
Mayores rendimientos y menor riesgo, los beneficios de ahorrar una parte del ahorro pensionario en el extranjero

Se exploran los beneficios asociados a la diversificación de las carteras de inversión de las SIEFORE en activos emitidos en el exterior (valores extranjeros). Asimismo se examina la situación actual de las SIEFORE en materia de consumo de este límite y se muestra un comparativo internacional para identificar dónde se encuentra México en este tema respecto a otros sistemas de pensiones.



Mayores rendimientos y menor riesgo, los beneficios de ahorrar una parte del ahorro pensionario en el extranjero

Autor
Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro

Fecha de publicación
22 de octubre de 2018

I. INTRODUCCIÓN

El Sistema de Ahorro para el Retiro cumplió 21 años el pasado 1 de julio de 2018. Al cierre del

septiembre de 2018 las AFORE administran un total de 3,420,000 millones de pesos propiedad de más de 61.6 millones de ahorradores.

En el contexto actual de los mercados financieros internacionales, donde prevalece cierto grado de incertidumbre por el futuro de las tasas de interés en los Estados Unidos de Norteamérica (EUA) y la situación del comercio internacional, se torna más relevante el tema de la diversificación de los portafolios de las AFORE.

Esta nota explora los beneficios asociados a la diversificación de las carteras de inversión de las SIEFORE en activos emitidos en el exterior (valores extranjeros). Del mismo modo, se examina la situación actual de las SIEFORE en materia de consumo de este límite y se muestra un comparativo internacional para identificar dónde se encuentra México en este tema respecto a otros sistemas de pensiones.

II. IMPORTANCIA DE LA INVERSIÓN EN VALORES EXTRANJEROS

Existen importantes razones, a nivel conceptual y práctico, para permitir a los fondos de pensiones de un país invertir en valores extranjeros:

- **DISMINUCIÓN DEL RIESGO PAÍS DE LAS CARTERAS**

La posibilidad de contar con un portafolio diversificado a nivel internacional, compuesto por distintos tipos de activos, emitidos en diversos países, mitiga el riesgo país de la cartera de inversión. A mayor diversificación global, menor riesgo país y mayor protección para el ahorro de los trabajadores.

- **MAYORES RETORNOS PARA UN NIVEL DE RIESGO DADO**

Permitir la inversión en activos extranjeros conlleva a una ampliación en la frontera de posibilidades de inversión, lo que incrementa las oportunidades de lograr mejores combinaciones de rendimientos y riesgos. Cualquier restricción a la inversión en un tipo de activo financiero acota las posibilidades de diversificación de los portafolios y de obtención de rendimientos, al limitar la posibilidad de participar en mercados en el cual las posibilidades de diversificación son amplias.

- **TAMAÑO DEL MERCADO FINANCIERO DOMÉSTICO**

En mercados financieros relativamente pequeños –como el de México– en los cuales tanto el acervo de valores existentes como la oferta de nuevos valores son reducidos, permitir la inversión en valores extranjeros contribuye a mitigar tres riesgos: el riesgo de que los fondos de pensiones presionen al alza los precios de activos financieros domésticos (generación de burbujas), el riesgo de que se genere un excesivo poder de mercado por un solo tipo de inversionista como lo son las AFORE y el riesgo de potenciales conflictos de interés por la escasez de alternativas de inversión.

III. COMPARATIVO INTERNACIONAL

Los sistemas de pensiones del mundo presentan diferencias sustantivas en la forma en que regulan y, en su caso, limitan la inversión en valores extranjeros. La mayor parte de los países desarrollados y un segmento amplio de países emergentes no establecen límites regulatorios en esta materia para sus fondos de pensiones por lo que delegan la responsabilidad de la inversión en mercados extranjeros a los administradores de fondos. En todo caso, algunos países establecen restricciones para ser considerado como país elegible para inversiones (países OECD, por ejemplo), pero en la mayor parte de los casos no se imponen límites cuantitativos.

La excepción a dicha regla son los países latinoamericanos. Chile, Perú, Colombia y México, con sistemas de pensiones de cuentas individuales, sí establecen límites regulatorios ex ante a la inversión en valores extranjeros, aunque existe una importante heterogeneidad entre ellos. Por ejemplo, Chile, quien es el precursor de este tipo de sistemas de pensiones en el mundo, tiene un límite máximo para inversión internacional de 80%, mientras que Colombia y Perú presentan límites de 70% y 50% respectivamente. En el caso de México, en el Artículo 48 de la Ley del SAR, se establece a las SIEFORE un límite máximo de 20% en la inversión en valores extranjeros. Dicho límite se introdujo en las reformas realizadas a la Ley en 2002 (año en que las AFORE administraban 322 mil millones de pesos, es decir, los recursos representaban alrededor del 9.5% con respecto a los recursos que hoy administran) y ha permanecido sin cambios desde entonces.

Lo anterior tiene una implicación relevante: un trabajador cuyo ahorro se encuentra depositado en un fondo de pensiones que NO cuenta con límites para invertir en el exterior, cuenta con una mayor gama de opciones de inversión en empresas y proyectos alrededor del mundo en múltiples actividades productivas. Dicho trabajador es dueño en parte del valor que generan todas esas empresas y proyectos a nivel internacional lo que le permite aprovechar las ventajas y rendimientos de éstas. Por el contrario, un trabajador que cuenta con limitaciones severas a la inversión en instrumentos internacionales, tiene muy acotadas las opciones comparado con sus pares internacionales, y por lo tanto tienen una capacidad más limitada de obtener rendimientos y limitar el riesgo. El resultado es que **los recursos para las pensiones de trabajadores con carreras salariales similares, pero con distintas restricciones a la inversión internacional, tendrán diferencias significativas al momento del retiro.**

Comparativo Internacional del Consumo y Límite de Activos Extranjeros

Países	Consumo de Valores Extranjeros (% de Activos) 2016	Límite Regulatorio Global en activos extranjeros
Estonia	75.7	Sin Límite Regulatorio
Portugal	63.7	Sin Límite Regulatorio
Países Bajos	81.3	Sin Límite Regulatorio
República Eslovaca	74.9	Sin Límite Regulatorio
Canadá	32.9	Sin Límite Regulatorio
Noruega	28.8	Sin Límite Regulatorio
Japón	26.6	Sin Límite Regulatorio
EE.UU. (planes)	18.7	Sin Límite Regulatorio
Reino Unido	26.8	Sin Límite Regulatorio
Eslovenia	53.1	Sin Límite Regulatorio para los países UE y OECD
Dinamarca	28.7	Sin Límite Regulatorio para los países OECD
Suiza	40.8	Sin Límite Regulatorio, límite por divisa 30% (cobertura permitida)
Luxemburgo	43.9	Sistema SEPCAV y ASSEP: Sin Límite Regulatorio. Sistema CAA supervisados: Sin límite regulatorio.
Islandia	23.3	Solo se permite la inversión en activos de países de la OECD.
República Checa	14.5	Sin Límite Regulatorio Global, existen límites dentro de activos específicos
Hong Kong (China)	46.8	Al menos 30% en instrumentos denominados en HKD.
Chile	39.0	Depende del fondo: A: 100%, B: 90%, C: 75%, D: 45% y fondo E: 35%. Existe un límite de la suma de todos los fondos (80%).
Perú	37.6	Límite legal de 50%.
Colombia	28.9	Depende del fondo: A: 40%, B: 60%, C: 70% y D: 40%.
México	13.9	20%, independientemente de la clase de activo
Promedio Consumo	40.0	

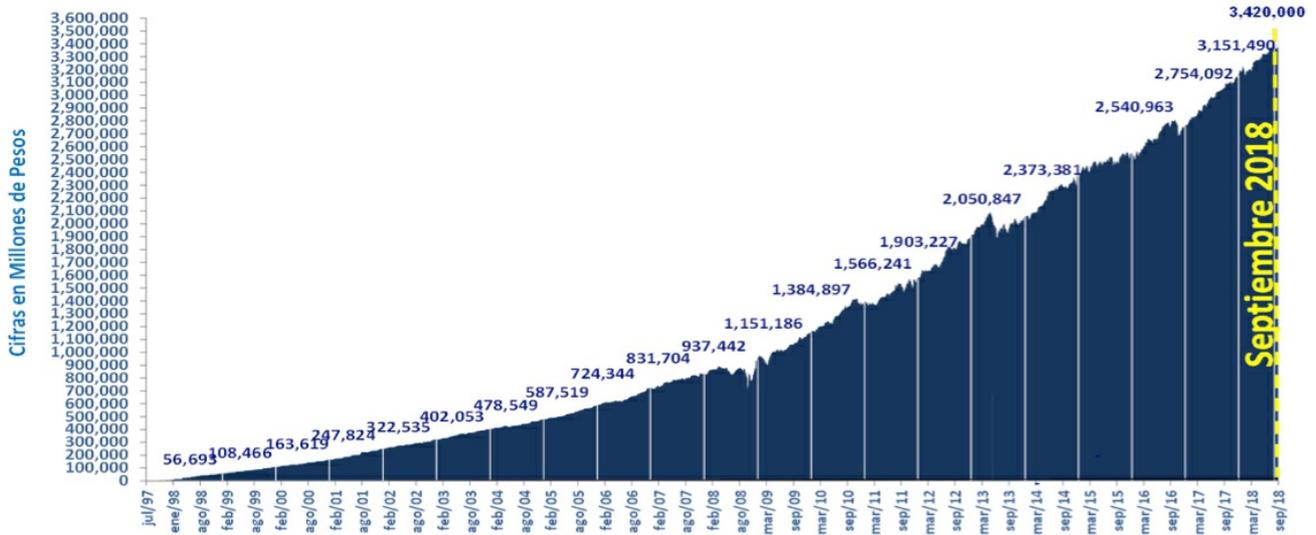
Notas:

1. EE.UU. considera los datos de 2015, para los planes de Thrift Savings Plan (TSP), California Public Employees Retirement System (CalPERS), California State Teachers' Retirement System (CalSTRS), Teacher Retirement System of Texas (TRS), Employees Retirement System of Texas (ERS) and Missouri State Employees' Retirement System (MOSERS) porcentaje ponderado por el tamaño del plan.
2. Para Luxemburgo los datos son de 2014.
3. Para México los datos son de octubre de 2017.

IV. SITUACIÓN ACTUAL DEL SAR

El sistema de pensiones de cuentas individuales se encuentra en su fase intermedia de acumulación que durará por al menos los próximos 15 años, gracias a la –todavía– favorable dinámica demográfica del país. Durante la última década, los recursos en el sistema, a través de las aportaciones obligatorias por ley y las plusvalías generadas en el tiempo, han crecido a una tasa anual de 14.18%.

Evolución histórica de los Activos Administrados por las SIEFORE



Se estima, que las AFORE estarán administrando activos financieros del orden de los 9.5 billones de pesos hacia al final de la próxima década.

Conforme las AFORE han adquirido una mayor madurez y sofisticación, la CONSAR ha impulsado una importante liberalización del RI de las SIEFORE. En cuanto a los países en los que AFORE están habilitadas en invertir, hoy suman un total de 50 países.

Países en los que las AFORE pueden invertir

MIEMBROS DEL COMITÉ SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL.

Australia	Corea del Sur
Bélgica	Luxemburgo
Brasil	México
Canadá	Países Bajos
China	Singapur
Francia	España
Alemania	Suecia
Hong Kong	Suiza
India	Inglaterra
Italia	Estados Unidos
Japón	

MIEMBROS DE LA OCDE CON TRATADOS DE LIBRE COMERCIO.

Noruega
Chile
Islandia
Israel

Países Elegibles



PAÍSES ADICIONALES AUTORIZADOS POR EL CAR

Malasia
Nueva Zelanda
Sudáfrica
Tailandia
Taiwán

UNIÓN EUROPEA.

Austria	Letonia
Bélgica	Lituania
Bulgaria	Luxemburgo
Chipre	Malta
República Checa	Países Bajos
Dinamarca	Polonia
Estonia	Portugal
Finlandia	Rumania
Francia	Eslovaquia
Alemania	Eslovenia
Grecia	España
Hungría	Suecia
Irlanda	Reino Unido
Italia	

MIEMBROS DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO (AP) CUYAS BOLSAS PERTENEZCAN AL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA).

Colombia
Perú

Última actualización: cierre de septiembre de 2018.

En cuanto al tipo de activos en los que las AFORE pueden invertir, el proceso de liberalización ha sido también incremental: en 2005 se permitió la inversión por primera ocasión en ETFs; en 2007 en activos alternativos (Fibras y CKDs); en 2010 se ampliaron los límites de inversión en renta variable; en 2011 se autorizó invertir en mercancías y Mandatos; en 2012 se flexibilizaron los límites de inversión a los Instrumentos Estructurados; en 2013 se autorizó invertir en REITS; en 2016 se permitió la inversión en FIBRA E, CERPIS, instrumentos híbridos y se ampliaron nuevamente los límites de inversión en renta variable; y en 2017 se incluyeron nuevos países elegibles para inversiones y se formalizó la posibilidad de invertir en CERPIS internacionales. Dichos cambios han propiciado una mayor diversificación en las carteras de las SIEFORE como se aprecia a continuación:

Evolución de la diversificación en la composición de la cartera de las SIEFORE



Fuente: CONSAR.

Desde que se permitió a las AFORE invertir en el extranjero a partir del 2005, su portafolio refleja un aumento relevante en la inversión en valores del extranjero, si bien con altibajos que reflejan condiciones particulares de mercado como fueron la crisis del 2008 y la volatilidad internacional que vivieron los mercados en 2013, 2015 y 2016.

Posición de las AFOREs en Valores Extranjeros



Durante los últimos 6 años, las AFORE han tenido una presencia central en los mercados financieros locales con inversiones muy relevantes en todos los activos disponibles en el país, al tiempo en que han podido diversificar una parte de su portafolio en el exterior.

Evolución de la inversión de las AFORE por tipo de activo (2012-2018)

(Montos en millones de pesos. Incluye la Reserva Especial)

Tipo de Instrumento		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	Δ	
Renta Variable Nacional	Renta Variable Nacional	182,753	197,962	182,756	167,860	166,126	199,141	265,014	82,261	
Renta Variable Internacional	Renta Variable Internacional	268,160	350,430	425,615	426,842	392,587	554,273	500,013	231,853	
Mercancías	Mercancías		663	1,290	4,018	6,074	12,423	10,575	10,575	
Privados Nacionales	Privados Nacionales	349,936	402,191	492,586	541,640	561,416	641,616	672,339	322,403	
Estructurados	Estructurados	60,556	70,510	81,379	99,953	127,669	159,934	194,964	134,408	
FIBRAS	FIBRAS	10,008	17,556	41,646	44,528	48,747	66,025	101,395	91,388	
Deuda Internacional	Deuda Internacional	45,290	36,727	27,902	23,966	25,694	35,708	23,410	-21,881	
Gubernamental	BONOS 0-1 AÑO	14,965	15,153	12,231	15,061	5,105	33,105	24,662	9,697	
	BONOS 1-5 AÑOS	8,009	27,192	8,096	15,193	29,593	55,824	40,844	32,835	
	BONOS 5-10 AÑOS	13,634	34,788	82,160	74,178	86,843	67,109	116,890	103,256	
	BONOS 10 AÑOS o +	343,070	272,155	349,894	363,053	321,148	240,713	281,855	-61,215	
	Subtotal BONOS	379,678	349,288	452,381	467,485	442,690	396,751	464,250	84,573	
	UDIBONO 0-1 AÑO	3,434	18,099	8,093	51,502	51,948	26,469	76,839	73,405	
	UDIBONO 1-5 AÑOS		91,815	116,498	133,764	136,242	254,362	218,882	218,882	
	UDIBONO 5-10 AÑOS	195,228	187,987	142,152	199,225	240,070	190,665	206,785	11,558	
	UDIBONO 10 AÑOS o +	213,751	142,594	223,591	170,386	216,489	284,699	367,490	153,739	
	Subtotal UDIBONO	412,412	440,494	490,334	554,878	644,750	756,196	869,997	457,585	
	BOND182									0
	BONDES	16,370	18,253	31,428	33,289	44,409	36,175	47,645	31,275	
	BPA182	24,360	16,658	8,232	9,035	10,435	10,076	8,000	-16,360	
	BPAS	115	421	1,167	790	1,433	2,780	2,673	2,557	
	BPAT	417	404	1,052	1,874	1,296	1,567	213	-204	
	CBIC	103,960	93,792	100,985	93,727	99,363	101,124	113,336	9,376	
	CETES	67,727	70,622	72,210	64,369	128,383	220,149	183,602	115,875	
	DEPBMX									0
	UMS	32,568	29,963	31,946	42,104	38,659	30,329	25,841	-6,727	
	REPORTO	36,900	42,783	36,270	52,832	75,546	62,655	65,549	28,648	
Subtotal Gubernamental	1,074,509	1,062,677	1,226,004	1,320,384	1,486,963	1,617,800	1,781,106	706,597		
TOTAL		1,991,211	2,138,716	2,479,179	2,629,192	2,815,276	3,286,920	3,548,816		

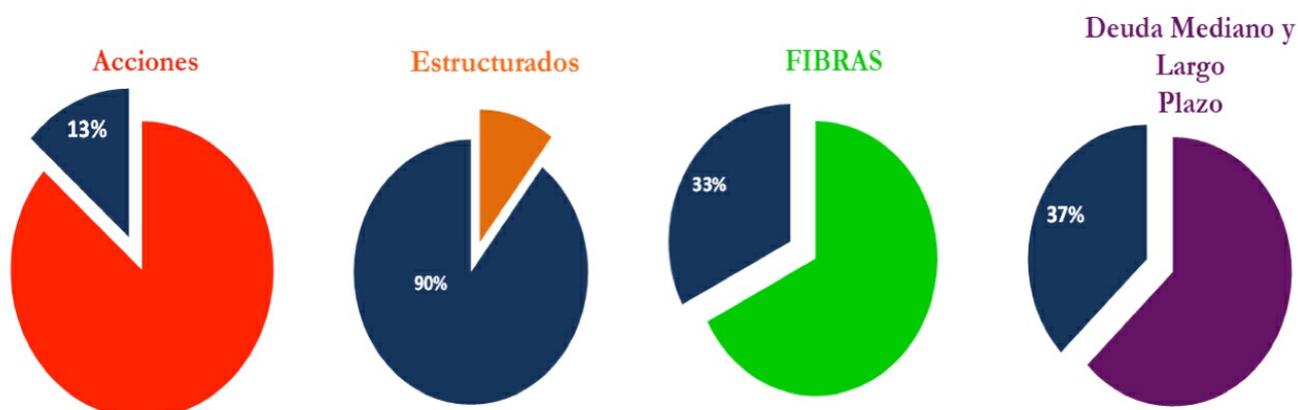
Cartera + Exposición a renta variable

*Cifras al cierre de septiembre de 2018

Δ respecto al cierre de diciembre de 2012

Las AFORE son y seguirán siendo jugadores clave en el mercado financiero del país como se aprecia la participación de sus inversiones en las emisiones de distintos instrumentos durante el periodo 2013-2018.

Participación de las AFORE en los mercados



Fuente: CONSAR

En cuanto al desempeño del portafolio de las AFORE, destaca que en el periodo 2012-2018 la inversión

más redituable para los ahorradores del sistema fue la inversión en renta variable extranjera ya que de un rendimiento promedio del sistema de 6.06% durante el periodo, una tercera parte provino de inversiones en el extranjero. Este resultado es todavía más relevante si se toma en cuenta que la inversión extranjera ocupó un nivel cercano al 16% de todo el portafolio de las AFORE.

Atribución al rendimiento por tipo de activo y AFORE, 2012-2018.

Clases de Activo	Azteca	Citibanamex	Coppel	Inbursa	Invercap	P_ISSSTE	Principal	Profuturo	SURA	XI-Banorte	Sistema
Renta Variable Extranjera	2.09%	2.38%	2.34%	0.82%	1.47%	0.75%	2.34%	2.97%	2.39%	2.18%	2.21%
Tasa Real Gubernamental	0.95%	0.90%	1.81%	0.46%	0.71%	0.47%	1.04%	1.03%	1.01%	1.17%	1.01%
Privados Nacionales	0.92%	1.04%	1.06%	1.34%	0.50%	0.99%	0.84%	1.07%	1.03%	0.99%	0.99%
Bonos M	1.17%	0.90%	0.17%	0.02%	1.73%	1.55%	0.71%	0.60%	1.41%	0.96%	0.95%
Renta Variable Nacional	0.45%	0.32%	0.61%	0.29%	0.23%	0.05%	0.29%	0.15%	0.28%	0.33%	0.29%
Mandatos		0.74%							0.06%	0.36%	0.23%
Cetes	0.12%	0.05%	0.01%	1.88%	0.27%	0.19%	0.06%	0.34%	0.02%	0.08%	0.18%
Estructurados		0.23%	0.01%	0.57%	0.23%	0.14%	0.23%	0.12%	0.22%	0.10%	0.17%
UMS	0.04%	0.22%			0.02%		0.00%	0.02%	0.04%	0.33%	0.12%
Reportos	0.20%	0.04%	0.11%	0.13%	0.13%	0.29%	0.14%		0.15%	0.08%	0.10%
Bursatilizado	0.07%	0.07%	0.16%	0.12%	0.04%	0.14%	0.07%	0.06%	0.07%	0.08%	0.08%
Deuda Extranjera	0.03%	0.06%	0.05%	0.13%	0.08%	0.04%	0.01%	0.14%	0.10%	0.07%	0.08%
Brems y Bondes D	0.13%	0.01%	0.35%	0.06%	0.01%	0.09%	0.03%	0.12%	0.01%	0.02%	0.06%
Bondes 182 y BPAs 182	0.01%	0.01%	0.02%	0.17%	0.02%	0.12%	0.01%	0.00%		0.01%	0.02%
Mercancías		0.05%								0.01%	0.01%
IPAB					0.01%	0.00%	0.02%		0.01%	0.00%	0.00%
FIBRA	-0.09%	0.03%	-0.01%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.04%	-0.01%	-0.01%
Derivados Otros Subyacentes		-1.28%	0.02%	-0.32%	-0.53%		-0.43%	0.03%	-0.65%	-1.49%	-0.71%
Rend x Amort. y Trading	0.31%	0.69%	0.49%	0.60%	-0.11%	1.61%	0.25%	0.97%	0.54%	0.32%	0.27%
Rendimiento de Mercado	6.40%	6.46%	7.19%	6.24%	4.81%	6.44%	5.61%	7.60%	6.66%	5.60%	6.06%

Es por tanto natural que ante el crecimiento que han experimentado los saldos del sistema desde el 2002 (fecha en que se fijó el actual límite para valores extranjeros) y el buen desempeño de los activos invertidos en el exterior que las AFORE busquen una mayor diversificación del portafolio a través de activos y, en algunos casos, se encuentren cercanos de los límites regulatorios. [1]

Si bien pareciera existir un espacio todavía relevante para invertir en el extranjero, ello puede obedecer a coyunturas particulares de los mercados. En realidad, generalmente las AFORE con mayor nivel de sofisticación financiera, se encuentran siempre cercanas al límite regulatorio (excepto por un margen prudencial para no incurrir en violaciones regulatorias). En un futuro cercano, la tendencia de crecimiento en el volumen de activos que sigue el sistema y la necesidad de diversificar las carteras, presionarán el límite a la inversión en valores extranjeros lo que podría topar, principalmente, a aquellas AFORE que han invertido más en capital humano y tecnológico, así como en aquellas donde se encuentran los trabajadores más jóvenes que requieren altos rendimientos.

Consumo de límites de valores extranjeros en el SAR

% Val Ext Límite	Básicas 1		Básicas 2		Básicas 3		Básicas 4		Adicionales		Afore	
	20.0%		20.0%		20.0%		20.0%		20.0%			
AFORE	% Val Ext	Δ pbs	% Val Ext	Δ pbs	% Val Ext	Δ pbs						
Azteca	4.87%	-57	12.57%	-39	14.73%	-32	17.01%	-27	-	-	14.61%	-32
Citibanamex	2.99%	-108	10.35%	-208	11.99%	-246	14.10%	-124	15.04%	+224	11.92%	-149
Coppel	8.41%	-22	13.30%	-34	15.81%	-35	16.32%	-41	-	-	15.40%	-37
Inbursa	4.70%	-18	5.89%	-19	8.14%	-20	11.46%	-26	-	-	7.22%	-20
Invercap	1.55%	-225	5.05%	-160	6.22%	-87	7.35%	-288	-	-	5.92%	-163
PensionISSSTE	4.80%	-8	7.27%	-14	7.83%	-21	8.75%	-26	-	-	6.81%	-16
Principal	3.80%	+95	9.19%	+6	10.63%	-49	10.45%	-86	-	-	9.50%	-24
Profuturo	7.32%	-5	13.32%	-28	12.81%	-35	11.14%	-37	9.05%	-46	12.22%	-31
SURA	5.76%	+26	9.77%	+62	9.85%	+70	13.01%	+88	17.04%	+24	10.42%	+70
XXI-Banorte	5.16%	-55	12.53%	-122	13.25%	-117	14.64%	-26	10.92%	-77	12.54%	-94
SISTEMA	5.00%	-25	10.65%	-67	11.53%	-77	13.21%	-53	10.96%	-69	11.20%	-57
Cierre 2017	5.91%	-91	13.67%	-302	14.89%	-336	15.98%	-277	13.12%	-216	14.02%	-282
Cierre 2016	4.18%	+82	11.95%	-130	13.29%	-175	14.73%	-152	8.54%	+242	12.46%	-126
Cierre 2015	4.50%	+50	13.07%	-242	14.50%	-297	16.09%	-288	5.51%	+545	13.71%	-251

Cifras al cierre de septiembre de 2018

Fuente: Vicepresidencia Financiera. CONSAR.

El que las AFORE alcancen pronto el límite de inversión en valores extranjeros se torna todavía más relevante si se considera que éste incide también en el límite de inversión en instrumentos de renta variable. La Renta Variable es un diversificador crítico para los fondos de pensiones. Ahora bien, el límite actual de inversión en renta variable se encuentra copado por la misma restricción de inversión en valores extranjeros. La razón de ello tiene que ver con el relativamente pequeño número de emisores nacionales que tiene el mercado accionario mexicano. Si se ampliará el límite de inversión en renta variable, sin hacer lo propio de la de valores extranjeros, ello podría ocasionar una presión excesiva sobre los precios de las acciones domésticas.

Consumo de límites en instrumentos de Renta Variable en el SAR

Exp RV Límite	Básicas 1		Básicas 2		Básicas 3		Básicas 4		Adicionales		Afore	
	10.0%		30.0%		35.0%		45.0%		45.0%			
AFORE	RV	Δ pbs	RV	Δ pbs	RV	Δ pbs						
Azteca	8.01%	-37	19.36%	-20	23.45%	-17	27.44%	-6	-	-	23.22%	-14
Citibanamex	8.87%	-15	25.32%	+18	28.63%	+21	35.42%	-8	26.10%	+192	29.31%	+13
Coppel	7.25%	-6	17.23%	-15	20.80%	-12	25.53%	-20	-	-	22.42%	-16
Inbursa	4.10%	-25	9.27%	-31	12.41%	-39	17.22%	-53	-	-	10.99%	-36
Invercap	7.41%	-19	14.41%	-119	17.33%	+3	27.07%	+339	-	-	18.28%	+42
PensionISSSTE	6.62%	-8	13.02%	-24	14.01%	-37	16.76%	-47	-	-	12.30%	-27
Principal	5.47%	+93	16.64%	+53	19.37%	+14	23.71%	+44	-	-	18.06%	+43
Profuturo	7.73%	-7	20.74%	-41	23.78%	-56	27.52%	-88	23.49%	-158	22.24%	-52
SURA	7.17%	+22	20.72%	+61	23.81%	+58	30.05%	+56	23.25%	+12	23.52%	+61
XXI-Banorte	6.97%	-67	20.76%	-149	24.05%	-149	30.33%	-228	20.63%	-141	22.70%	-156
Sistema	7.01%	-12	19.65%	-36	23.10%	-29	28.97%	-27	21.00%	-136	22.37%	-30
Cierre 2017	6.99%	+3	21.53%	-188	25.23%	-213	30.40%	-143	20.45%	+55	23.83%	-146
Cierre 2016	3.47%	+354	17.99%	+167	21.56%	+154	26.51%	+246	12.71%	+830	20.24%	+213
Cierre 2015	3.47%	+354	20.35%	-69	24.65%	-155	30.77%	-180	9.94%	+1,106	23.39%	-102

Cifras al cierre de septiembre de 2018

Fuente: Vicepresidencia Financiera. CONSAR.

V. RIESGOS DE FALTA DE DIVERSIFICACIÓN EN EL PORTAFOLIO

Conforme el consumo de los límites en valores extranjeros llegue a su umbral legal surgirán diversos riesgos que es importante considerar:

1. POSIBLE PRESIÓN A LOS PRECIOS DE ACTIVOS LOCALES

El límite máximo de inversión en valores internacionales se traduce en un límite mínimo de 80% en valores emitidos en México, por lo que, de manera natural, la regulación del SAR impone un sesgo notorio en favor del mercado doméstico. Este sesgo a lo local puede originar, en el mediano plazo, una desalineación en los precios de los activos locales. De hecho diversos estudios en distintos países han revelado que los fondos de pensiones en mercados poco profundos –como el de México- inciden en los precios de los activos financieros domésticos, especialmente cuando la organización industrial de los fondos de pensiones tiene estructuras de líder-seguidor y esquemas de rentabilidad mínima [2]. El crecimiento acelerado de los recursos del SAR contrasta con el todavía bajo crecimiento en la capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores. Si bien la oferta de valores ha crecido en los últimos años, el ritmo de crecimiento del SAR ha sido superior, y no se observa un comportamiento distinto en la fase de acumulación del SAR. Esta divergencia se traducirá eventualmente en la imposibilidad de invertir los recursos pensionarios en el mercado doméstico a precios alineados con los fundamentales de los emisores e incrementará el riesgo de que las AFORE presionen al alza los precios de los distintos valores del mercado financiero doméstico.

2. COSTO DE OPORTUNIDAD DE OTRAS INVERSIONES RENTABLES

Mantener un límite tan restrictivo sobre la inversión en valores extranjeros implica un costo de oportunidad de no invertir en activos cuyos retornos están vinculados al crecimiento de las economías y sectores en expansión en el mundo. Adicionalmente, el confinamiento en el mercado nacional exacerba la sensibilidad de las carteras de inversión de las SIEFORE a los ajustes en las variables financieras domésticas, por lo que se exacerba el carácter pro-cíclico de los fondos de pensiones.

3. SELECCIÓN ADVERSA

El deber fiduciario de las AFORE debe ser buscar las alternativas de inversión que generen la mayor rentabilidad posible ajustada por riesgo para los ahorradores del sistema. En el contexto de un mercado financiero de tamaño moderado con relativa escasez de ofertas públicas de nuevas empresas, u otros vehículos de inversión, surge la pregunta de en dónde invertirán las AFORE los recursos futuros de los trabajadores. La falta de alternativas en las que invertir el ahorro de los trabajadores podría derivar en

inversiones de menor rendimiento.

4. RIESGO PAÍS

La diversificación en activos internacionales puede reducir el riesgo de las carteras de las SIEFORE al eliminar la volatilidad no-sistémica, sin reducir el retorno esperado. De forma alternativa, la diversificación internacional incrementa los retornos para un nivel de riesgo dado. Esta diversificación se alcanza al invertir en mercados poco correlacionados con el mercado mexicano. Asimismo, se puede esperar que los activos domésticos estén más correlacionados entre sí que los activos extranjeros, por lo que se esperaría que la inversión en activos internacionales mitigue más el riesgo de la cartera de las SIEFORE respecto a una cartera más concentrada en activos domésticos.

5. FALTA DE DIVERSIFICACIÓN DE LAS CARTERAS Y MENOR DIFERENCIACIÓN ENTRE AFORES

Al cierre de septiembre de 2018, las SIEFORE registraron una inversión de 69.1% de sus activos en instrumentos de renta fija nacional (50.19% corresponden a bonos gubernamentales y el resto a bonos corporativos). Esta exposición a instrumentos de renta fija está muy por encima de los niveles de exposición en este tipo de activos en otros sistemas de pensiones en el mundo. Ante un entorno de posibles incrementos en las tasas de interés en los próximos años, ello podría derivar en una mayor volatilidad en los portafolios de las AFORE. Adicionalmente, la renta fija suele ser un activo de retornos inferiores –en el mediano y largo plazo- a los de la renta variable y alternativos.

VI. CONCLUSIONES

El tamaño que ha alcanzado el sistema de pensiones y el crecimiento esperado del mismo durante la siguiente década vislumbran un enorme potencial para que las AFORE inviertan más activamente en el desarrollo nacional. Las necesidades que se tienen en materia de infraestructura y las necesidades de financiamiento para el desarrollo que tiene el país hacen necesario que las AFORE participen más activamente en este proceso, a través de la inversión en proyectos productivos rentables, con niveles adecuados de riesgo y a través de mayores incentivos para que éstas inviertan en proyectos de largo plazo.

No obstante, los anteriores objetivos son reconciliables con un portafolio que invierte parte de sus activos en valores extranjeros. Tres aspectos a destacar:

- La evidencia empírica muestra que una mayor libertad para invertir en el extranjero NO está asociada con un efecto de desplazamiento total de la inversión doméstica. French y Poterba (1991)

demuestran que los inversionistas, tanto en mercados financieros profundos como en mercados poco desarrollados, muestran un persistente sesgo doméstico (“home bias”) en la composición de las carteras por lo que el proceso gradual de inversión en el extranjero de las AFORE ha sido acorde a lo que preveía la teoría.

- El país ha avanzado notoriamente en consolidar su estabilidad macroeconómica y financiera, y hoy cuenta con un mercado cambiario extremadamente líquido y con participación de un gran número de inversionistas locales y extranjeros. La profundidad del mercado del peso mexicano acota la posibilidad de que las operaciones de las AFORE a través de la inversión en instrumentos extranjeros puedan tener un efecto significativo en el tipo de cambio. Igualmente, el mercado de deuda se ha desarrollado notablemente en la última década y si bien la participación de las AFORE es, y seguirá siendo, muy relevante, éstas no son los únicos inversionistas institucionales en el mercado.
- Finalmente, es en el contexto actual de los mercados financieros que resulta relevante preguntarse de dónde provendrán los rendimientos futuros del SAR. Durante los primeros años del sistema fue la renta fija la principal fuente de retorno para los ahorradores del sistema. En el entorno actual, y probablemente en varios años por venir, la rentabilidad deberá provenir de otras fuentes. Un portafolio con una mayor diversificación tanto de tipo de activos, como de vehículos y países elegibles, es la mejor opción para que el sistema pueda seguir ofreciendo sosteniblemente rendimientos atractivos a los ahorradores.

[1] Para la medición del límite de valores extranjeros se computan, a valor de mercado, las posiciones de estos recursos administrados directamente por la AFORE, así como las posiciones en valores extranjeros delegadas a los mandatarios contratados. Con independencia de quién gestione las inversiones, estas posiciones comprenden deuda internacional, renta variable internacional, los depósitos bancarios en instituciones financieras extranjeras (autorizadas), y las operaciones con derivados cuyos subyacentes sean renta variable internacional (sin importar la nacionalidad de la contraparte). Cabe señalar que no se consideran para efectos del cómputo de valores extranjeros las operaciones de derivados de mercancías (“*commodities*”), ni la exposición directa a las mismas. Tampoco se consideran las posiciones en divisas dentro de este límite (existe un límite regulatorio específico para éstas).

[2] Ver para el caso de Brasil, Studart, R. (2000), *Pension funds and the financing productive investment: An analysis based on Brazil's recent experience*, ECLAC, Development Finance Unit, International Trade and Development Finance Division, 2000, Santiago de Chile, Agosto. Para el caso de Polonia, ver Voronkova et al. (2003), *Institutional Traders' Behavior in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Fund Investors*, The Pensions Institute (Discussion Paper).

