

Observatorio Económico

Pensiones

México, D.F., 5 de marzo de 2012
Análisis Económico

Pensiones
Consuelo del Carmen Hoyo Martínez
+52 55 5621 1283
consuelodelc.hoyo@bbva.com

Cambios regulatorios y de mercado en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) en México, en la dirección correcta

- **En los últimos años, los cambios regulatorios en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) han significado un proceso gradual para fomentar un mayor crecimiento del ahorro, una mayor rentabilidad para lograr mejores pensiones para los afiliados e incorporar a más trabajadores al esquema de contribución definida (ej. ISSSTE).** Si bien es cierto, que aún quedan retos para lograr un mejor SAR, estos cambios se pueden valorar positivamente, ya que se ubican en la dirección correcta.
- **Al cierre de enero de 2012, los recursos administrados por las Afores ya representaban más del 11.8% del PIB,** con un total de 1,640,892 millones de pesos, lo que muestra su sólida tendencia de crecimiento; que en los últimos tres años ha sido más acelerada, en promedio 1.6% del PIB anualmente.
- **2011 se puede considerar como un año favorable por el incremento en el ahorro.** Por ejemplo, el voluntario prácticamente se triplicó con respecto al año previo al alcanzar los 12 mil millones de pesos. En el caso del ahorro obligatorio, se incrementó en 12.6% nominal anual durante el 2011.
- **El SAR ha obtenido buenos rendimientos.** Con cifras a enero de 2012, el rendimiento neto en los últimos 24 meses fue de 10.2% nominal, en los últimos 36 meses es de 10.43%; mientras que el rendimiento bruto histórico durante los 14 años de operación del sistema alcanzó 13.37% nominal anual promedio y 6.54% real.
- **Los cambios en la regulación han contribuido a optimizar el perfil de riesgo-rendimiento del SAR,** gracias a la introducción de un esquema multifondos ligado al ciclo de vida del trabajador, la flexibilización del régimen de inversión de las Siefores y la construcción de un indicador de rendimiento neto a largo plazo (IRN) como uno de los motores de competencia en el mercado.
- **La disminución en comisiones cobradas por las Afores** se ha dado de manera gradual, pero consistente en los últimos cinco años.
- **Los traspasos entre Afores y la asignación de cuentas no registradas** obedecen a criterios que permiten al trabajador mantener sus recursos invertidos en Afores que consistentemente hayan otorgado mejores rendimientos.
- **El Indicador de Rendimiento Neto (IRN) ayuda al trabajador** a comparar de forma más objetiva los rendimientos que otorgan las diferentes Afores
- **En síntesis, los cambios regulatorios recientes permiten una mayor diversificación en las inversiones,** lo que potenciará la obtención de mejores rendimientos en el ahorro para el retiro, en beneficio de los trabajadores.

Incremento consistente en el ahorro para el retiro

Al cierre de enero de 2012, los recursos gestionados por las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) equivalen a 1'640,892 millones de pesos, mientras que las cuentas administradas superan los 42.5 millones. Como porcentaje del PIB, los fondos de pensiones en México se han incrementado desde 1.4% a finales de 1998 hasta representar 11.8% del PIB al cierre de enero de 2012. En los últimos tres años, se observa un crecimiento más acelerado, de más de 1% del PIB anualmente. Dicho crecimiento se ha visto favorecido con la incorporación al esquema de contribución definida de los trabajadores del estado (ISSSTE), así como los rendimientos obtenidos en ese periodo.

El crecimiento anual promedio de los activos administrados por las Afores durante los últimos diez años, ha sido de 20.4% anual. Particularmente, durante 2011 el incremento en el ahorro obligatorio fue equivalente al 1.3% del PIB (12.6% con respecto al saldo registrado en 2010), mientras que el saldo del ahorro voluntario en 2011 casi se triplicó con respecto al año anterior.

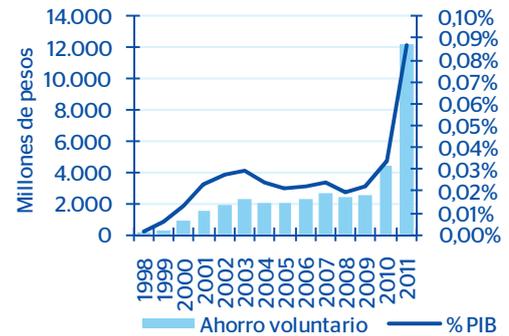
El incremento en el ahorro voluntario refleja una combinación de diferentes factores; una mayor educación financiera en la población, los incentivos fiscales para su captación, un mayor esfuerzo en la promoción de los beneficios de este ahorro por parte de las Afores y, también el crecimiento de los recursos de Ahorro Solidario¹ del esquema pensionario del ISSSTE (14% del total de ahorro voluntario).

Gráfico 1
Recursos administrados por las Afores
(Millones de pesos y % PIB, diciembre 2011)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Gráfico 2
Ahorro voluntario en el SAR
(Millones de pesos y % PIB, diciembre 2011)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Gráfico 3
Crecimiento anual de recursos del SAR (en millones de pesos y como % PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

¹: El Ahorro Solidario es un esquema voluntario para los cotizantes al ISSSTE, con apoyo del Gobierno Federal, mediante el cual la dependencia contribuye \$3.25 por cada peso aportado por el trabajador (aportación máxima del trabajador hasta 2% del salario de cotización).

Tabla 1

Detalle de Recursos administrados por las Afores (enero 2012)

Recursos administrados por las Afores	En millones de pesos	Como % PIB
Total	1640.892	11,8%
IMSS	1470.587	10,5%
ISSSTE	125.674	0,9%
Ahorro Voluntario ¹	13.934	0,1%
Fondos de Previsión Social ²	13.317	0,1%
Capital de las Afores ³	17.380	0,1%

¹ Incluye Aportaciones Voluntarias, Aportaciones Complementarias de Retiro, Ahorro de Largo Plazo y Ahorro Solidario

² Recursos de Previsión Social de entidades públicas y privadas administrados por las Afores.

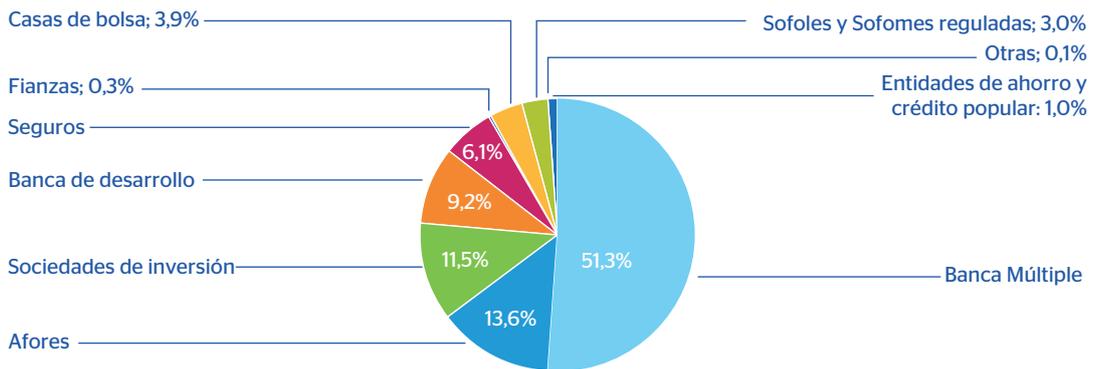
³ Recursos de las Afores que, conforme a las normas de capitalización, deben mantener invertidos en las Siefores.

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

El crecimiento de los recursos del SAR ha permitido que las Afores ocupen el segundo lugar como intermediario financiero, administrando 13,6% de los recursos del sistema financiero mexicano, sólo por debajo de la Banca múltiple.

Gráfico 4

Instituciones financieras y participación de mercado (septiembre 2011)



Fuente: BBVA Research con datos del Reporte sobre el Sistema Financiero Mexicano, Banco de México

En cuanto al número de cuentas individuales, al cierre de enero de 2012, las Afores administraban los recursos de más de 42.5 millones de cuentas, mientras que otros 4 millones de cuentas corresponden a trabajadores que no han elegido Afore, por lo que están pendientes de ser asignadas y sus recursos están depositados en Banco de México.

Gráfico 5

Cuentas individuales administradas en el SAR (millones de cuentas)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

El SAR ha obtenido buenos rendimientos

La acelerada acumulación de recursos pensionarios conjuntamente con una maduración gradual de los agentes del Sistema de Ahorro para el Retiro han permitido impulsar cambios en la regulación financiera y operativa que han permitido a las Afores obtener buenos rendimientos, dado el perfil de riesgo de los trabajadores.

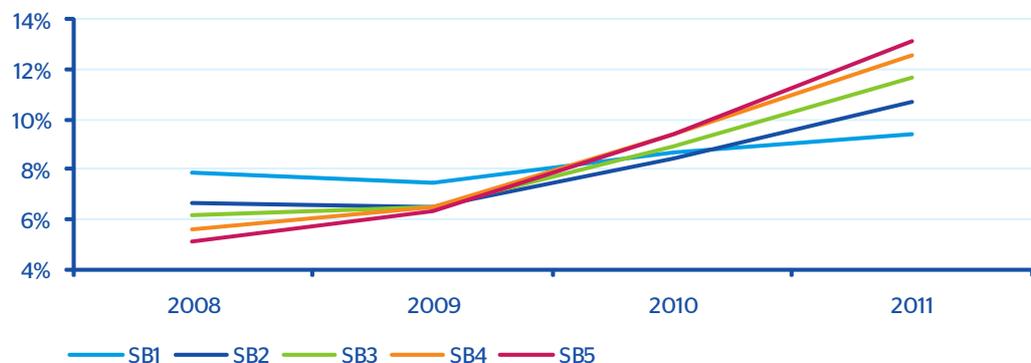
De acuerdo a CONSAR, con cifras a enero de 2012, el rendimiento neto promedio del SAR en los últimos 24 meses fue de 10.2% nominal; en los últimos 36 meses equivale a 10.43%, mientras que el rendimiento histórico bruto (antes de comisiones) durante los 14 años de operación del sistema alcanza 13.37% nominal anual promedio y 6.54% real.

Tabla 2
Rendimientos nominales a 36 meses (antes de comisiones)

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
SB1	7,8%	7,5%	8,7%	9,5%
SB2	6,6%	6,5%	8,5%	10,7%
SB3	6,2%	6,5%	8,9%	11,7%
SB4	5,6%	6,5%	9,4%	12,6%
SB5	5,1%	6,3%	9,4%	13,1%
Promedio SAR	6,3%	6,7%	9,0%	11,5%
Bonos M 10 años	8,0%	7,8%	7,2%	6,5%

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Gráfico 6
Rendimientos nominales a 36 meses (antes de comisiones)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

En cuanto al plazo promedio ponderado de las inversiones de las Siefores a diciembre de 2011, el total del sistema es de 11.64 años (4,248 días), lo cual refleja un horizonte de inversión a mucho más largo plazo en comparación a la oferta de valores gubernamentales, cuyo plazo promedio de vencimiento es de 7.5 años (2,751 días).

Tabla 3
Plazo promedio ponderado de las inversiones (en años, a diciembre de 2011)

	PPP en años
SB1	9,13
SB2	10,80
SB3	12,31
SB4	12,97
SB5	12,82
Total	11,64

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Los principales cambios normativos que han permitido una mayor diversificación en las inversiones y por ende, la obtención de mejores rendimientos y plazos más largos de inversión de las Siefores, han sido los siguientes:

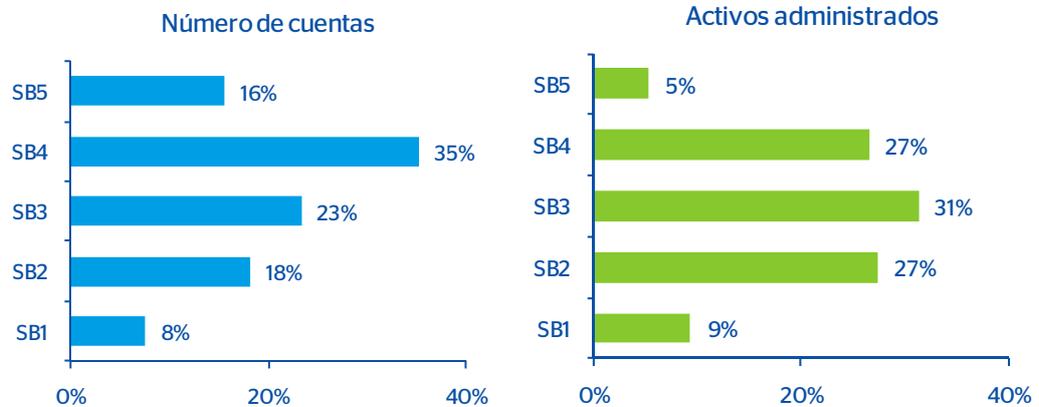
a) Cambios en la estructura por edad de los Multifondos

Desde 2005 el SAR tiene un esquema de multifondos que opera bajo un ciclo de vida, de acuerdo a la edad del trabajador. Esto significa que se aprovecha la edad temprana del afiliado para lograr mayores rendimientos y conforme el titular de la cuenta se aproxima a la edad de retiro, sus recursos son invertidos en carteras con menor participación en renta variable, a fin de reducir la volatilidad de sus rendimientos.

- De 2005 a 2008 existían dos fondos, llamados Siefores Básicas (SB): La SB1 administraba los recursos de los trabajadores mayores a 56 años de edad, mientras que en la SB2 se invertían los recursos de trabajadores menores a 56 años.
- A partir de 2008, se amplió a cinco el número de fondos: La SB1 correspondía a trabajadores mayores a 55 años, la SB2 de 46 a 55 años, la SB3 de 37 a 45 años, la SB4 de 27 a 36 años, mientras que la SB5 era para trabajadores menores de 27 años.
- Finalmente en julio de 2011 se modificó el rango de edad de los trabajadores más próximos al retiro, pues el intervalo de edades de la SB2 ahora es más amplio y comprende desde los 46 a 59 años, mientras que la SB1 es para trabajadores a 60 años de edad o más. Con esta adecuación, se permite a los trabajadores cercanos al retiro, aprovechar más tiempo las ventajas de la diversificación que brinda la SB2.

Gráfico 7

Distribución del Número de Cuentas y Activos administrados por Tipo de Fondo (% del total, Diciembre 2011)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Tabla 4

Distribución del Número de Cuentas y Activos administrados por Tipo de Fondo (% del total, enero de 2012)

Edad	Siefore	Número de cuentas		Activos netos	
		(millones)	% del total	(millones de pesos)	% del total
Más de 60 años	SB1	3,1	8%	147.584	9%
46 a 59 años	SB2	7,5	18%	448.332	27%
37 a 45 años	SB3	9,6	23%	504.066	31%
27 a 36 años	SB4	14,5	35%	431.083	26%
Menos de 27 años	SB5	6,4	16%	87.524	5%
Siefores adicionales				22.304	1%
Total		41,2		1.640.892	

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

b) Flexibilización del Régimen de Inversión

El régimen de inversión (RI) de las Siefores ha evolucionado a lo largo del tiempo. Si bien en los primeros años del sistema el RI era muy restrictivo presentando una alta concentración en valores gubernamentales, en años recientes la regulación ha permitido incrementar la diversificación de los fondos, con el objeto de lograr buenos rendimientos de manera sostenible en el largo plazo para los trabajadores.

La flexibilización del RI ha sido de particular importancia en la optimización de los rendimientos de los fondos de pensiones, puesto que los instrumentos gubernamentales han presentado tasas de interés bajas y una disponibilidad reducida.

Gráfico 8

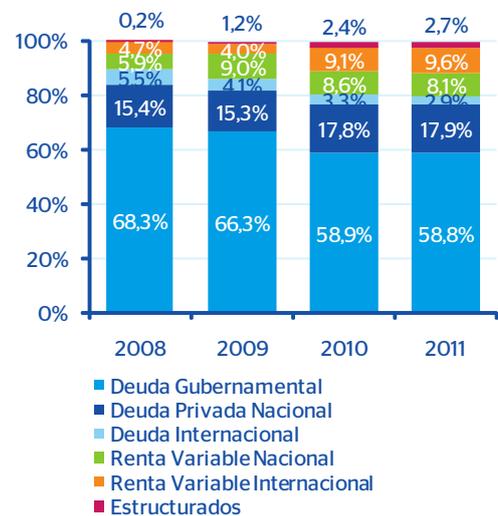
Tasas de Rendimiento Bonos Gubernamentales a diferentes plazos (Bonos M) (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Banco de México

Gráfico 9

Inversiones de las Afores por tipo de Activo (promedio del SAR)



Fuente: BBVA Research con datos de Banco de México

Los ajustes efectuados realizados en julio de 2011 al RI de las Siefores, han permitido una mayor diversificación en las inversiones:

1. Ajustes cuantitativos a límites del RI:

- Se incrementaron los límites de inversión en renta variable en todos los fondos (SB 1 a 5):

Tabla 5

Cambios en límites de inversión en Renta Variable

Límite RV	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
Anterior	0%	20%	25%	35%	35%
Nuevo	5%	25%	30%	40%	40%

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

- Con la finalidad de lograr un mejor aprovechamiento del RI, **se ajustó el parámetro** de control global de riesgos, el Valor en Riesgo (VaR):

Tabla 6

Cambios en límites de VaR

Límite VaR	SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
Anterior	0,6%	1,0%	1,3%	1,6%	2,0%
Nuevo	0,7%	1,1%	1,4%	2,1%	2,1%

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

2. Se amplió la gama de vehículos de inversión:

- Se autorizó la inversión en **sociedades de inversión o fondos mutuos** cuyos subyacentes estén autorizados en el RI.
- Se permitió la **tercerización de la administración de las inversiones** de las Siefores a través de **mandatos** de inversión que cumplan con el RI, atendiendo a principios legales, financieros y prudenciales mínimos en materia de inversiones y de gestión de riesgos.

3. Se introdujo una nueva clase de activos:

- Se permitió la inversión en **commodities** de subyacentes autorizados por el Banco de México, así como subyacentes incluidos en los índices de commodities más representativos del mercado (sólo con fines de replicación de dichos índices). La exposición a commodities puede ser a través de:
 - Derivados autorizados en el RI (futuros, forwards, opciones, swaps)
 - Vehículos permitidos: estructuras de deuda simple ligadas a commodities, vehículos de inversión (ETFs) o a través de mandatos de inversión.

Tabla 7

Límites de Inversión en Commodities

SB1	SB2	SB3	SB4	SB5
0%	5%	10%	10%	10%

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

4. Otros ajustes:

- Se incluyeron nuevos países elegibles para inversiones (Chile, Israel y Noruega), con el fin de que las Afores puedan invertir en todos los países que sean miembros de la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico), o bien, con quienes México haya realizado un tratado de libre comercio. Lo anterior contribuye a fomentar la diversificación de las Siefores en economías que tienen mercados financieros profundos, así como una supervisión financiera apegada a estándares internacionales.
- Se autorizaron inversiones en nuevas divisas además de las ya permitidas (dólar estadounidense, yen y euro): i) Para fines de adquisición y cobertura, todas las divisas de los países elegibles del RI, ii) Para poder tomar posiciones cambiarias: libra esterlina, franco suizo, dólar australiano, dólar canadiense.

- Se realizaron ajustes a la inversión en **Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs)**:
 - Se eliminó el requisito de protección de capital a vencimiento
 - Se permitió que los CKDs inviertan en empresas incluso listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (anteriormente no podían invertir los CKDs en este tipo de empresas)
 - Se autorizó al conjunto de Siefores de una Afore, a adquirir más del 35% de una emisión de CKDs, siempre y cuando existan coinversionistas, tanto nacionales como extranjeros.
 - No se consideran los CKDs para el cómputo del VaR de las carteras (dado que son instrumentos que se conservan a vencimiento).

Tabla 8

Resumen Límites del Régimen de Inversión de las Siefores

		Límites por tipo de Siefore Básica					
		1	2	3	4	5	
Riesgo de mercado	Valor en Riesgo	0,7%	1,1%	1,4%	2,1%	2,1%	
	Renta Variable	5%	25%	30%	40%	40%	
	Instrumentos en Divisas	30%	30%	30%	30%	30%	
	Derivados	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	
Riesgo de Concentración por emisor y/o contraparte	Nacional	Instrumentos mAAA o en Divisas BBB+	5%	5%	5%	5%	5%
		Instrumentos mAA o en Divisas BBB-	3%	3%	3%	3%	3%
		Instrumentos mxA	2%	2%	2%	2%	2%
		Instrumentos mxBBB o en Divisas BB	1%	1%	1%	1%	1%
	Internacional	Instrumentos extranjeros A- un solo emisor o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%
Sobre una misma emisión		Máximo {35%,300 millones de pesos}					
Otros límites	Valores Extranjeros (en caso de ser deuda, mínimo A-)		20%	20%	20%	20%	20%
	Instrumentos Bursatilizados		10%	15%	20%	30%	40%
	Instrumentos Estructurados		0%	10%	15%	15%	15%
	Protección inflacionaria		Sí (Mín. 51%)	No	No	No	No
	Commodities		0%	5%	10%	10%	10%
Conflictos de interés	Instrumentos de entidades relacionadas entre sí		15%	15%	15%	15%	15%
	Instrumentos de entidades con nexo patrimonial con la Afore		5%	5%	5%	5%	5%
Mandatos		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	

Fuente: CONSAR

Gráfico 10

Inversión en Renta Variable por tipo de fondo (diciembre 2011)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

c) Indicador de Rendimiento a largo plazo

La crisis financiera de 2008 derivó experiencias valiosas en el funcionamiento de los fondos de pensión tanto a nivel internacional, como para el caso de México, pues la alta volatilidad en los mercados financieros puso a prueba la eficacia en el desempeño del Indicador de Rendimiento Neto (IRN), uno de los principales motores de competencia en el mercado y factor determinante en los traspasos, que facilita al trabajador la comparación entre las Afores.

Si bien el objetivo de dicho indicador es proporcionar al trabajador una medida del desempeño financiero de las Afores en el largo plazo, al momento de su creación en 2008, la información disponible de los rendimientos obtenidos por las cinco Siefors básicas (existentes desde 2005) sólo permitía extender el plazo de observaciones hasta un máximo de 36 meses.

Adicionalmente, los episodios de alta volatilidad en los mercados financieros observados durante la crisis reciente, reflejaron algunos problemas en el funcionamiento de dicho indicador:

- Era sensible ante la volatilidad de los mercados financieros
- La volatilidad del IRN se trasladaba al ranking de Siefors, lo que ocasionó que algunos trabajadores tomaran decisiones de traspaso incorrectas en momentos inconvenientes (dicho de una manera más coloquial: “comprar caro y vender barato”). Además, ante episodios de elevada volatilidad como los observados durante la crisis financiera de 2008, el indicador no capturaba la capacidad de gestión de Largo Plazo de las Siefors.
- No reflejaba las comisiones verdaderamente cobradas por las Afores, pues se calculaba con rendimientos brutos a 36 meses menos la comisión vigente, ocasionando que el trabajador no conociera el verdadero rendimiento neto obtenido.

Con el objetivo de robustecer y hacer más eficiente el IRN, a partir del 2012 se introducen las siguientes modificaciones en su cálculo:

- Gradualmente **se ampliará el plazo de cálculo, de 3 a 5 años²**.
- A fin de minimizar los efectos de la volatilidad en los mercados financieros, se usarán promedios móviles a 6 meses para capturar la tendencia de los rendimientos y evitar movimientos repentinos en el ranking de las Afores, que pudieran llevar a decisiones incorrectas en la elección de una Afore por parte de los afiliados.
- Con la finalidad de reflejar las comisiones efectivamente cobradas en el período, el IRN se calculará con los precios de bolsa de las Siefors.

El rediseño del IRN permitirá incentivar a las Afores a enfocar sus estrategias de inversión hacia un horizonte de más largo plazo, congruente con la naturaleza del ahorro pensionario, eliminando las distorsiones anteriormente existentes y mejorando de manera sustancial la toma de decisiones de los trabajadores al elegir la Afore que administrará sus recursos para el retiro.

La disminución de comisiones de las Afores es un proceso gradual, pero constante

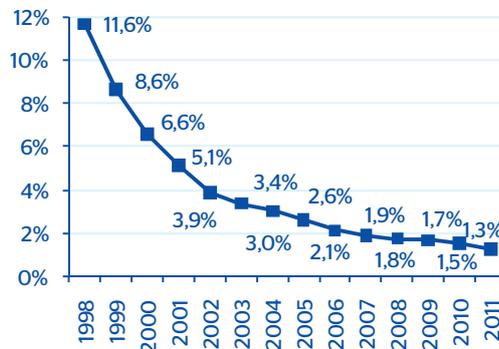
Otro factor que ha contribuido a generar un mayor crecimiento de los saldos pensionarios ha sido la disminución de comisiones sobre saldo que cobran las Afores, en un proceso gradual, pero constante durante los últimos años.

Desde los inicios del SAR, el esquema de comisiones ha evolucionado a través del tiempo:

- De 1997 a febrero de 2008, las Afores podían establecer un esquema de comisiones mixto, en el cual podían existir comisiones sobre flujo y sobre saldo, así como aplicar descuentos por permanencia en la Afore; por lo tanto se dificultaba la comparación directa entre los cargos de las distintas administradoras.
- A partir de marzo de 2008, la Ley del SAR únicamente permite el cobro de comisiones sobre el saldo de los recursos administrados; además la Junta de Gobierno de CONSAR tiene la facultad de revisar anualmente y en su caso, autorizar, las comisiones que cobrarán las Afores.

2. La implementación total de este cambio tardará 30 meses, es decir para junio de 2014 se tendrá como referencia el IRN a un plazo de cinco años.

Gráfico 11
Comisión Implícita¹ sobre Saldo



¹ Ingresos por comisiones / Recursos de los trabajadores (Promedio anual).
Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Tabla 9
Comisiones sobre Saldo

Afore	2011	2012
PensionISSSTE	1,00	0,99
Inbursa	1,17	1,17
Banamex	1,45	1,28
Bancomer	1,40	1,28
ING	1,48	1,31
XXI	1,40	1,33
Profuturo GNP	1,53	1,39
Principal	1,52	1,48
Afirme Bajío	1,51	1,50
Azteca	1,67	1,52
Metlife	1,69	1,54
Invercap	1,72	1,59
Coppel	1,70	1,59
Promedio simple	1,48	1,38

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Dichos cambios regulatorios, aunados a una disminución importante en los traspasos, incentivó a las Afores a reducir sus comisiones. Dada la trayectoria creciente de los recursos del SAR y a que el esquema de comisiones permitidas se basa en los saldos administrados, se ha generado una dinámica de disminución progresiva de dicho cobro.

En los últimos cinco años la comisión promedio del sistema ha disminuido en más de 63%, lo que de acuerdo a CONSAR ha significado un ahorro para los trabajadores de 4,915 millones de pesos en el último año.

El promedio simple de la comisión sobre saldo que cobrarán las Afores durante 2012 se reduce de 1.48% a 1.38%.

Modificaciones a las reglas de traspasos y reasignación de cuentas no registradas

Las modificaciones recientes a las reglas para traspasos y reasignación de trabajadores, están enfocadas a fomentar que los trabajadores mantengan sus recursos invertidos en Afores que consistentemente han obtenido buenos rendimientos, estableciendo a su vez incentivos para las Afores a diseñar estrategias de inversión a plazos más largos.

a) Traspasos

Durante los primeros años de operación del SAR los trabajadores podían cambiar libremente de Afore, pues no existían reglas específicas para traspasos, sin embargo operativamente el proceso era complicado y por tanto el número de traspasos en los primeros cinco años del sistema fue limitado.

A partir de 2002 existieron cambios regulatorios en la Ley del SAR que hicieron más simple el proceso de traspaso con el objetivo de facilitar la movilidad de los trabajadores entre Afores y promover la competencia de la industria. Lo anterior significó un incremento muy importante en los traspasos (influenciados principalmente por agentes promotores) que no necesariamente beneficiaban al trabajador y ocasionó un aumento en los costos de promoción de las administradoras.

En 2005, a fin de limitar el número de traspasos, la regulación estableció que los trabajadores podían traspasarse a la Afore de su preferencia una vez al año; sin embargo antes de cumplir doce meses de permanencia en una administradora, el traspaso sólo podía realizarse hacia Afores con comisiones más bajas.

En 2008, el criterio para permitir los traspasos antes de un año cambió, pues la creación del IRN permitió que el motor principal de competencia entre fondos fuera el rendimiento neto y no solo la comisión. Por tanto, se estableció que los traspasos antes de un año sólo podían realizarse hacia Afores con un mayor IRN, conforme a los criterios que determine la Junta de Gobierno de CONSAR, mismos que han cambiado en el transcurso del tiempo:

- En 2008, el trabajador podía cambiarse antes de un año a una Afore cuyo IRN fuera 105% **mayor al IRN de la Afore cedente**. Dicha política no siempre beneficiaba al trabajador, pues en épocas de volatilidad en los mercados financieros, una Afore podía ubicarse temporalmente en los primeros lugares del ranking sin que ello reflejara necesariamente un buen desempeño en los rendimientos a largo plazo que permitieran obtener mayores tasas de reemplazo. Adicionalmente, en periodos de inestabilidad financiera, la dispersión en los niveles de IRN de las Afores tienden a ser muy grandes, provocando mayores posibilidades de traspasos en momentos no favorables de los mercados financieros.
- En diciembre de 2011, CONSAR estableció nuevas reglas para la conservación y recepción de cuentas que fomenten que los trabajadores permanezcan en Afores que han obtenido consistentemente **buenos rendimientos** y evitar que se traspasen a Afores que históricamente han demostrado un desempeño pobre. Los nuevos criterios son los siguientes:
 - Las Afores que podrán retener cuentas (por traspasos antes de un año) serán aquellas que hayan estado en la mediana de rendimientos o por arriba de ella durante al menos un 70% de los últimos 24 meses y no hayan estado debajo del cuartil inferior de rendimientos un 20% o más en dicho periodo.
 - Las Afores que podrán recibir traspasos antes de un año no deberán haber estado por debajo del tercil inferior de rendimientos más de 30% durante los últimos 24 meses

De esta forma se protege a los trabajadores de tomar decisiones incorrectas de traspasos en los momentos más inapropiados, evitando así que materialicen pérdidas en sus recursos pensionarios.

b) Reasignación

El proceso de asignación de cuentas individuales de trabajadores que no eligen Afore es el siguiente:

- Inicialmente los recursos de dichos trabajadores son administrados por Banco de México, mientras que el registro y control de su cuenta individual lo lleva una Afore Prestadora de Servicios³.
- Una vez al año, las cuentas individuales que registren aportaciones consecutivas durante los últimos seis bimestres, son **asignadas** a Afores con los IRNs más altos.
- A su vez, las Afores que reciben cuentas asignadas, tienen un plazo de dos años para localizar y registrar a los trabajadores. En caso contrario, las cuentas serán reasignadas a otras Afores. Los criterios para reasignación se modificaron en 2011, a fin de que dichas cuentas sean administradas por Afores que han otorgado consistentemente buenos rendimientos, de acuerdo a lo siguiente:
 - 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.
 - Las Afores que podrán recibir cuentas reasignadas serán aquellas que durante los 24 meses anteriores han permanecido en el tercil superior de rendimientos.
- La reasignación de cuentas se llevó a cabo por primera vez el 31 de enero de 2012, e involucra a 11.9 millones de cuentas (28.4% del total de cuentas administradas por las Afores), las cuales representan más de 59 mil millones de pesos (cerca del 4% del total de activos administrados en el SAR).

3: Mediante un proceso de licitación, se determina la Afore que será Prestadora de Servicios. Actualmente es Afore XXI-Banorte.

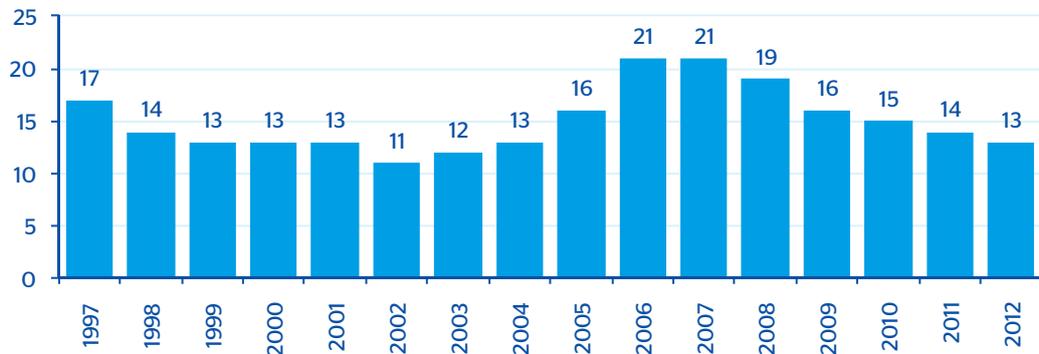
Intensificación de la competencia

Durante los catorce años de historia del SAR, la industria de las Afore ha mostrado cambios radicales en su constitución. Algunas Afores han salido del mercado y otras se han fusionado. Mientras que en 1997 la industria estaba conformada por 17 Afores, en 2002 el número ya había descendido a 11 administradoras. Posterior a este ciclo, se da una nueva expansión hasta contar con 21 Afores en 2007 y a partir de 2008 se ha registrado una disminución en el número de participantes, hasta tener actualmente 13 Afores en el SAR⁴.

La intensificación de la competencia ha sido resultado de la dinámica de disminución de comisiones de las Afores, así como del papel que desempeña el IRN al permitir de una forma fácil y transparente para los trabajadores, la comparación entre Afores.

Gráfico 12

Número de Afores en el SAR



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Tabla 10

Participación de Mercado (Febrero 2012, después de la reasignación)

Afore	% Activos Administrados	% Cuentas administradas
Banamex	17,1%	18,8%
Bancomer	15,2%	10,7%
SURA	13,8%	14,9%
XXI Banorte	13,0%	17,1%
Profuturo GNP	10,8%	7,4%
Pensionisste	6,6%	2,3%
Principal	6,6%	9,5%
Inbursa	6,1%	2,8%
Invercap	4,4%	6,5%
Coppel	2,9%	6,9%
Metlife	2,6%	2,5%
Azteca	0,5%	0,4%
Afirme Bajío	0,3%	0,3%

Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

4: Los cambios más recientes a la estructura del SAR se registraron durante enero de 2012: la compra de Afore ING por parte de Grupo de Inversiones Suramericana (Grupo SURA), y la fusión de Afore XXI con Afore Banorte-Generalli para dar origen a la nueva Afore XXI-Banorte

Las cinco Afores más grandes en términos de recursos administrados, concentran un 70% de los activos totales del sistema, mientras que los ocho participantes restantes gestionan el 30% del ahorro pensionario. Por otra parte, el índice de Hirschman-Herfindahl a enero de 2012 tiene un valor de 1,133, lo que refleja una concentración de mercado moderada e indica que existe competencia en el mercado.

Gráfico 13

Concentración de la industria (Índice de Hirschman-Herfindahl)



Fuente: BBVA Research con datos de CONSAR

Valoración

En general, se pueden valorar en forma positiva los cambios normativos y regulatorios realizados en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR). De manera particular:

- A. Los cambios realizados al Régimen de Inversión de las Afores otorgan más flexibilidad en las inversiones, con el objetivo de generar mayores rendimientos en el ahorro para el retiro: la inclusión de nuevas clases de activos y vehículos de inversión, así como de nuevos países elegibles y divisas, fomenta una mayor diversificación de las carteras tanto en mercados nacionales como internacionales.
- B. Los cambios al IRN ayudan al trabajador a comparar de forma más objetiva los rendimientos que otorgan las diferentes administradoras, mientras que las modificaciones a los criterios para traspasos y reasignación de cuentas individuales permitirán que los recursos sean administrados por Afores que consistentemente hayan otorgado mejores rendimientos.
- C. Tanto la flexibilización del Régimen de Inversión como la disminución en comisiones cobradas por las Afores, potenciarán la rentabilidad de las inversiones en beneficio de los trabajadores, permitiéndoles obtener una mayor pensión al momento de su retiro.

Referencias

www.consar.gob.mx, consultada el 3 de marzo de 2012

www.banxico.gob.mx consultada el 8 de Febrero de 2012

Reporte sobre el Sistema Financiero, septiembre 2011, Banco de México

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Pensiones:*Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@bbva.com*Economista Jefe de Pensiones***David Tuesta**
david.tuesta@grupobbva.com**Javier Alonso**
javier.alonso.meseguer@bbva.com**Soledad Hormazábal**
shormazabal@gbbva.com**Carmen Hoyo**
Consuelodelc.hoyo.bbva.com**María Claudia Llanes**
maria.llanes@bbva.com**Rosario Sánchez**
rdpsanchez@bbva.com**Diego Torres**
diego.torres.torres@bbva.com**BBVA Research****Economista Jefe del Grupo**
Jorge Sicilia**Economías Emergentes:****Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com**Economías Desarrolladas:****Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com**Sistemas Financieros y Regulación:****Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com**Áreas Globales:**

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com**Market & Client Strategy:****Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.comTipos de Interés, Divisas y
Materias Primas**Luis Enrique Rodríguez**
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com