranque del sistema a 11 en 2002 (ver Gráfica III.3). Consistente con este proceso, el número de promotores disminuyó hasta 10 mil alrededor en 2001 (ver Gráfica V.I). Este tipo de proceso de consolidación posterior a la etapa de lanzamiento de la industria también se observó en otros países, como por ejemplo en Chile en la primera década de funcionamiento del sistema (Castro y Reyes, 2008).

²¹ Tres de las operaciones de compra involucraron la totalidad del capital y las restantes se efectuaron sobre participaciones que varían del 47% al 51% del capital accionario de las empresas. Las operaciones que involucraron al 100% del capital se efectuaron sobre Afores que durante los primeros años de operación del sistema alcanzaron una participación limitada de mercado. Entre estas se clasifican la compra de Afore Previnter, Génesis y Atlántico por parte de las Afores Profuturo, Santander y Principal respectivamente. Por su parte, las compras parciales del capital de las Afores se derivaron en su mayoría del proceso de consolidación observado por los grupos financieros en el país. En este tipo de operaciones se clasifican el incremento en la participación accionaria de Citibank, ING, GNP y BBVA Bancomer en las Afores Garante, Bital, Profuturo y Bancomer respectivamente. En lo que corresponde al proceso de fusión observado, este se efectuó entre las Afores Capitaliza e Inbursa prevaleciendo esta última.

Etapa 2. Regulación basada en mecanismos de mercado (2002-2006)

En septiembre 2002 se inició un proceso de aprobación de nuevas reglas para la actividad comercial caracterizadas por un mayor grado de flexibilidad para los traspasos, mismas que se materializaron en cinco cambios al Reglamento y Circulares (Circulares 28-8, 28-9, 28-11 y 28-12). El paquete más amplio de reformas fue aprobado en diciembre de 2004.²² La nueva regulación tenía como objetivo asignar los trámites del traspaso a la Afore receptora; la descentralización de los costos operativos (llenado de solicitudes, monitoreo y verificación del proceso a las entidades que menos costos enfrentaban para realizar esta tarea); y la eliminación de la pérdida asociada a la adquisición de beneficios adicionales por antigüedad.²³ Finalmente la CONSAR habilitó la posibilidad de efectuar el traspaso por Internet las 24 horas del día los 365 días del año.

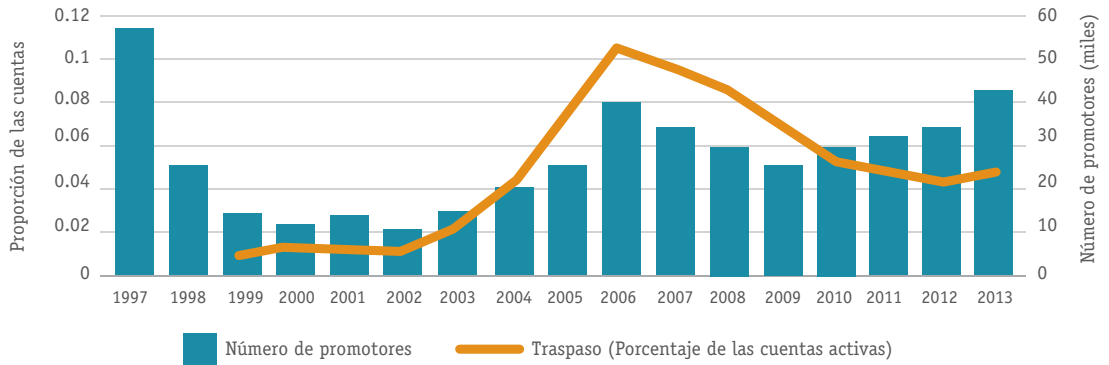
Estos cambios regulatorios eliminaron drásticamente los costos de permanencia al permitir que el trabajador optara por cambiarse de empresa cuantas veces quisiera. Además se agregó la cláusula “siempre y cuando se cambie a una Afore más barata” durante los primeros doce meses de estancia en la Afore actual. Es importante entender esta regla: después de 12 meses el trabajador podía cambiarse a otra Afore, inclusive a una con mayor comisión y/o menores rendimientos. Esta regla se mantiene hasta la fecha.²⁴ La Gráfica V.1 muestra que estos cambios se reflejaron en mayores traspasos y mayor número de promotores.

²² En enero del 2005, con el fin de facilitar la comparación de precios, la CONSAR empezó a publicar una “comisión equivalente sobre saldo” y una “comisión equivalente sobre flujo”.

²³ Específicamente, en el primer rubro se eliminó la triangulación consumidor-administradora cedente-consumidor-administradora receptora y se simplificó a la figura consumidor-administradora receptora. En el segundo frente el consumidor ya no tenía que acudir físicamente a la empresa cedente, sino que los agentes vendedores de la empresa receptora serían los encargados de entregar al trabajador la solicitud de traspaso. Para asegurar la viabilidad de lo anterior, los sistemas de verificación de identidad se mejoraron.

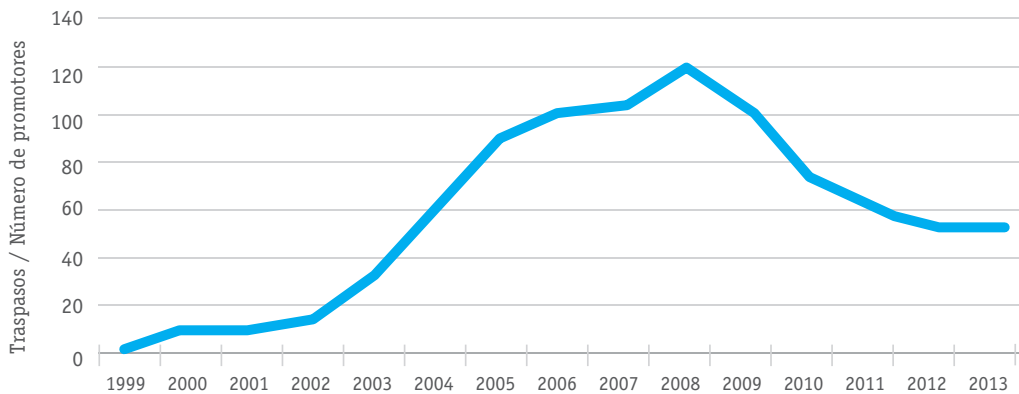
²⁴ Actualmente el criterio incorpora un indicador de rendimiento neto que se abordará posteriormente en el documento.

Gráfica V.1: traspasos porcentuales y promotores



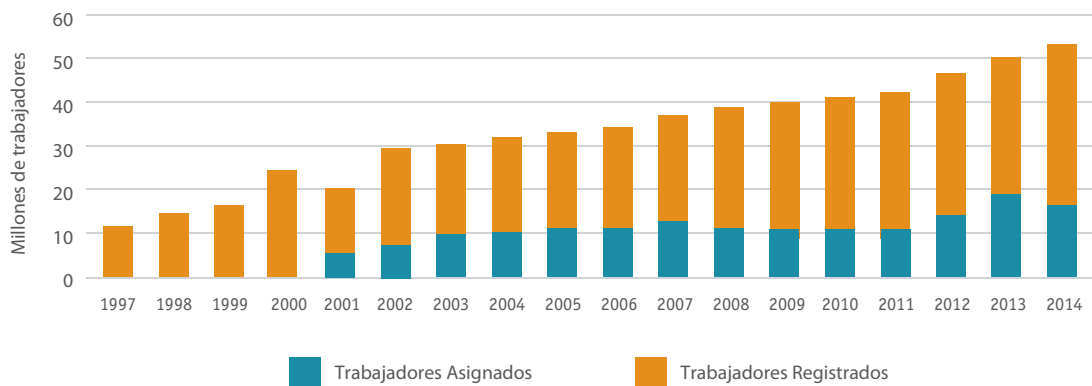
Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

Figura V.2: Traspasos por promotor



Otro cambio importante fue que desde mediados del 2001 el regulador inició un rol de *agregador de demanda* que se mantiene hasta la actualidad, mediante el establecimiento de un esquema de asignación del segmento de indecisos, que es el que probablemente registra una prácticamente nula elasticidad de demanda (ver gráfica V.3).

Gráfica V.3: Número de ahorradores registrados y asignados



En la primera asignación realizada en julio de 2001, se incluyeron las cuentas de trabajadores que no seleccionaron Afore durante los primeros cuatro años de operación del sistema, distribuyéndose éstas sobre la base de criterios de eficiencia y solvencia financiera de las empresas.²⁵ La distribución de cuentas entre las empresas que decidieron participar en el proceso se efectuó de conformidad con la “calificación” que cada una de ellas recibió como función de los criterios determinados en la Circular CONSAR 49-1.

El segundo proceso de asignación se efectuó en el mes de junio de 2002 y comprendió las cuentas de trabajadores que ingresaron a cotizar al SAR entre el primero de julio de 2001 y el 30 de abril de 2002 y que no ejercieron su derecho a seleccionar Afore. A diferencia del proceso de asignación anterior, en éste las cuentas sólo fueron distribuidas entre el primer cuartil de empresas mejor calificadas conforme a criterios de eficiencia, rendimientos, ubicación geográfica y situación financiera. Los criterios otorgaban una ponderación del 90 por ciento a la comisión.

²⁵ El artículo Séptimo Transitorio del Decreto de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro estableció un período de cuatro años a partir de su entrada en vigor para que los trabajadores seleccionaran Afore. Durante ese período, los recursos de los trabajadores sin Afore fueron canalizados a una cuenta concentradora abierta a nombre del IMSS y administrada por el Banco de México.

El regulador mantuvo la asignación del flujo de trabajadores indecisos bajo estos criterios de forma recurrente cada bimestre hasta 2008. Con ello el regulador favoreció la disminución de las barreras a la entrada, ya que permitía estrategias de entrada de bajo costo en donde no eran necesarios los promotores para atraer cuentas. Esto fue acompañado de la cláusula de traspaso solamente a Afores con menores comisiones, lo cual protegía temporalmente a Afores que entraron con comisiones bajas al mercado.

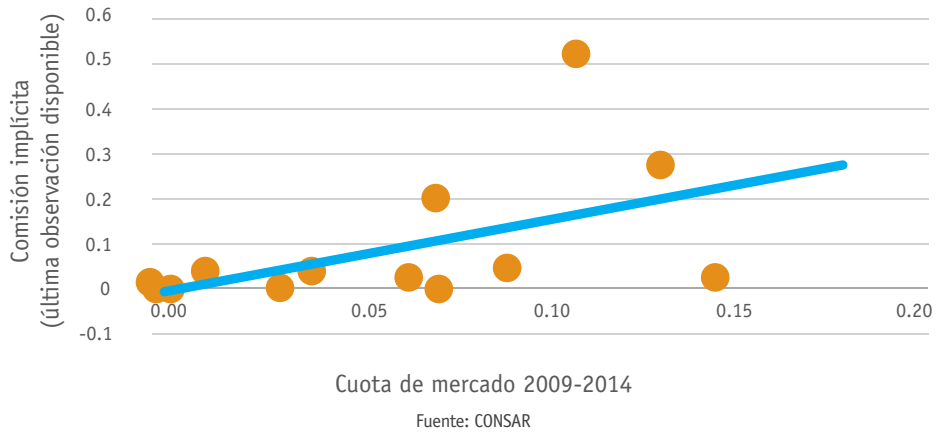
Con este paquete regulatorio el número de empresas se incrementó de 11 en 2002 a 21 en 2006 y el número de promotores se elevó de 12 mil a 35 mil. El número de traspasos por año aumentó de 129 mil en 2002 a un máximo histórico de 3.8 millones en 2006. Además, se observó por primera vez un periodo sostenido de reducción de las comisiones *promedio* en la industria, explicado principalmente por las relativamente más bajas comisiones de las Afores que entraron al mercado por la vía de una menor comisión.

Este último punto es importante. La baja en comisiones no se dio por un cambio en la dinámica competitiva de la industria, en el que las empresas existentes reaccionaron a las comisiones bajas de las empresas entrantes. En lugar de esto se observó, salvo casos aislados de bajas en comisiones de algunos participantes más bien medianos, una reacción comercial agresiva por parte de las empresas existentes por medio de mayor gasto en mercadotecnia y promoción.

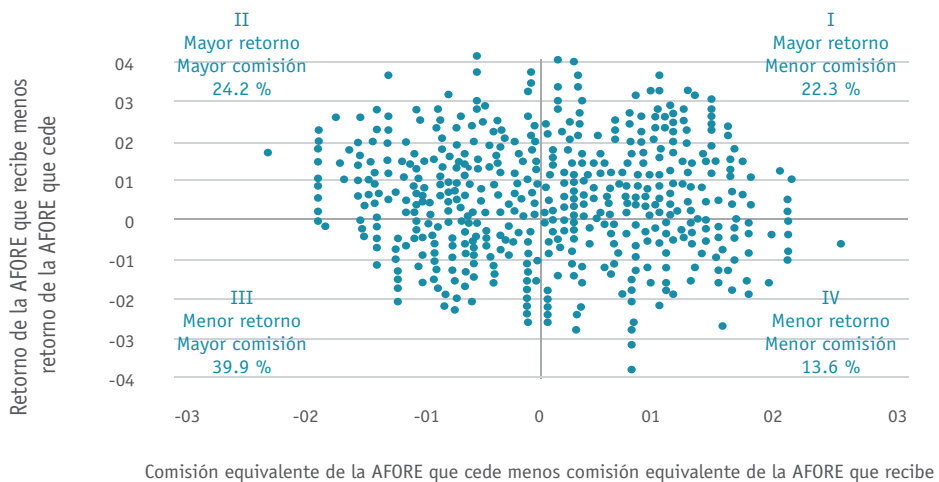
Etapa 3. Cambio de modelo (2007-2011)

Hacia finales del 2006 la industria se encontraba compuesta por 14 Afores tradicionales y 7 Afores de nuevo ingreso así como un nivel de traspasos alto. A pesar del dinamismo observado en la industria, no existía una relación negativa entre la comisión implícita y la cuota de mercado. Al parecer es al revés: Afores con mayores comisiones tenían mayor número de clientes (ver gráfica V.4). Relacionado con esto, la CONSAR encontró que una alta proporción de los traspasos no necesariamente se daba hacia las mejores Afores en términos de rendimientos netos, sino en respuesta al volumen de la actividad de los promotores (Ver Calderón, et al (2008)). Por otro lado, la CONSAR también encontró casos de traspasos indebidos, es decir, de traspasos de una Afore a otra sin el consentimiento del trabajador (ver gráfica V.5).

Gráfica V.4: Comisión implícita y cuota de mercado



Gráfica V.5: Traspasos y retornos



La Gráfica V.5 presenta los 2.8 millones de traspasos que sucedieron en 2006. El cuadrante I representa aquellas cuentas cuyo traspaso sucedió hacia Afores con condiciones más favorables para el trabajador. En este cuadrante se encuentra el 22% de las cuentas. El cuadrante II representa aquellos traspasos para los que la cuenta fue transferida a una Afore con mayor retorno y mayor comisión y tiene el 24% de las cuentas. Los cuadrantes III y IV representan aquellos trabajadores que se movieron hacia una Afore con menor retorno y mayor comisión (III, 38% de las cuentas) y con menor retorno y menor comisión (IV, 14% de las cuentas).

Con esta evidencia el regulador modificó el paquete regulatorio por uno que de nuevo estableció controles a la actividad comercial y restó importancia al objetivo previo de incentivar mayor competencia por la vía de la entrada de empresas. En congruencia con esto, la CONSAR cambió los criterios de asignación de cuentas, simplificó la estructura de comisiones y estableció un control de precios. De este modo, en esta etapa se observan cambios fundamentales que pueden ser considerados un cambio de visión del regulador. Los principales cambios fueron los siguientes:

- A partir del 15 de marzo de 2008 las Afores solamente estuvieron habilitadas a cobrar comisiones sobre el saldo de los recursos administrados. Esto provocó la consolidación de Afores, dando una desventaja a Afores nuevas.
- Se creó el Indicador de Rendimiento Neto (IRN) y se estableció como variable de comparación para la elección de afores entre los trabajadores.²⁶ Se mantuvo la regla de no traspaso a una Afore de menor IRN durante el primer año de estancia en una Afore, ligando así un mayor vínculo entre la capacidad de atracción y retención comercial de las Afores y los rendimientos netos ofrecidos, aunque sea en un horizonte temporal reducido de 12 meses.
- Para contener la actividad comercial el regulador endureció los requisitos para la afiliación y traspaso, en particular los relacionados con la verificación de la voluntad e identidad del trabajador, conservando el derecho de los trabajadores a cambiarse de Afore antes del plazo de espera (12 meses), siempre que lo haga a una que tenga un rendimiento neto mayor, y sólo una vez en dicho lapso.
- Se fortaleció la regulación sobre publicidad de las Afores con el fin de evitar información imprecisa, errónea u omisa.
- En diciembre de 2008 se modificó el criterio de asignación, de uno de uno estrictamente basado en la comisión más baja a uno basado en el IRN. Adicionalmente se estableció que el proceso de asignación se realizaría una vez al año, en lugar de bimestralmente.

²⁶ El IRN en un principio fue un indicador que incorporaba el desempeño del rendimiento de cada empresa en los últimos 36 meses. Actualmente el plazo es diferente según Siefore. SB1: 36 meses; SB2: 60 meses; SB3: 84 meses; y SB4: 84 meses.

En 2008, en medio de fuertes presiones por los efectos inmediatos de la volatilidad de los mercados internacionales en el valor de los fondos, el regulador recibió del Congreso mediante una reforma de la Ley, la facultad para controlar los precios.²⁷ Desde 2008 las Afores someten a consideración de la CONSAR cada fin de año la comisión a cobrar para el siguiente año calendario y la Junta de Gobierno de ésta las aprueba o rechaza. La Ley del SAR establece que la Junta de Gobierno de la CONSAR analizará la solicitud de aprobación de comisiones de las Afores considerando los siguientes criterios generales: montos de activos en administración; la estructura de costos de las Afores; y, el nivel de las demás comisiones observadas en el mercado.

Esto creó un grado significativo de incertidumbre en la industria al no establecerse una regla explícita, sino solamente criterios generales. Entre 2008 y 2010 el regulador fijó techos máximos y negoció a nivel individual el nivel de comisiones. Las comisiones cayeron 1.71% a 1.52% (en promedio ponderado) en ese periodo. Pero como se aprecia en la Gráfica III.1 Panel B la comisión implícita venía disminuyendo desde antes.

Estos cambios tuvieron dos efectos muy claros en la estructura de la industria: la entrada de empresas se frenó²⁸ y se inició un segundo proceso de consolidación mediante una ola de adquisiciones y fusiones.²⁹ Ambos procesos apuntan a un mercado más concentrado.³⁰

²⁷ Las minusvalías experimentadas por los fondos en 2008, debido al aumento de las tasas de interés de largo plazo y la caída de los mercados accionarios, provocaron un ambiente político adverso al SAR por lo que, en adición a la reforma legal mencionada, también se introdujeron cambios legales a la LSS aumentando la posibilidad de que los trabajadores retiren recursos de su cuenta individual por desempleo, es decir, reanimando las controversias sobre el uso de los fondos de retiro para fines distintos a los del financiamiento de las pensiones futuras.

²⁸ Esto se explica por varias razones. En primer lugar una Afore nueva no tiene un historial de rendimientos y por consiguiente no hay elementos para adjudicar la asignación a empresas nuevas. Por otro lado, al ser las cuentas asignadas típicamente las de menor saldo promedio, el número de cuentas necesario para alcanzar una escala mínima eficiente es mayor cuando no es posible cobrar sobre el flujo de las cotizaciones. Por ello, el cambio de modelo regulatorio provocó un cambio negativo en las perspectivas de negocio de las Afores que entraron aprovechando la asignación de cuentas bajo la premisa de que era posible cobrar una comisión por flujo.

²⁹ Esto se explica principalmente por el ahorro en costos para limitar la caída en comisiones. La perspectiva de un modelo regulatorio que no favorece los traspasos también es un elemento importante en los modelos de valuación de las empresas en este mercado.

³⁰ Entre 2007 y 2001 se observaron 6 transacciones importantes en esta dirección: ING adquiere Afore Santander en julio 2007, Metlife adquiere Afore Activer en Noviembre de 2007, Afore Banorte adquiere a Afore Ixe en junio de 2009, Afore Banorte adquiere a Afore Ahorra Ahora en julio 2009, se explican por decisiones de negocio a nivel global de los grupos participantes en el sistema, tal como la salida de ING.

Etapa 4. Micro-regulación (2011 e adelante)

Desde 2011 a la fecha el regulador ha hecho más costoso el traspaso para las Afores tanto por la vía operativa (más trámites, mayor control, etc.) como indirectamente por la vía de menores ingresos por cuenta atraída (por la caída en las comisiones). Por otro lado el número de promotores y el gasto comercial ha tenido una tendencia a la alza. De acuerdo a la CONSAR, más de la mitad de los traspasos durante 2014 se dieron a empresas con menor rendimiento neto. Desde nuestro punto de vista esto se explica por varios procesos que se observan simultáneamente en la industria y que tienen efectos encontrados con la intención del regulador de disminuir los traspasos.

Primero, en 2010 se abre el mercado ISSSTE a la competencia con el resto de las Afores.³¹ El mercado ISSSTE es comercialmente atractivo por las más altas tasas de contribución en relación al mercado tradicional de trabajadores afiliados al IMSS. Esto fue sin duda incorporado en las estrategias de negocio de las Afores. En segundo término, el mercado de fusiones y adquisiciones continuó activo, observándose 5 transacciones adicionales³², algunas de ellas muy importantes en términos del número de cuentas y los saldos involucrados.³³

³¹ La reforma al ISSSTE en 2007 incorporó a los trabajadores del estado al sistema de cuentas individuales del SAR, sentando así las bases para un sistema nacional de pensiones. Esta reforma incorporó una serie de elementos innovadores, entre los que destacan: la libertad de elección entre el viejo sistema y el nuevo, el aumento paulatino de la edad de jubilación, la expansión de la cobertura hacia trabajadores por honorarios, lista de raya, eventuales, etc., y la introducción de un nuevo pilar solidario, entre otros. PensionISSSTE estuvo protegida durante los tres años posteriores a la reforma al sistema de pensiones del ISSSTE, pero desde la apertura a la competencia en el sector ha sido perdedor neto de clientes.

³² Afore Principal adquiere Afore HSBC en abril 2011, Grupo Suramericana adquiere ING Afore en julio de 2011, Afore XXI y Afore Banorte se fusionan en octubre de 2011, la nueva Afore XXI Banorte adquiere Afore BBVA Bancomer en diciembre de 2012, Afore Profuturo GNP adquiere Afore Afirme Bajío en marzo de 2014.

³³ En este punto es importante recordar que la Ley del SAR establece que en caso de una fusión o adquisición los clientes de las Afore fusionada o adquirida tienen el derecho de cambiarse de Afore en los doce meses subsecuentes a la fecha de la transacción, aún si otras reglas asociadas al traspaso no otorgarían ese derecho. Una fusión o adquisición es entonces una oportunidad comercial valiosa para el resto de las empresas en el mercado, incluyendo aquellas que planean venderse en el futuro.

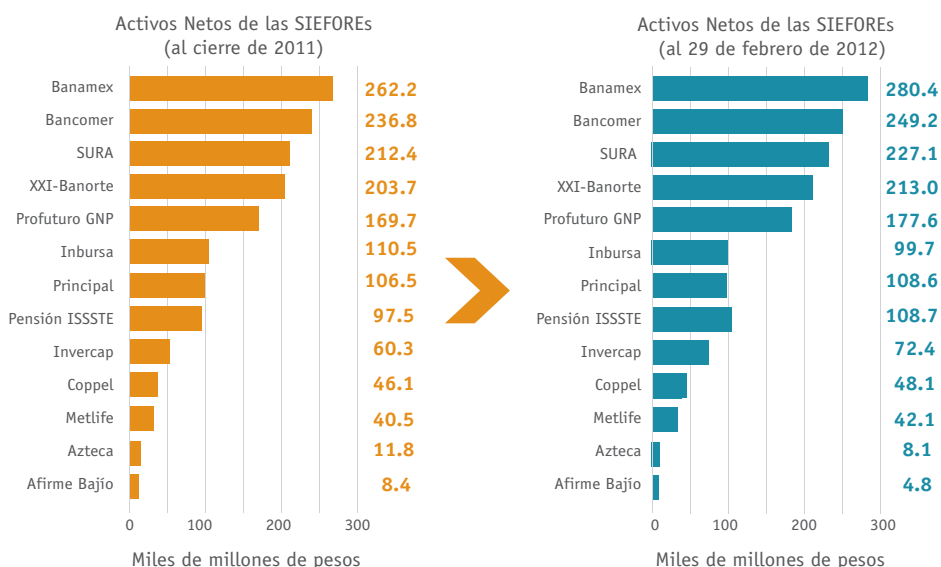
En cuanto al proceso de asignaciones de cuentas de indecisos, en Enero de 2012 la CONSAR definió nuevas reglas de asignación, con implicaciones significativas en la participación de mercado para algunas Afores. El nuevo diseño mantuvo la asignación anual del *flujo* de indecisos, vigente desde 2001, y agregó una reasignación bianual de un segmento del *stock* de indecisos.

El criterio de asignación corresponde a las Afores que se encuentren en el tercil superior del Índice de Rendimientos Netos (IRN). Adicionalmente, la CONSAR segmentó al universo de trabajadores asignables de acuerdo a un criterio de “actividad” basado en las cotizaciones a la cuenta individual en los seis bimestres previos a una fecha de corte indicada por la CONSAR. Las cuentas inactivas bajo esa definición recibieron un tratamiento distinto a las activas. La administración financiera de las cuentas inactivas fue transferida a Banco de México, mientras que la administración operativa fue licitada a las Afores mediante la creación de la figura de “Prestadora de Servicio”.³⁴

El número de cuentas y montos involucrados en este ejercicio de asignación no fueron menores: 4.7 millones de cuentas con saldos por 26,532 millones de pesos. Adicionalmente se transfirieron a la Prestadora de Servicios 165.8 miles de cuentas y a Banco de México recursos por 1,247.4 millones de pesos. La gráfica siguiente muestra el cambio en la participación de mercado (cuentas y saldos) a diciembre de 2011 versus febrero 2012, en donde se observa claramente que el proceso afectó los activos administrados de varias Afores.

³⁴ En realidad la mecánica fue más compleja. Una vez decididos los universos asignables, la CONSAR determinó cuantas de esas cuentas podían ser retenidas por las Afores con el fin de minimizar los costos de transacción de la operación. Por ejemplo, si se determina que la Afore A va a entregar al regulador 100 cuentas y de acuerdo a las reglas recibiría de vuelta 100 cuentas, la triangulación solo agregaría costos. En cambio, si se determina que va a recibir 80, entonces solamente entrega 20. En efecto, la CONSAR determinó que: (i) una Afore podrá retener las cuentas asignadas que no haya registrado, si su IRN ha estado en la mediana o por arriba de ella en 70% o más de los últimos 24 meses y no haya estado en el primer cuartil en 20% o más de dicho periodo; y que (ii) las Afores podrán recibir cuentas reasignadas si durante los 24 meses anteriores han permanecido en el tercil superior de rendimientos.

Gráfica V.6: activos de las Siefores antes y después de la asignación el diciembre del 2011.



Fuente: CONSAR.

En el 2014 se ejecutó el segundo ejercicio de asignación bajo las reglas descritas. La CONSAR además incorporó una ponderación al esfuerzo que las administradoras para “registrar” a sus cuentas asignadas. En el primer trimestre de 2014 se asignaron 805 mil 923 cuentas que se encontraban en la prestadora de servicios a 4 Afores, y se reasignaron a la Prestadora de Servicios 43,434 cuentas que durante un periodo consecutivo de seis bimestres no recibieron aportaciones. Finalmente, se reasignaron mil 396 cuentas de trabajadores que siguen sin elegir Afore después de dos años de haber sido asignadas en 2012.^{35, 36}

³⁵ En suma, usando el lenguaje de la CONSAR, han habido los siguientes procesos de asignación en la industria: la “asignación histórica” corresponde a la primera asignación en 2001, que fue de “stock”; la “reasignación histórica” corresponde a la asignación del stock de las cuentas asignadas entre 2002 y 2009. Además cada bimestre entre 2001 y 2008 y luego cada año desde 2009 existen “reasignaciones recurrentes de flujo”.

³⁶ Es interesante notar el proceso de revelación de precios de administración operativa de las cuentas que la CONSAR ha obtenido con la licitación de las cuentas inactivas. En el primer proceso XXI Banorte ganó la licitación con una comisión de 24.9 puntos base mientras que el segundo esta misma Afore volvió a ganar la licitación un precio de 10 puntos base. Esta comisión sigue siendo alta en una comparación internacional, ya que las mejores prácticas internacionales están entre 1 punto base (Chile) y 5 puntos base (Estonia) de acuerdo al Banco Mundial (ver lámina 5 de la siguiente presentación: <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/session7.pdf>). Es posible sin embargo que sea necesario ajustar esas cifras por el hecho de que en el caso mexicano se trata de cuentas inactivas.

En cuanto a la regulación de comisiones, en 2010 la CONSAR dio a conocer una regla indicativa de la trayectoria de mediano plazo de las comisiones de las Afores, en la que éstas convergen a 1% en el 2015. La autoridad estableció dos trayectorias según el año de inicio de operaciones de cada Afore en el sistema, pero ambas convergían a 1% en 2015.³⁷ La velocidad de ajuste hacia el 1% ha sido sujeta a un proceso de negociación entre la autoridad y las administradoras.

Cada año la CONSAR ha implementado una metodología diferente para la determinación del nivel de comisión objetivo durante el proceso de negociación individual. Esto resultó en una comisión de 1.48% para el ejercicio 2011 que bajó a 1.11% para el 2015. En la metodología no han sido transparentes en la manera como se ha establecido el objetivo a nivel Afore y los criterios de excepción.

B. Regulación de las inversiones

A diferencia de la regulación en lo relacionado con la organización industrial del mercado, el régimen de inversión ha evolucionado en una misma dirección. Por un lado el régimen de inversiones se ha ido liberalizando paulatinamente. Por otro, se ha adoptado una estructura de ciclo de vida en la que el contenido de las inversiones en renta variable disminuye conforme se acerca la edad de retiro.³⁸

El proceso de inversiones no solamente incluye las inversiones propiamente dichas, sino los procesos complementarios tales como la administración de riesgos. También ha habido avances importantes en esta área.³⁹

³⁷ 1 por ciento fue la comisión con la que pensión ISSSTE salió a competir al mercado en 2010.

³⁸ En 2002 se autorizó el funcionamiento de un segundo fondo y en 2008 se permitió la existencia de tres más. En 2012 se restructuraron los fondos a 4. Aún hay espacio para ser más agresivas en las edades y los límites de edad para invertir en sectores más riesgosos.

³⁹ Por ejemplo 4 Afores ya se autorizaron para operar con derivados. Esta revisión no cubre algunos temas importantes como la regulación de Siefres Adicionales, gobierno corporativo, ni el rol de la contraloría ni de la tesorería.

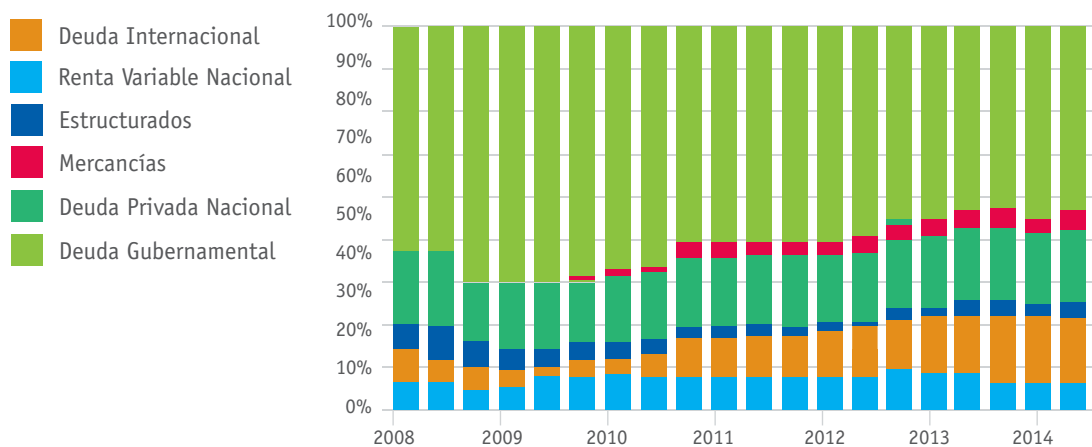
Tabla V.1: Evolución del Régimen de Inversiones: instrumentos permitidos

		97-99	2000-2004	2005-2007	2008-2010	2011-2013	LSAR-2014
Deuda	Gubernamental	●	●	●	●	●	
	Banacaria	●	●	●	●	●	
	Corporativa	○	●	●	●	●	
	Extranjera	○	○	●	●	●	
Renta variable	Índices (local)	○	○	●	●	●	
	Acciones (local)	○	○	○	●	●	
	Índices (ext)	○	○	●	●	●	
	Acciones (ext)	○	○	○	○	●	
Divisas	SD/Euro/Yen	○	●	●	●	●	
	Mercados Desarrollados	○	○	○	○	●	
	Mercados Emergentes	○	○	○	○	●	
ALternativos	Capital privado local (CKD's)	○	○	○	●	○	
	Bienes Raíces local (FIBRAS)	○	○	○	○	●	
	Bienes Raíces int (REIT's)	○	○	○	○	●	
Materias primas	Índices	○	○	○	○	●	
	Vehículos	○	○	○	○	●	
Derivados	Tradicionales	○	●	●	●	●	
	Swaptions	○	○	○	○	●	
	Materias primas	○	○	○	○	●	
Fondo mutuos		○	○	○	○	○	
Mandatos		○	○	○	○	●	
Reportos	Reportadoras	●	●	●	●	●	
	Reportadas	○	○	○	○	○	●
Préstamo de valores	Bonos	○	●	●	●	●	
	Acciones	○	○	○	○	○	●
Ofertas privadas		○	○	○	○	○	●

Fuente: presentación de Carlos Noriega Mayo 2014 en Cusco, Perú.

Mientras que al inicio en 1998 se requería invertir en bonos del gobierno mexicano, esta restricción se ha venido relajando dentro de los tipos de Siefores. La Siefore básica 4, que es la más agresiva en términos de consumo potencial de riesgo, tiene un límite de 40% en renta variable al cierre del 2014. Al mismo tiempo se han ampliado los instrumentos financieros en los que se puede invertir (ver Tabla V.1).

Gráfica V.7: Evolución reciente de la distribución del portafolio



Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR.

Los cambios al régimen de inversión se ven reflejados en la Gráfica V.7, donde se muestra el portafolio cada vez menos concentrado en deuda del gobierno.

La liberalización de la inversión se ha reflejado en mayor diversificación y probablemente mejores retornos.⁴⁰ La Gráfica V.8 muestra la evolución de los rendimientos, claramente se aprecia que estos son mayores en Siefores en las que se permite tomar más riesgo. La mayor diversificación se observa en la Gráfica V.9 como una reducción en la correlación entre el retorno de los bonos del gobierno y el retorno promedio de los portafolios de las Afores. A continuación describimos algunos de los cambios sin pretender ser exhaustivos.

⁴⁰ Decimos “probablemente” porque no podemos saber los retornos contrafactuales debido principalmente a los grandes cambios que experimentaron los mercados financieros a partir del 2007.

Durante los primeros tres años del sistema, las inversiones de las Afores estuvieron acotadas por el desarrollo del mercado de deuda local y por una regulación conservadora que buscaba consolidar la reputación del nuevo sistema de pensiones. Entre 1997 y el año 2000 el régimen de inversión se basaba únicamente en restricciones cuantitativas. Las inversiones se restringían a instrumentos de deuda del mercado local, con una inversión mínima en valores gubernamentales del 65% de los activos y con al menos el 65% del activo invertido en valores con plazo menor a 182 días. El plazo de referencia de la curva de valores gubernamentales era de un año. Entre 2000 y 2003 se crean los Comités de Riesgos con participación de Consejeros Independientes y se adoptan mejores prácticas de riesgo operativo e inversiones; se eliminan las restricciones por tipo de emisor y se definen a límites por calidad crediticia de los activos; y se establece el VaR como herramienta de administración de riesgos financieros.

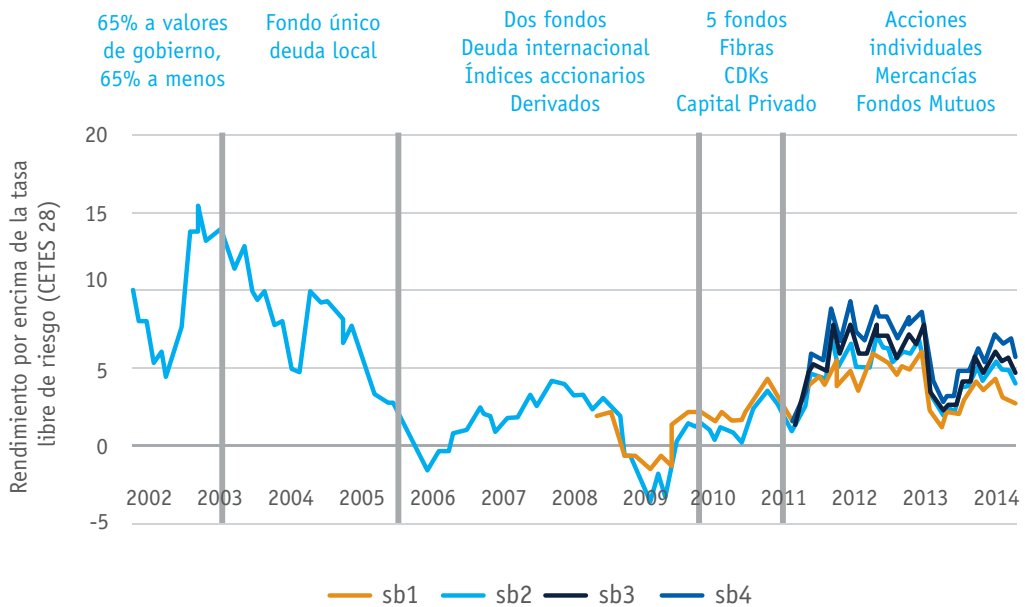
Durante los siguientes años, las modificaciones al RI se enfocaron a mejorar el perfil de plazo de las inversiones, diversificar los portafolios y aumentar los límites permisibles de riesgo en las carteras. En 2003 se autorizó la modificación del Régimen de Inversión para eliminar el límite de 10% máximo de inversión en títulos de entidades financieras y se establecen la prohibición de adquirir instrumentos de entidades relacionadas. Cabe señalar que dicho límite era el único límite sectorial en el Régimen de Inversión. También se permitió adquirir valores de deuda emitidos por los estados, municipios, gobierno del Distrito Federal y entidades paraestatales, sin que necesariamente éstos se encuentren indizados a la inflación.

En el 2006 se modifica el régimen de inversión de la SIEFORE básica 2, a fin aumentar el valor en riesgo al que se encuentran expuestas dichas sociedades de inversión, así como autorizar la adquisición de componentes de renta variable que estén estructurados en Notas. Ese año inicia formalmente el establecimiento de la regulación basada en riesgos.⁴¹ En el 2007 se crea una familia de Siefores que pueden tomar mayores riesgos (llamadas S2, S3 y S4). Se estableció que los trabajadores, en la medida que aumenta su edad, deben migrar hacia un fondo cuyo perfil de inversión sea congruente con el plazo restante que permanecerán en el SAR. Por lo anterior, las Afores debían transferir periódicamente recursos en efectivo entre las SIEFORES que operan. También se ampliaron las posibilidades de inversión incluyendo a los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS) y a los Instrumentos Estructurados.

⁴¹ Además del riesgo financiero, esta regulación incluye el riesgo operativo, tema tampoco abordado en este documento.

En el 2008 se permite la inversión en obligaciones subordinadas para fomentar que los recursos pensionarios otorguen financiamiento al desarrollo de infraestructura del país. Se ajustaron los límites de inversión en instrumentos con calificación crediticia A y AA, y se ampliaron las posibilidades de inversión en instrumentos como índices accionarios y los vehículos de inversión que replican canastas de activos permitidos.

Gráfica V.8: Evolución del rendimiento



Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR. Idea: presentación de Calos Sales (2012).

Tabla V.2: Comparativo internacional de Regímenes de inversión

	Chile	Colombia	México	Perú
Renta variable	Global: 50% Fondo A: 80% Fondo B: 60% Fondo C: 40% Fondo D: 20% Fondo E: 5%	Global: 50% Fondo C: 70% Fondo B: 45% Fondo A: 20%	Global: 30% SB4: 40% SB3: 30% SB2: 25% SB1: 5%	Global: 50% Fondo 3: 80% Fondo 2: 45% Fondo 1: 10%
Mercados internacionales	5 fondos en conjunto: 80% Fondo A: 100% Fondo B: 90% Fondo C: 75% Fondo D: 45% Fondo E: 35%	Fondo C: 70% Fondo B: 60% Fondo A: 40%	20% en cada fondo	40% en cada fondo (a partir de julio 2014)
Fondos mutuos	5% de las acciones emitidas	Fondo C: 70% Fondo B: 60% Fondo A: 40%	Sin regulación secundaria	Instrumentos son aprobados caso por caso
Capital privado	Fondos cerrados: compromiso \leq 2% AuM de los 5 fondos	Fondo C: 7% Fondo B: 5% Fondo A: 0%	CKD's: SB4: 20% SB3: 20% SB2: 15% SB1: 0%	Instrumentos son aprobados caso por caso
Bienes raíces	Exposición por fondos mutuos	Exposición por Fondos de capital privado	Exposición por CKD's, FIBRAS Exposición indirecta por medio de índices de REIT's	Exposición por fondos mutuos
Commodities	Exposición por fondos mutuos	Exposición por fondos mutuos	SB4: 10% SB3: 10% SB2: 5% SB1: 0%	Exposición por fondos mutuos

Fuente: presentación de Carlos Noriega Mayo 2014 en Cusco, Perú.
Nota: AUM por sus siglas en inglés significa "Activos en Administración"

En el 2009 se ajustaron los mecanismos que evitan el riesgo de concentración en una misma emisión de instrumentos de deuda, instrumentos estructurados, FIBRAS o valores extranjeros. De esta manera el límite máximo de concentración aplicable a las inversiones de las SIEFORES operadas por una misma Afore en una emisión específica se estableció en 35 por ciento del valor colocado. También se ampliaron las opciones de inversión de dichos fondos con lo cual se permite invertir en ofertas públicas iniciales de emisores nacionales en la Bolsa Mexicana de Valores y en acciones individuales nacionales que cotizan en el mercado de valores nacional. Asimismo, se permitió invertir en obligaciones convertibles en acciones de Sociedades Anónimas Bursátiles.

Durante 2010 se permite a los fondos de pensiones invertir en títulos individuales de capital de empresas mexicanas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores colocados por primera vez entre el público inversionista o bien de aquéllas que por su reducida operatividad no forman parte de los índices accionarios previstos en la regulación vigente. 2010 fue también un año de redefinición de la metodología VaR que buscó contrarrestar su proclividad.

En el 2011, se autoriza que las Afores puedan participar en emisiones de menor cuantía con el objetivo de que a través de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs) se promuevan empresas incluso listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. De igual forma, se permitió la participación de co-inversionistas de las Afore en los CKDs. Se autorizaron igualmente ajustes cuantitativos a diversos parámetros y límites que definen el Régimen de Inversión, como los rangos de edad que determinan en qué SIEFORE se pueden invertir los recursos (el rango de edad de los trabajadores que invertirán sus recursos en la SB2 se cambió de 46 a 55 años a 46 a 59 años. Se amplió la gama de vehículos de inversión al incluir a las sociedades de inversión comunes o fondos mutuos.

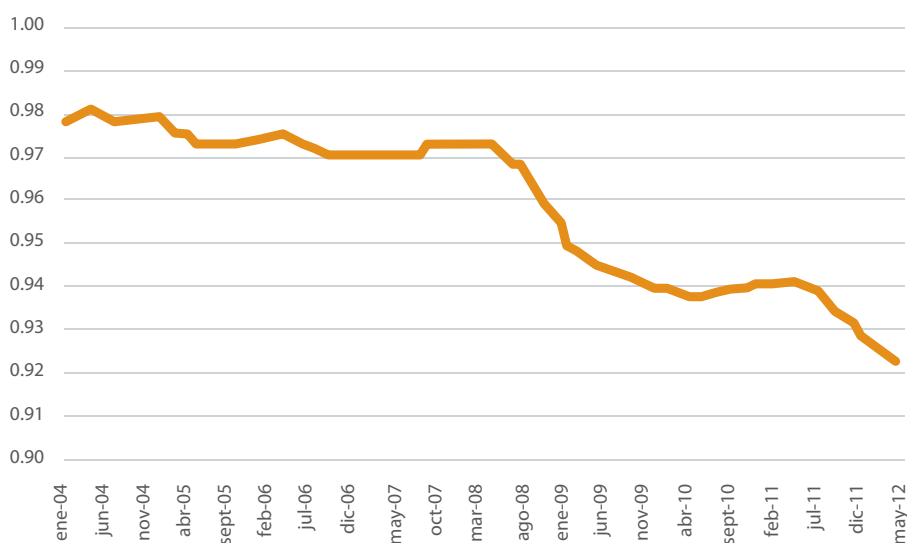
En julio de 2011 se autorizó el uso de Mandatos de inversión en mercados internacionales autorizados. El porcentaje que pueden invertir es hasta el 20% de los activos que administran en instrumentos internacionales operados en países elegibles. Con respecto a esto último, se ampliaron los países elegibles a las economías que pertenecen a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y los que cuentan con tratados comerciales con México.

En el 2012 se autorizó incrementar el límite global a los vehículos financieros, denominados como instrumentos estructurados con los que se financian proyectos. Se establecieron cajones específicos y límites máximos de inversión de acuerdo con el tipo de proyecto o empresas que financian en México: i) infraestructura o vivienda, y ii) otro tipo de proyectos, como por ejemplo el financiamiento a empresas de reciente creación, así como empresas con mayor potencial de crecimiento. También se autorizó a aquellas Afores que desarrollen análisis crediticios profundos acerca de las empresas que potencialmente son objeto de financiamiento con recursos pensionarios, invertir hasta 5% de los activos administrados por la Afore en instrumentos de deuda emitidos o avalados por un mismo emisor. Otro cambio importante ese año fue la introducción del Valor en Riesgo Condicional (CVaR) para Siefores con horizonte de muy largo plazo, introduciendo un límite máximo regulatorio de apalancamiento.

En 2013 se realizó un ajuste técnico al parámetro de control global de riesgos para considerar distintos escenarios que obliguen a las Afore a identificar, proveer y tomar las medidas correctivas pertinentes ante situaciones simuladas, o que ocurrieron en el pasado, en los mercados financieros bajo distintos escenarios (alzas, bajas, movimientos mixtos, entre otros). También se ampliaron las herramientas de cobertura disponibles a las Afore, se precisó la definición de instrumentos estructurados, se incluyeron los fideicomisos de infraestructura y bienes raíces, conocidos como FIBRAS, dentro de las opciones de inversión de la Siefore Básica 1 y se realizaron ajustes técnicos en los CKD.

A mediados de 2014 se publicaron cambios que tienen como objetivo alinear los incentivos de las afores con el interés de largo plazo de los trabajadores: se amplió la temporalidad de 5 a 7 años del IRN de las Siefores Básicas 3 y 4, que son las de los ahorradores más jóvenes y se redujo a 3 años el IRN de la Siefore Básica 0, la de los trabajadores más cercanos al retiro; se estableció la obligatoriedad de contar con Portafolios de Referencia (benchmarks); se crea la Siefore Básica de Pensión (SB0) con el fin de minimizar el riesgo de conversión al momento del retiro.

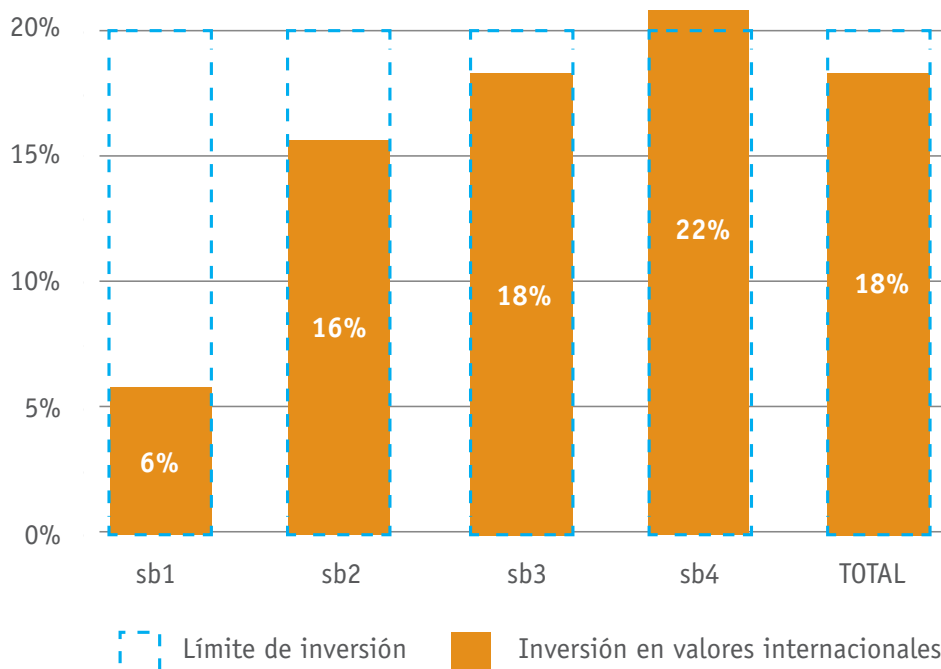
Gráfica V.9: Correlación entre rendimiento SB2 y cetes 91 días



Fuente: Presentación Calos Sales (2012).

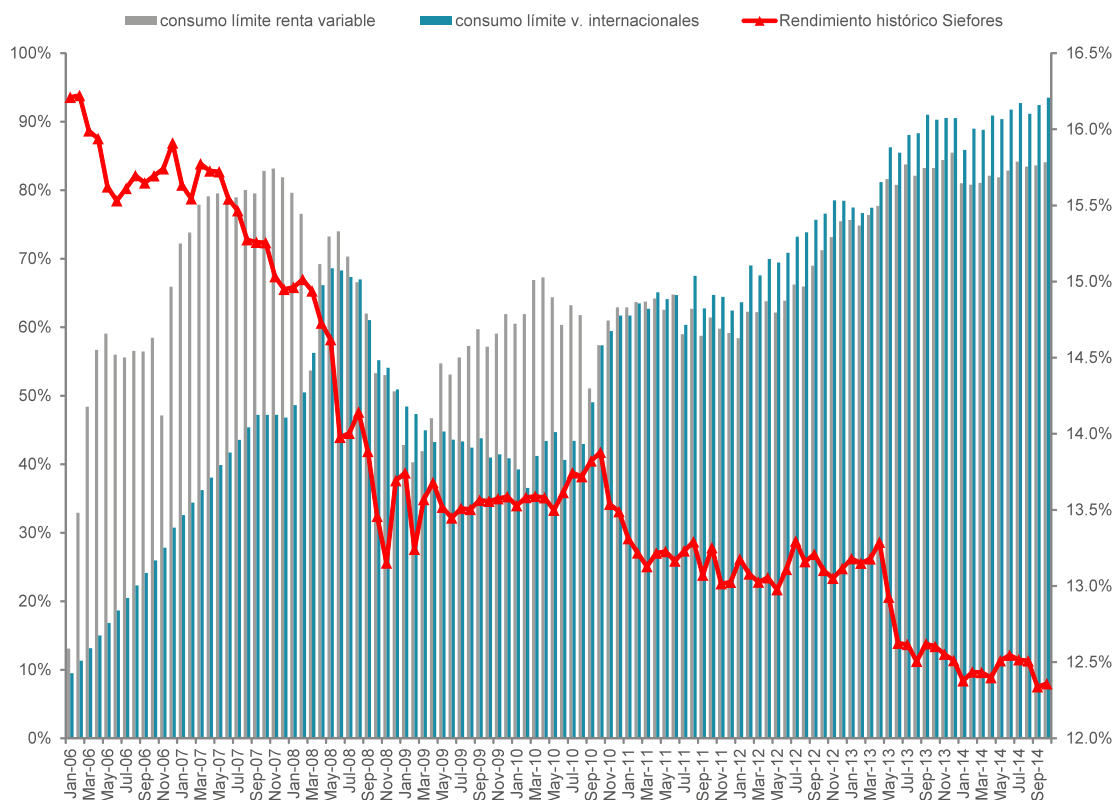
Es evidente que el proceso ha sido de una liberalización continua y gradual del régimen de inversión. Esto ha permitido mayor diversificación. Sin embargo el comparativo internacional de la Tabla V.2 muestra que México tiene menores límites que varios países de América Latina. Los límites actuales parecen ser restrictivos (ver Gráfica V.10), y debe evaluarse si es conveniente dar aun mayor flexibilidad a los fondos. La gráfica V.11 complementa esta idea al mostrar signos de agotamiento del régimen de inversiones. En efecto, el rendimiento histórico del sistema ha ido a la baja a la par que el consumo del límite de renta variable e inversión en el extranjero ha subido y es actualmente cercano al 100%.

Gráfica V.10: Límites a la Inversión en valores internacionales y uso de esos límites



Fuente: presentación de Carlos Noriega Mayo 2014 en Cusco, Perú.

Grafica V.11: Rendimiento histórico SAR y consumo límites renta variable e internacional



Fuente: Idea tomada de presentaciones de AMAFORE.

Antes de concluir esta sección es importante hacer algunos comentarios. Primero, el diseño del régimen de inversiones logró proteger a los trabajadores más cercanos al retiro en las épocas más complejas de la crisis financiera. La Tabla V.3, tomada de Casarrubias, et al (2011) muestran que, a mayor capacidad de toma de riesgo por parte del fondo, mayor impacto de la crisis financiera (el fondo cinco pagó rendimientos mensuales promedio de -0.43%, mientras que el fondo 1 pagó 0.27%). Más aún, la volatilidad de los retornos mensuales es creciente en la medida en que los fondos son más agresivos (la desviación estándar fue de 2.15% en el fondo SB1, mientras que en el fondo SB5 fue de 4.22%). Ambos resultados parecen consistentes con el objetivo de brindar mayor estabilidad a los recursos de los trabajadores cercanos al retiro.

Tabla V.3: comparativo de retornos durante y después de la crisis 2008-2009

Concepto	Panel A: Período: DURANTE CRISIS Abr 08 - Jun 09				
	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
Promedio	0.27%	-0.05%	-0.10%	-0.23%	-0.43%
Desviación Estándar	2.15%	3.25%	3.68%	4.13%	4.22%
Concepto	Período: POST CRISIS Panel B: Jul 09 - Oct 10				
	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
Promedio	1.04%	1.30%	1.51%	1.65%	1.65%
Desviación Estándar	0.50%	0.72%	0.91%	1.09%	1.18%

Fuente: Casarrubias et. al (2011)

El panel B considera lo ocurrido con los retornos medios y la desviación estándar de los fondos en el periodo posterior a la crisis financiera. Una vez que la turbulencia financiera cesó, hacia finales de junio de 2009, los fondos de inversión operados en el SAR mexicano pagaron rendimientos positivos y con un comportamiento creciente respecto al riesgo. Los fondos más conservadores pagaron menores retornos con menor riesgo que los más agresivos.

La comparativa anterior muestra que el desempeño de los fondos de inversión en su relación riesgo-rendimiento en los periodos anterior, durante y después de la crisis fue el esperado bajo su diseño de ciclo de vida: en momentos de crisis, los retornos de los fondos de trabajadores cercanos al retiro fueron menos afectados y tuvieron una menor volatilidad en relación a los retornos de los fondos de los trabajadores lejanos al retiro. Sobre lo que es más difícil concluir es si los rangos de edad que determinan la elegibilidad para cada Siefore son los adecuados, parecería que el régimen actual es aún muy conservador.

Llama la atención que el único determinante del fondo en el que un trabajador se encuentra es la edad mientras, que la teoría financiera moderna sugiere que existen otros elementos que se pueden considerar para optimizar el portafolio como el nivel de capital humano, la estabilidad laboral y el contar con una casa propia o no, entre otros.⁴²

Debe enfatizarse que existe una tensión en la política regulatoria de las inversiones. Por un lado el SAR busca maximizar el rendimiento de los ahorradores y aumentar su ahorro, y por otro lado busca ser motor de inversiones (en parte públicas). Aunque esto no necesariamente implica una contradicción, es probable que en muchos casos si lo sea: no siempre las inversiones en infraestructura pública son las de mayor rendimiento. En otras palabras, en el sistema de pensiones mexicano persisten conflictos de interés que distorsionan los incentivos a invertir conforme al objetivo de mejorar la calidad de vida del trabajador durante su vejez.⁴³

Finalmente, el principal problema que vemos en la regulación de inversión es la falta de indicadores prospectivos para evaluar el desempeño de las administradoras y que los instrumentos de gestión del riesgo de las inversiones no necesariamente incentivan a las administradoras a enfocarse en el largo plazo en función de aumentar la posibilidad de obtención de una pensión adecuada. En específico, el VAR es una medida para controlar la volatilidad de corto plazo de las inversiones, pero no se puede vincular directamente con mejorar la probabilidad de lograr una pensión adecuada (Randle y Rudolph (2015)).

⁴² Ver Campbell y Viceira (2002) y Sánchez Martín, et al (2012).

⁴³ En específico, el Artículo 18 de la Ley del Seguro Social menciona que los recursos se deben invertir “en interés del trabajador”, mientras que en el Artículo 43 se da el mandato de invertir “para fomentar la capacidad productiva, la generación de empleos, etc.” A manera de referencia internacional es notable que en Chile el único objetivo del sistema, plasmado en la regulación de inversiones, es el de aumentar al pensión y la regulación menciona explícitamente que cualquier otro objetivo va en contra de los principios del sistema. De hecho con la reforma de 2008, en Chile se estableció un Comité de Expertos externos al regulador que discute y aprueba por votación los cambios al régimen de inversiones.

VI Logros del SAR y retos hacia adelante

Es conveniente hacer un corte y preguntarnos si el SAR ha cumplido con las expectativas fijadas en la reforma del 1997 e identificar cuáles son sus principales retos.

El SAR ¿ha dado viabilidad financiera al sistema de ahorro para el retiro?; ¿ha incrementado la cobertura?; ¿ha incrementado el ahorro nacional? Aunque contestar estas preguntas es difícil debido a que involucran un ejercicio contrafactual (i.e. que hubiera pasado sin el SAR), creemos que es posible identificar logros del SAR y varios retos.

Es claro que el SAR tiene viabilidad financiera y que no amenaza más (al menos de forma directa) las finanzas públicas federales. Según Villagómez (2014) el número de ahorradores en el SAR como proporción de la PEA aumento de 18.8% en 1984 a 36.1% en el 2000 y 36% en el 2010. Este mismo autor documenta que el porcentaje de ahorradores como proporción de los asalariados en estas mismas fechas se ha incrementado de 38.6%, a 56% y finalmente a 50.2%. Finalmente dice que en el 2010 43.7% de la población de 65 años y más está cubierta por el SAR.

Es igualmente importante establecer que aun para los ahorradores del SAR, el monto de ahorro en el sistema es bajo. Equivale a un monto de \$43 mil pesos en promedio por trabajador. Esto genera tasas de reemplazo cercanas al 30%. Es decir, el ingreso anual disponible durante el retiro será cercano a solo 1/3 del ingreso anual que el trabajador recibía durante su etapa laboral. México tiene tasas de reemplazo muy bajas comparado con países pertenecientes a la OECD como se documenta en la Gráfica VI.1.⁴⁴

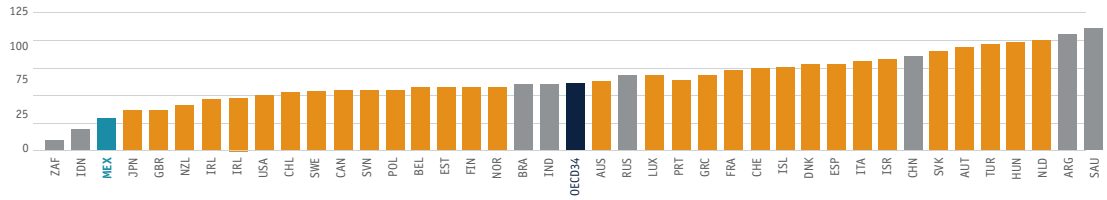
Según Romero (2013)⁴⁵ dado el nivel de activos acumulados por los hogares mexicanos incluyendo sus ahorros en el SAR y los demás ahorros, solo el 11% sería capaz de mantener su nivel de consumo después de retirarse, y solo 43% podrá mantener un nivel menor pero cercano al óptimo calculado.

El ahorro nacional ha continuado su tendencia decreciente desde inicios de los 80s. México tiene actualmente niveles de ahorro bruto semejantes a los de la OCDE y la Unión Europea, pero muy por debajo de los países del este asiáticos (ver VI.2).

⁴⁴ La tasa de reemplazo representa el cociente entre el monto obtenido de la pensión respecto de los ingresos individuales de las personas. El cálculo toma en cuenta el monto de pensión que le tocaría a una persona que hoy, a los 20 años de edad, entra a trabajar y se retira después de haber trabajado los años necesarios por país. Asimismo, se consideran también los cambios en las legislaciones que ya han sido aprobados pero cuya implementación se hará de manera gradual. Para mayor información ver OECD (2013).

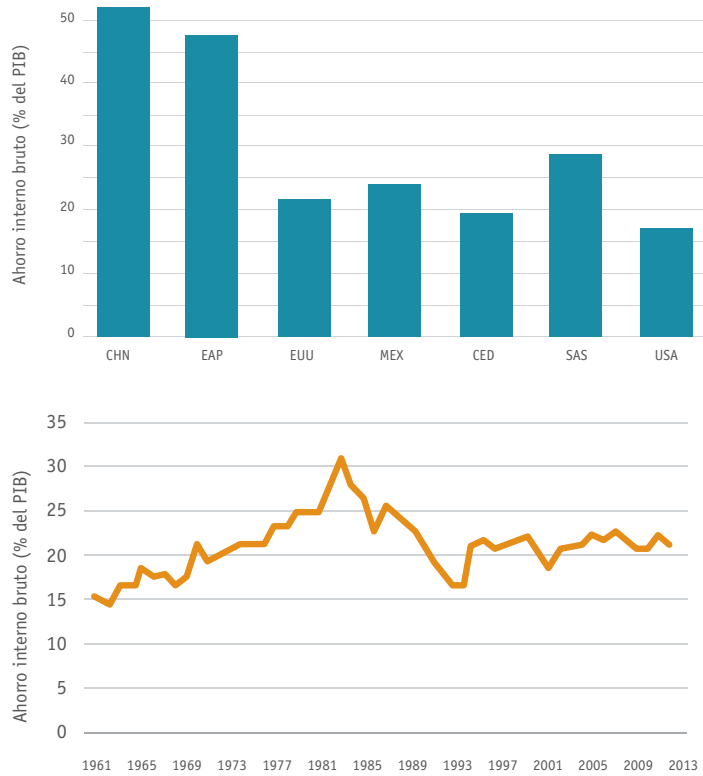
⁴⁵ Romero, T. (2013).

Gráfica VI.1: Comparativo Internacional de Tasas de Reemplazo



Fuente: OECD

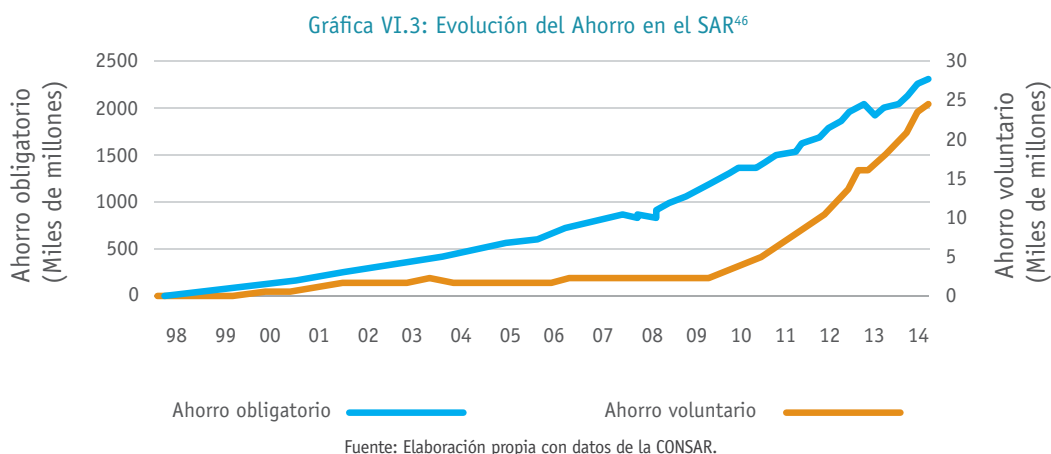
Gráfica VI.2. Ahorro interno bruto como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Mundial (datos de The World Bank Data) obtenidos en noviembre de 2014.

Nota: El ahorro interno bruto se calcula como el PIB menos el gasto de consumo final (consumo total).

El otro tema importante es el ahorro voluntario en el SAR que representa solo el 1% del ahorro total. Esto puede reflejar desinformación de los potenciales ahorradores sobre las tasa de retorno, desconfianza sobre la seguridad de sus ahorros, y/o necesidad de liquidez que impide comprometer recursos en plazo fijo. También puede reflejar que ya se tiene el suficiente ahorro en otros instrumentos. La gráfica VI.3 muestra una tendencia creciente del ahorro voluntario.



Creemos que es razonable concluir que aunque el SAR dio viabilidad financiera al sistema pensionario del IMSS y del ISSSTE, pero de no revisarse el diseño solo será posible esperar pensiones modestas. Aún falta resolver el problema de bajo ahorro para el retiro y baja densidad de cotización. Una posibilidad a considerar es aumentar las cuotas de contribución.⁴⁷ El paquete podría incluir “defaults” en el sentido de que el status quo sea una contribución mayor a la actual, aunque el ahorrador puede tomar una decisión activa expost de contribuir menos si así lo solicita explícitamente. Otra posibilidad es hacer la contribución mayor obligatoria, pero solo de incrementos futuros de salario y no sobre el salario actual.⁴⁸ Otra alternativa es

⁴⁶ Los recursos de los trabajadores incluyen el ahorro para retiro, cesantía en edad avanzada y vejez de los trabajadores cotizantes al IMSS e ISSSTE y el ahorro voluntario.

⁴⁷ Esto debe estudiarse para minimizar posibles impactos en los incentivos a cotizar y en la formalidad laboral.

⁴⁸ Esto es lo que propone los economistas Richard Thaler y Shlomo Benartzi en el programa “Save More Tomorrow”. Ver Thaler y Benartzi (2014).

establecer un esquema de contribuciones crecientes dependiendo de la edad como en Suiza. Finalmente, podrían considerarse formas de incentivar el ahorro voluntario, ya sea con la deducibilidad de impuestos de aportaciones voluntarias (que fueron eliminados por la reforma fiscal reciente) o por medio de “matching grants”.

El otro gran reto en el sistema es la reducción de las comisiones y de los gastos de comercialización. En una primera instancia, el regulador trató de reducir las comisiones tratando de fomentar la competencia en precios con un mayor número de Afores en el mercado y haciendo más transparente la información de precios al consumidor. Esto tuvo el problema de que entraron al mercado Afores que no podían acceder a economías de escala y para las cuales fue difícil atraer ahorradores dada la baja elasticidad precio. También causó competencia por participación de mercado mediante el uso de promotores, no en comisiones. Esto puede haber derivado en un aumento en los costos del sistema. En nuestro entendimiento el problema no fue la política de fomento a la entrada sino el diseño institucional.⁴⁹

Otro punto importante a discutir es como fomentar la competencia en rendimientos. Percibimos un vínculo débil entre la capacidad de atracción o retención de trabajadores y el rendimiento neto. Los “traspasos negativos” dan cuenta de esto. Este tema resulta complejo ya que el rendimiento relevante es el esperado en el futuro. De manera teórica Meléndez (2011) muestra los problemas potenciales asociados con el uso de indicadores basados en el desempeño pasado para habilitar los traspasos en el caso de México. Debe hacerse un mayor esfuerzo para generar indicadores prospectivos.⁵⁰

En cuanto al régimen de inversión, creemos que los movimientos por parte del regulador han sido en la dirección correcta, pero aún falta camino por recorrer en cuanto a la liberalización del régimen y la alineación de incentivos de las administradoras con los intereses de largo plazo de los trabajadores.

⁴⁹ El caso del esquema “premium pension” en Suecia es un buen ejemplo de una configuración industrial que permite aprovechar las economías de escala de las diversas funciones de las administradoras de fondos porque separa dichas funciones. La única responsabilidad de los fondos de cuentas es invertir los fondos. El sistema sueco sin embargo no es perfecto y ha sido criticado en varios frentes, por lo que debe estudiarse cuidadosamente para extraer las lecciones adecuadas.

⁵⁰ Modigliani y Muralidhar (2005) enfatizaron este punto. Impavido, et al (2010) presentan una propuesta en esta línea.

En materia de comisiones, actualmente el regulador interviene directamente en la negociación de precios con las Afores, pero este proceso de negociación puede ser poco transparente. El proceso debería mejorarse mediante una regla explícita plasmada en Ley y no sujeta a negociación⁵¹ o aún mejor usar subastas de cuentas. Esto último podría aumentar fuertemente la sensibilidad al precio y es hacia donde países como Chile se están moviendo.

Por su parte, el actual diseño de la licitación puede reforzarse, por ejemplo, estableciendo universos asignables más amplios y mediante un esquema formal de subasta (a diferencia de un esquema de asignación actual).

El objetivo de este trabajo ha sido documentar y ofrecer nuestra visión sobre la dinámica de la industria de ahorro para el retiro en México y su regulación, tanto en el ámbito comercial como de inversiones. Sin embargo, si tuviéramos que adelantar algunas ideas sobre hacia donde se debe avanzar, creemos que los puntos más fundamentales se presentan a continuación.

Primero, el monto de pensión que recibirán los pensionados parece insuficiente, a menos que tengan ahorros propios fuera del SAR. Es imprescindible medir estos ahorros y establecer si son suficientes, y si es recomendable o no aumentar el monto de las aportaciones, en virtud de los efectos que este aumento tendría en el mercado laboral.

Segundo, aunque al parecer se ha acotado el riesgo para las finanzas públicas, existen contingencias relevantes, tales como la pensión mínima garantizada, y los aún existentes regímenes especiales, que deben estudiarse a fondo y cuya reforma está pendiente.

Tercero --y aunque por razones de espacio no se discutió-- un gran pendiente es el de crear un sistema nacional de pensiones que unifique a las paraestatales y los ámbitos públicos estatales y municipales.

Cuarto, debe estudiarse con mayor detalle el impacto que el ahorro generado ha tenido en la macro economía, en particular en la inversión y en la formalidad.

⁵¹ Costa Rica es un ejemplo en esta materia. Ver <http://www.supen.fi.cr/comunicacion/documentos%20e%20informes%20tecnicos/NT-2009%20comisiones%20ROP.pdf>

Quinto, en términos de regulación urge contar con una perspectiva de largo plazo. Existe la percepción que el regulador no ha logrado consolidar una visión de largo plazo. El análisis de la sección IV del presente documento parece sustentar esta percepción.

En efecto, la regulación comercial ha mostrado un comportamiento pendular y no está claro si volverá a cambiar en el futuro. Por otro lado, la regulación de inversiones ha sido más estable y con claros avances pero sufre un problema de objetivos e instrumentos. Contar con un documento de gran visión es normal en varios países, como Suecia (el “Orange Report”), y en Holanda (el “Pensión Agreement”). Es deseable revisar el marco institucional de la Consar para facilitar la generación de este tipo de estrategias de largo plazo y blindarla ante presiones políticas y de la industria.

Creemos que la curva de aprendizaje del regulador en los 17 años del sistema y las experiencias de otros países proporcionan elementos para avanzar hacia un diseño de la industria que sintetice lo que ha funcionado y lo que no ha funcionado de las varias etapas de la regulación comercial de modo de incorporar nuevos elementos regulatorios que permitan superar los grandes retos descritos en este documento.

Dejamos para un documento futuro nuestras reflexiones sobre potenciales recomendaciones de política, así como sobre las propuestas de reforma que se analizan actualmente en el Congreso de la Unión.

Bibliografía

- 1. Aguilera, N. y Velázquez, C. (2008).** *"Scale Economies in the Pension Fund Managers Industry in Mexico: A Semi Parametric Approach."* Well-Being and Social Policy 4 (1): 55–72.
- 2. Banco Mundial (2014).** *"Estadísticas de Ahorro Nacional."* Obtenidas en noviembre 2014 de la página: <http://data.worldbank.org/>
- 3. Barr, N. and Diamond P. (2008).** *Reforming Pensions: Principles and Policy Choices.* Oxford University Press.
- 4. Benartzi, S. y Thaler, R. (2004)** *"Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving"* Journal of Political Economy, 2004, vol. 112, no. 1.
- 5. Bernstein, S. y Cabrita, C. (2006).** *"Los Determinantes de la Elección de AFP en Chile: Nueva Evidencia a Partir de Datos Individuales."* Superintendencia de AFP Documento de Trabajo 19.
- 6. Bikker, J. y de Dreu, J. (2007).** *Operating Costs of Pension Schemes.* In Steenbeek, O. and Van der Lecq, F., editores, *Costs and Benefits of Collective Pension Systems*, pages 51–74. Springer Berlin Heidelberg.
- 7. Bosch, M. y Melguizo, A. y Pagés, C. (2013).** *Mejores Pensiones--Mejores Trabajos: Hacia la Cobertura Universal en América Latina y el Caribe.* Banco Interamericano de Desarrollo.
- 8. Brown, J. y Goetzmann, W. (1995)** *"Performance Persistence"*. Journal of Finance. Volume 50, Issue 2
- 9. Calderón-Colín, R. y Domínguez, E., y Schwartz, M (2008).** *Consumer Confusion: The Choice of AFORE in Mexico.* International Monetary Fund
- 10. Campbell, J. y Viceira, L. (2002).** *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long Term Investors.* First Edition; Oxford University Press Inc., New York.
- 11. Carhartt, M. (1997)** *"On Persistence in Mutual Funds Performance"* The Journal of Finance., Vol. 52, No. 1.
- 12. Casarrubias, J. J., y García Huitrón, M., y Rodríguez, T. (2012).** *"The Performance of Mexican Multifunds."* ECapítulo 7 en *Il Ruolo dei Fondi Pensione in una Economia Globale*, Previmoda and Il Mulino Editorial.

13. Castro, R., y Reyes, G. (2008). *“Medidas Pro-Competencia de la Reforma Previsional.”* Documento de Trabajo, Superintendencia de Pensiones de Chile.

14. CONSAR (2014). *Estadísticas de ahorro para el retiro.* Obtenidas durante noviembre 2014 de: <http://www.consar.gob.mx>

15. CONSAR (2014). *Circulares de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro.* Obtenidas en noviembre de 2014 de: <http://www.consar.gob.mx>

16. Dixit, A. (1980). *The Role of Investment in Entry-deterrence.* The Economic Journal, 90(357)

17. Hastings, J. y Tejeda-Ashton, L. (2008). Encuesta de Empleo, Retiro y Ahorro.

18. García Huitrón, M. 2014. *“The Role of Annuities, Partial Lump-Sums and Special Purpose Withdrawals in Pension Design.”* Tesis. NETSPAR and All Pensions Group.

19. García Huitrón, M, y Rodríguez, T. (2002). *“La Organización de Mercado de Ahorro para el Retiro en México durante la Etapa de Acumulación.”* Tesis. Instituto Tecnológico Autónomo de México.

20. Hastings, J. S., Hortaçsu, A., y Syverson, C. (2013). *“Advertising and Competition in Privatized Social Security: The Case of Mexico.”* Working Paper 18881, National Bureau of Economic Research.

21. Impavido, G., Lasagabaster, E., y García-Huitron, M. (2010). *New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions: Industrial Organization Models and Investment Products.* The World Bank y Palgrave McMillan.

22. Jiménez-Martín S., A. Sánchez-Martín, D. Robalino y F. Todeschini (2015). *“Labor Income and the design of Default Portfolios in Mandatory Pension Systems: An Application to Chile.”* D. Robalino, Et. Al. (Eds). Social Insurance and Labor Markets: How to Protect Workers While Creating Good Jobs, IZA conference vol., Oxford University Press, 2015.

23. Levy, S. (2008). *Good Intentions, Bad Outcomes: Social Policy, Informality and Economic Growth in Mexico.* Brookings Institution Press.

24. Maceira, D., Garlati, A., y Kweitel, M. (2010). *Estructura de costos en administradoras de fondos de pensiones en América Latina.* Reporte, Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones.

- 25. Marinovic, I. y Valdés, S. (2010).** *“La Demanda de las AFP chilenas: 1993-2002”*. Documentos de Trabajo 369, Instituto de Economía. Pontificia Universidad Católica de Chile.
- 26. Meléndez, J. (2004).** *“La industria de la AFORE: Un Análisis de su Estructura y Recomendaciones de Política de Competencia y Regulación.”* Comisión Federal de Competencia. Editorial Porrúa.
- 27. Meléndez, J. (2011).** *“La Seguridad Social en materia de Retiro y Jubilación en México: Antecedentes, Situación Actual y Retos.”* Capítulo V, en Temas Relevantes y aplicaciones prácticas en materia de Retiro y Jubilación en México, IMEF.
- 28. Noriega, C. (2014).** *“Coexistencia de Sistemas de Pensiones Contributivos Alternativos.”* Presentación en Cusco, Perú.
- 29. OECD (2013).** *Pensions at a Glance 2013.* OECD Publishing.
- 30. Romero, T. (2013),** *“¿Los mexicanos están ahorrando lo suficiente para el retiro?”* Tesina, Centro de Investigación y Docencias Económicas.
- 31. Randle, T. y Rudolph, H. (2015).** *“Pension Risk and Risk-based Supervision in Defined Contribution Pension Funds.”* Policy Research Working Paper. 6813. The World Bank.
- 32. Sales, C. (2012).** Presentación en el evento “A Quince años del SAR” organizado por AMAFORE.
- 33. Sales-Sarrapy, C. y Solis-Soberon, F., y Villagomez-Amezcu A. (1996).** *“The Pension System Reform: The Mexican Case”*, En Privatizing Social Security. Editado por Martin Feldstein. National Bureau of Economic Research y University of Chicago Press.
- 34. Sunstein, C. y Thaler, R. (2008).** *“Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness”*. Yale University Press.
- 35. Tuesta, D. (2014).** *Factors behind the administrative fees of private pension systems: an international analysis.* Journal of Pension Economics and Finance, 13:88–111.
- 36. Valdes, S. (2002).** *Políticas y Mercados de Pensiones: Un texto Universitario para América Latina.* Ediciones Universidad Católica, Santiago.

37. Villagomez, A. (2014). *El Ahorro para el Retiro. Una reflexión para México.* El Trimestre Económico, LXXXI (3)(323)

