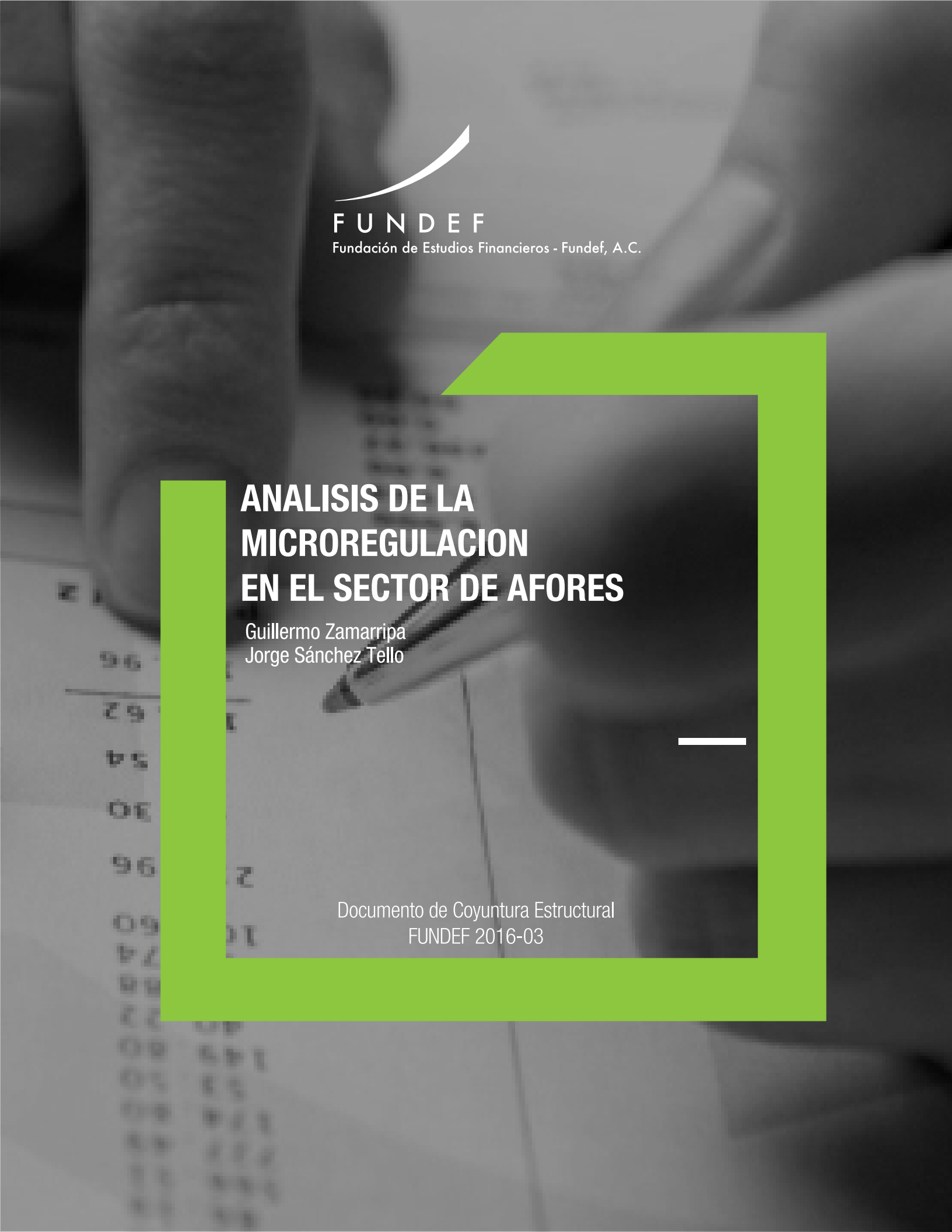


FUNDEF
Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

ANALISIS DE LA MICROREGULACION EN EL SECTOR DE AFORES

Guillermo Zamarripa
Jorge Sánchez Tello

Documento de Coyuntura Estructural
FUNDEF 2016-03

Jorge Sánchez Tello
FUNDEF México

Economista e investigador asociado, FUNDEF. Editorialista en diferentes diarios de circulación nacional, con la columna "Paradigma Económico". Colaborador en diferentes programas de radio y televisión.

Camino a Santa Teresa No. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Twitter @jorgeteilus
Email: jorge.sanchez@itam.mx

Guillermo Zamarripa
FUNDEF México

Director general e investigador de tiempo completo, FUNDEF.

Camino a Santa Teresa No. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Email: guillermo.zamarripa@itam.mx

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 las instituciones donde laboran.

Documentos de Coyuntura Estructural FUNDEF 2016-03
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. 2016, Jorge Sánchez Tello y Guillermo Zamarripa
© D. R. 2016, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS-FUNDEF, A. C.
Camino a Santa Teresa No. 930, D. F. 10700, México

I.- INTRODUCCIÓN.

La primera generación de sistemas de pensiones en el Mundo y en México es de regímenes de beneficio definido. Estos sistemas implican un arreglo institucional que genera una vulnerabilidad a las economías bajo ciertas condiciones. Si el financiamiento al sistema vía las cuotas es mayor a la promesa de pago del período el exceso se acumula en un fondo de reserva. Cuando las características demográficas de la población cambian pueden llevar a agotar dicho fondo de reserva y a un costo para el Gobierno.

Para entender la situación financiera de cada régimen hay que evaluar sus condiciones específicas. Es necesario cuantificar el desbalance para aquellos casos en los que las cuotas de aportación al sistema son menores a los beneficios esperados al retiro. Hacer el cálculo anterior permite entender la magnitud de la diferencia que hay entre los parámetros del régimen y los reales inherentes a las características demográficas de la población. También es importante entender el riesgo de longevidad que asume el Gobierno en estos regímenes.

En las ultimas décadas en diversos países del Mundo se ha dado una migración abandonando los regímenes de beneficio definido. En México este cambio inició en el año de 1997 con la reforma al

régimen de los trabajadores del sector privado. Están pendientes las reformas pertinentes para varios segmentos de trabajadores del sector público en los que se mantienen esquemas de beneficio definido.

En el documento de FUNDEF titulado "Principios para una Reforma Integral al Régimen de Pensiones en México" se analizaron algunos de los aspectos estructurales del sector de pensiones en México y se plantearon una serie de propuestas.

En dicho trabajo se comentó que la regulación del sector de Afores ha evolucionado para tratar de incidir de manera positiva en el desarrollo del sector. A lo largo de estos años el objetivo de la Autoridad reguladora se ha caracterizado por tratar de instrumentar esta política pública de la mejor manera posible sujeto a restricciones estructurales como lo es el nivel de la cuota de aportación.

El impacto en la pensión de aumentar la cuota de aportación seria muy importante. Este tipo de modificación requiere del acuerdo de otros sectores de la economía externos a las Afores. A una reforma de este tipo se le considera estructural y no parte de la micro regulación.

La micro regulación es importante ya que define el modelo operativo, busca alinear los incentivos de los participantes y puede incidir en la evolución para volver al sector más eficiente y más seguro. También se puede argumentar que la micro regulación puede afectar el nivel de pensión de los trabajadores. Mayores rendimientos y menores comisiones generarán una pensión mayor.

Una conclusión del documento de FUNDEF "Consideraciones sobre la Evolución y Retos del Sistema de Ahorro para el Retiro" era que es importante que la Autoridad presente de manera clara su idea de desarrollo del sector en el largo plazo. Un propósito de este documento es exponer algunos elementos que puedan contribuir a generar esa visión de largo plazo.

El proceso de regulación del sector debe ser uno de mejora continua. Se debe tener un marco regulatorio sólido que de los incentivos correctos y que se vaya adecuando a las circunstancias. Los retos que tiene hoy el Sistema en México son muy distintos a los que se tenía en 1997. También la realidad y desafíos de estos sistemas en el Mundo han ido cambiando. Por esto es importante tener la visión que se comentó en el párrafo anterior.

En la siguiente sección se presentan algunos de los diagnósticos y propuestas de modificaciones al régimen regulatorio de esta industria que se hicieron en tres documentos que se publicaron recientemente. Posteriormente se analizan las características del mercado de las Afores y de su regulación. Finalmente se buscarán hacer algunas propuestas de desarrollo regulatorio para el sector.

II.- REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE EL SECTOR DE AFORES.

II.- REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE EL SECTOR DE AFORES.

Hay una amplia literatura sobre el sector de Afores en México que trata temas como la creación del régimen y su impacto en la evolución del ahorro en la economía. Sin embargo, no hay tanto escrito sobre la estructura de mercado del sector desde un punto de vista de diseño de la arquitectura del sistema.

Se identificaron tres documentos que estudian aspectos de la arquitectura de nuestro sistema. Si los consideramos de manera cronológica tendrían el orden siguiente:

1. La sección de las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) del Estudio de Competencia en el Sistema Financiero elaborado por la COFECE.
2. El documento de FUNDEF titulado "Consideraciones sobre la Evolución y Retos del Sistema de Ahorro para el Retiro".
3. El documento titulado "OECD Reviews of Pension Systems: Mexico 2015".

En el resto de esta sección se presentan algunos de los diagnósticos, argumentos y sugerencias de los documentos anteriores.

II.1.- Análisis del documento de COFECE

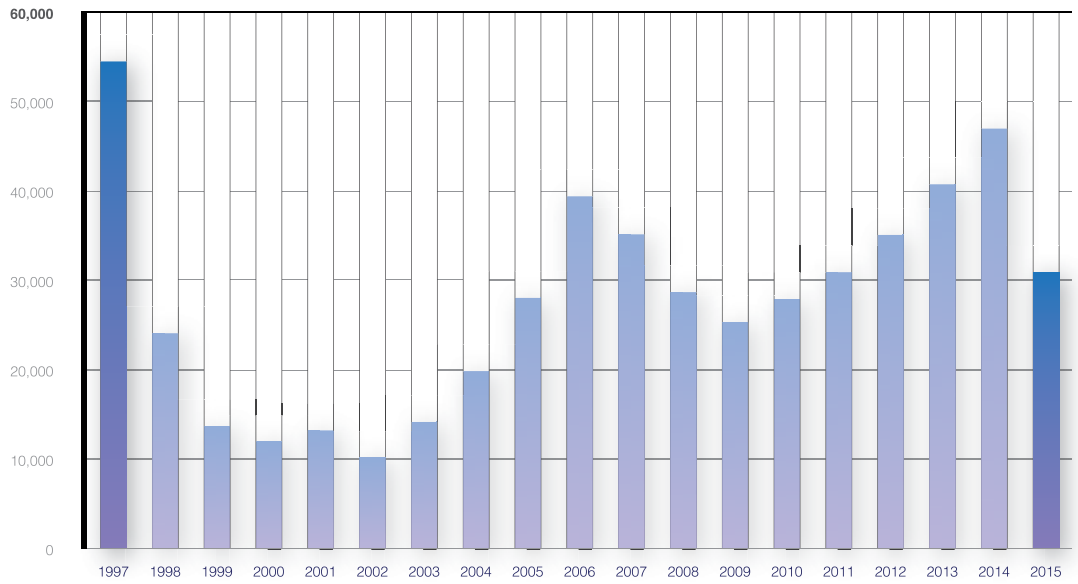
En el documento de Competencia en el Sistema Financiero que publicó COFECE en 2014[1] se argumenta que debe aumentar la competencia en el sector. Considera que se pueden utilizar distintas herramientas regulatorias como topar los gastos de promoción, dividir las comisiones en componentes y enfocarse más en el índice de rendimiento neto. En cuanto al modelo operativo proponen utilizar como referencia el modelo Sueco.

El punto de partida de su análisis es un hecho estilizado en la literatura sobre los sistemas de pensiones en el Mundo: una característica común en esta industria es la baja sensibilidad de los usuarios a los rendimientos y a las comisiones, es decir la baja elasticidad de la demanda a los precios. Este contexto puede ser consistente con el de un mercado en el que la competencia no se da de una manera tradicional.

En opinión de COFECE una consecuencia de la baja sensibilidad de los consumidores a los precios y a los beneficios del producto es que las empresas que ofrecen el servicio se han movido a competir con un esquema basado en la promoción.

A continuación se presenta una gráfica con la evolución del número de promotores en el Sistema. Su comportamiento parece ser consistente con el argumento de competencia basada en promoción.

Gráfica II.1 Número de Promotores 1997-2015



Fuente: Elaboración propia con datos de Consar.

[1] *https://www.cofece.mx/cofece/images/Estudios/COFECE_trabajo_investigacion_prot.pdf*
La sección de Afores es la 5.3 e inicia en la página 740.

En el documento de manera específica se argumenta que en la información sobre la evolución del mercado se aprecia:

- Un gasto comercial que califican de "significativo".

- Una dinámica del número de promotores que etiquetan con un "notable crecimiento".

- Califican como "elevados" los traspasos a Afores de menor rendimiento.

El gasto comercial "significativo" genera una distorsión debido a que estas erogaciones no son en beneficio de los trabajadores. COFECE concluye que la estructura y la dinámica del Sistema inducida por el gasto comercial genera una competencia ineficiente que no lleva a reducción de precios ni a mejores decisiones de los consumidores.

Su planteamiento es que la regulación debe dirigir al sistema para que la competencia migre de la parte comercial a centrarse en rendimientos y en comisiones. Para acotar la parte comercial sugiere limitar los gastos de promoción con un tope máximo, absoluto y relativo.

Para generar una mayor competencia en los rendimientos proponen flexibilizar el régimen de inversión y establecer portafolios de referencia para que se pueda medir el valor agregado en la gestión de activos. En cuanto a comisiones sugieren dividir la comisión en administración de cuentas y de fondos.

Otro planteamiento es que se deben aprovechar las economías a escala en las actividades operativas a nivel de Sistema. De manera concreta sugieren utilizar más a Procesar para evitar la duplicidad de costos administrativos. Argumentan que sería conveniente explorar si se debe centralizar más la administración de cuentas en esa empresa.

La evidencia internacional que utilizan como caso de referencia para evaluar los beneficios de lograr economías a escala a nivel de Sistema es el modelo de Suecia. En ese país existe un solo administrador de cuentas. Se argumenta que los beneficios de lograr estas economías a escala se transfieren a los usuarios. El consumidor elige quien le administra sus recursos en cuanto a las decisiones de inversión pero no el manejo administrativo de su cuenta.

En los párrafos anteriores se describieron algunos de los argumentos del trabajo de COFECE. Sin embargo, es conveniente resaltar que en dos de los puntos más relevantes no presentan una justificación razonada:

1. Se afirma que el Sistema Sueco es la mejor practica. No incluyen evidencia que lo respalde.

2. Argumentan que hay una relación inversa entre mayor rendimiento y una menor comisión. No hay evidencia en la teoría que de sustento a la aseveracíon anterior.

II.2.- Análisis del documento de FUNDEF

El segundo de los documentos es el que publicó FUNDEF en 2015[2]. En el documento se argumenta que uno de los hechos estilizados que describen a la industria es que el sector de Afores es uno altamente regulado.

El documento plantea que la regulación se puede agrupar en dos categorías: una en la que se ha mantenido una visión consistente y otra en la que no.

El tema en el que hay consistencia es en el relacionado con el régimen de inversión de las Afores. Este se ha modificado permitiendo en cada revisión una mayor apertura y flexibilidad. Además durante los años de operación del régimen se han hecho modificaciones consistentes con una gestión de los recursos con el enfoque de ciclo de vida.

Por lo que respecta a las áreas en que se ha dado una falta de consistencia en la regulación se plantea la hipótesis de que ésta ha sido un determinante fundamental de la evolución de este sector. Es decir, en aquellos temas que hubo cambios de visión del Regulador, su acción influenció los cambios en la estructura del sector en el tiempo.

Los temas en los que no ha habido consistencia son los relacionados con reglas de entrada, precios, movilidad y transparencia. Dado que la visión implícita del regulador sobre el desarrollo del sistema ha cambiado en aspectos estructurales, estos cambios han generado costos para los participantes y para los consumidores.

Se identifican cuatro períodos. A continuación se comenta sobre cada una de las cuatro etapas.

La primera de ellas es del año de 1997 al 2002. El objetivo en este período se concentró en definir las bases para el lanzamiento de la industria y una primera etapa de consolidación.

Previo al arranque del Sistema se dio la autorización a los participantes que iniciarían operaciones. El número original de Afores fue de 17. En el inicio el incentivo de los intermediarios era ganar la mayor cuota de mercado posible. La participación de mercado que resultó de la etapa inicial se explica por el tamaño de la fuerza de ventas y por el monto del gasto comercial. Además, la participación que resultó de la etapa inicial definió la supervivencia de algunos participantes del Sistema.

Lo anterior se explica por que la regulación inicial en cuestión de movilidad de clientes fue muy restrictiva. La regla no daba los incentivos correctos ya que establecía que la Afore que perdía al cliente era la que debía hacer el tramite de traspaso. El resultado fue

[2] *http://fundef.org.mx/sites/default/files/fundeforgmx/paginas/archivos/evolucionyretosdelsar_0.pdf*

que el número de traspasos los primeros años fue muy bajo por lo que las Afores mantuvieron su dotación inicial de clientes. La consecuencia en el sector fue que de las 17 empresas que existían en 1997 para el año 2002 permanecían sólo 11.

Por lo que se refiere a la regulación de precios, en la etapa inicial hubo flexibilidad en cuanto al tipo de comisión y al nivel de la misma. Es importante resaltar que casi no había regulación en materia de transparencia.

La segunda etapa se dio entre los años de 2002 y 2006. En este período la filosofía fue definir las condiciones para dejar que los mecanismos de mercado ejercieran influencia en las variables relevantes. El propósito era lograr que la dinámica de mercado convergiera a la de uno competitivo.

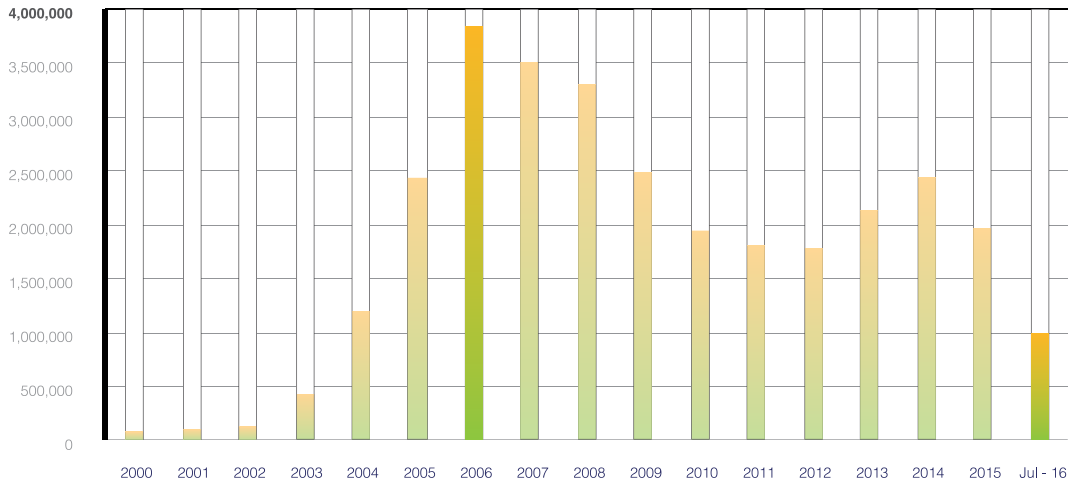
Por ejemplo, se definieron condiciones para la entrada de nuevos participantes a la industria. El efecto del paquete de medidas fue que se llegó a tener 21 participantes para el año 2006.

Una de las condiciones necesarias para que el proceso de convergencia a un mercado competitivo fuera exitoso era el relacionado con la capacidad de los nuevos participantes de competir por los clientes. La mecánica específica que permitió mayor competencia en esta dimensión fue una flexibilización casi completa de la regla de traspasos.

Dos de las principales adecuaciones fueron que el proceso de traspaso lo pudiera hacer la Afore receptora del cliente y un mecanismo de operación más eficiente. Este proceso operativo evolucionó y con el tiempo llegó a poder realizarse de manera electrónica.

La flexibilización permitió que el consumidor se pudiera cambiar cuantas veces quisiera de Afore. La única restricción era que el movimiento fuera a una más barata, es decir, con menor comisión. En caso contrario había un requisito de permanencia de un año. El impacto de las modificaciones legales fue importante ya que los traspasos pasaron de 129 mil en 2002 a 3.8 millones en 2006.

Gráfica II.2 Número Anual de Traspasos



Fuente: Elaboración propia con datos de Consar.
El dato de Julio de 2016 es el acumulado de los primeros siete meses de año

La reacción de los participantes originales de la industria a los incentivos de la nueva regulación fue adoptar una conducta defensiva para tratar de mantener su participación de mercado. Ante una realidad de mayor movilidad de los clientes las Afores adecuaron su planteamiento de estrategia comercial. Una manifestación del cambio de estrategia es el aumento en la capacidad de promoción al pasar de 10 mil promotores en 2002 a 39 mil en 2006, tal y como se aprecia en la Gráfica II.1.

La estrategia fue invertir en crecer la fuerza de ventas para garantizar conseguir nuevos clientes y de esta manera compensar los que se perdían. Esta estrategia llevó a una estructura de costos mayor. Este aumento en costos se dió para los participantes nuevos y los que ya existían.

En los años de esta segunda etapa la evolución de las comisiones se dejó a la dinámica definida por los participantes del mercado. Si bien se observó una reducción en la comisión promedio, no hay evidencia de que la entrada de nuevas Afores indujera un proceso generalizado de baja de comisiones por la mayor competencia.

En resumen, el comportamiento y los efectos en el sector fueron distintos a lo que se hubiera esperado de un proceso de entrada al mercado en el modelo tradicional de competencia.

La evidencia parece ser consistente con lo

que sucede en un mercado en el que los nuevos participantes compiten vía precios para ganar participación y los que ya estaban compiten con uso de capacidad instalada para tratar de que los nuevos intermediarios en la industria tengan que cerrar.

La variable que puede explicar el comportamiento anterior es la que menciona la COFECE en su documento respecto de la baja sensibilidad de los clientes a rendimientos y comisiones.

La tercera etapa se dio entre los años de 2007 y 2011. Hubo un cambio de modelo migrando a uno con menos incentivos de mercado combinado con una mayor intervención de las Autoridades. Pareciera que el objetivo era lograr un desarrollo dirigido del mercado.

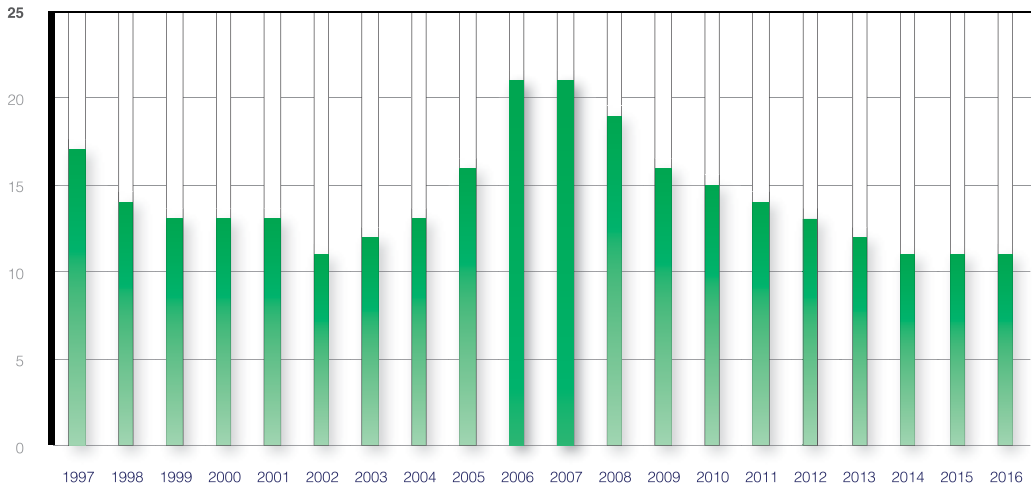
En concreto, hubo acciones para cambiar la práctica regulatoria en cuatro de las dimensiones relacionadas con la competencia: entrada, precios, movilidad y transparencia.

Una de las decisiones más relevantes fue modificar la regulación de precios (régimen de comisiones). A partir de 2008 las Afores solamente podrían cobrar comisión sobre el saldo de los recursos administrados. El argumento era que la diversidad en los tipos de comisiones hacía compleja su comparación. La modificación forzó la migración a un arreglo que le facilitaba la decisión al consumidor.

Esta medida tuvo la consecuencia no deseada de favorecer a los participantes antiguos sacrificando a los nuevos.

Las Afores que tenían más de 10 años de operación tenían una ventaja importante sobre los nuevos participantes de mercado. El efecto natural fue que el número de participantes en la industria empezó a reducirse por ventas y fusiones. Desde que se dio el cambio no se ha dado la entrada de ningún participante del sector privado por la vía de constituir una nueva Afore.

Gráfica II.3 Evolución del Número de Afores



Fuente: Elaboración propia con datos de Consar.

Ibarra Zavala (2009)[3] argumenta que el nuevo arreglo institucional de comisiones afectó negativamente a los trabajadores, ya que les impidió seguir una estrategia que optimizara el valor futuro de su ahorro. La estrategia de optimización que plantea reconoce que en el corto plazo no hay mucha diferencia en el nivel de comisión efectiva entre los dos tipos. Sin embargo, en el largo plazo si le puede convenir al trabajador la comisión sobre flujo en vez de sobre saldo. Hoy una estrategia como la anterior no es factible por restricciones de la regulación.

En materia de comisiones se dio un cambio adicional. Desde finales de 2008 la Consar tiene la facultad de aprobar o rechazar la comisión a cobrar por las Afores para el siguiente año.

Con estos cambios en regulación se pasó de un esquema de mercado a uno que limitaba el tipo de comisión a cobrar y posteriormente a uno de precios administrados.

En lo que se refiere a la movilidad de clientes se dio una revisión parcial del régimen para hacerlo más restrictivo debido a que hubo practicas abusivas en un mercado muy activo de traspasos. La Autoridad impuso algunos requisitos para verificar la identidad del trabajador y comprobar la voluntad de hacer el cambio.

La regulación también buscó involucrar más a los trabajadores poniendo cada vez mayor énfasis en la transparencia. Se

[3]*Ibarra Zavala, Dario. "El Mercado de Afores. Competencia entre las Administradoras de Fondos para el Retiro". CIDAC. 2009.*

ha procurado que el trabajador piense que sus decisiones de ahorro para el retiro son relevantes. La definición del Indicador de Rendimiento Neto (IRN) se puede considerar como un ejemplo de lo que se ha hecho en este tema. Este indicador se ha convertido en una variable importante que influye en la dinámica de competencia en la industria ya que permite comparar de una manera sencilla el desempeño de las Afores.

La cuarta de las etapas la identifica el documento a partir de 2011. La actuación de la Autoridad ha buscado mejorar la micro regulación del sector buscando promover mayores eficiencias, pero ya sin cambios en su filosofía.

Algunas de las modificaciones a la regulación han tenido como objetivo aumentar el ahorro disponible para los trabajadores al momento de su retiro. Se ha buscado tratar de incrementar la competencia, mejorar la eficiencia del sistema, reducir las comisiones y apoyar al trabajador a tomar mejores decisiones.

Algunos de los hechos que pueden caracterizar mejor esta etapa son:

- Una Autoridad cada vez más proactiva en la promoción y en influir en el proceso para lograr menores niveles de comisiones.

- En cuanto a la movilidad se modificaron las reglas de traspasos para tener mayores controles operativos. También se inició el proceso de tener la identificación de los promotores y de su actividad con la creación de una base de datos que los vincule con los traspasos que hacen.

- Se puso más énfasis en clasificar como traspasos negativos a los movimientos que se hacen a intermediarios con un menor nivel de rendimiento.

- Modificaciones para dar movilidad a los recursos administrados propiedad de los trabajadores asignados. Ahora además de la asignación anual se haría una reasignación cada dos años del stock de los indecisos.

II.3.- Análisis del Documento de la OCDE

El tercero de los documentos es el de la OCDE titulado "OECD Reviews of Pension Systems: Mexico 2015". En el capítulo 5 presentan una serie de análisis sobre aspectos del régimen actual y se plantean recomendaciones para mejorar la regulación. Sus conclusiones apuntan a que se deben hacer modificaciones para permitir una mayor capacidad de elección en cuanto a estrategias de inversión, cuidar el nivel de las comisiones y aumentar la competencia.

Las recomendaciones que hace el estudio utilizan como marco de referencia dos documentos de la OCDE: el de mejores prácticas y el documento de principios de regulación de fondos de pensiones de la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones. En concreto sugieren modificaciones para tratar de homologar las reglas de nuestro régimen de pensiones con mejores prácticas. En el documento no se hace un análisis a detalle del comportamiento de la industria y de la calidad de la regulación actual.

Los temas específicos que se presentan incluyen a los siguientes: el régimen de inversión, las comisiones, los traspasos, la competencia y el gobierno corporativo.

En cuanto al régimen de inversión resaltan que su construcción conceptual sigue de manera adecuada un modelo de ciclo de vida. También resaltan el hecho de que se ha dado un proceso de apertura gradual y constante del régimen. Sin embargo, identifican debilidades.

La primera es que en la construcción del régimen hay una rigidez regulatoria por razones prudenciales. Al trabajador le corresponde una Siefore de su Afore de acuerdo a su edad. Solo tiene la opción de moverse a una Siefore de menor riesgo. El trabajador no tiene la opción de elegir combinaciones con distinto perfil de riesgo y horizonte de inversión.

Las propuestas de la OCDE en materia de capacidad de elección de los trabajadores sugieren que se mantenga un enfoque de ciclo de vida, pero que se permitan más opciones de elección. Si bien la literatura sugiere que tener opciones predeterminadas es muy importante en este tipo de regímenes[4], en México está visión se ha llevado casi al límite. El trabajador debería tener un mayor margen de maniobra al definir su portafolio de inversión.

En cuanto a la gestión de riesgos el documento de la OCDE describe como la regulación utiliza un esquema de limites de toma y exposición al riesgo. Los parámetros de tolerancia al riesgo son crecientes para las SIEFORES con afiliados más jóvenes.

---

[4]Para referencia consultar los capítulos 6 y 7 de: Thaler, Richard H. and Cass R. Sunstein. "Nudge". Yale University Press. 2008.

A este grupo se le define como el de mayor tolerancia al riesgo debido a que faltan más años para su retiro.

El diseño del régimen anterior se da porque el Regulador tiene una función objetivo de reducir la volatilidad en los rendimientos, en el período de tiempo cercano al retiro. De esta manera el trabajador no se vería afectado por un escenario de mercado adverso al momento de su retiro. Sujeto a la restricción anterior es que se debe definir como el trabajador puede ser más activo en su estrategia de inversión.

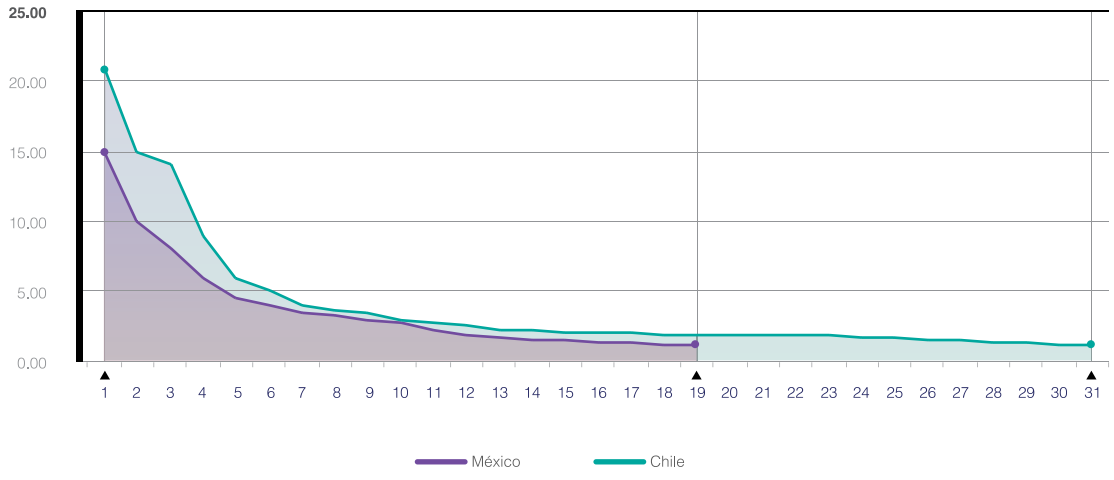
Los limites que se tienen en el régimen de inversión en acciones y en valores extranjeros es bajo cuando se compara con lo que se observa en otros países de la OCDE.

En cuanto a comisiones, el comparativo internacional en el que incluyen a México lo muestran con niveles mayores al promedio. Es importante señalar que en el propio estudio se comenta que un factor que puede explicar el nivel de comisiones es la etapa de desarrollo del régimen. El desarrollo se relaciona con el volumen de los recursos administrados. Esta variable a su vez depende de la antigüedad del sistema y de la cuota de aportación.

La siguiente gráfica muestra una comparación de comisiones entre México y Chile de acuerdo a la antiguedad de implementación de cada sistema. La gráfica ilustra que la situación actual para México es razonable.

Gráfica II.4 Evolución de Comisiones México – Chile

(a partir del año de inicio de cada régimen)



Fuente: Elaboración propia con datos de OCDE.

Si bien el análisis anterior se hizo utilizando los promedios de la industria, resulta interesante entender lo que sucede a nivel de los participantes de mercado en México. El siguiente cuadro muestra la comisión promedio y la participación de mercado de cada Afore.

Cuadro II.1 Relación entre Comisiones y Participación de Mercado

(Porcentaje de los activos administrativos)

AFORE	2014	2015	2016	Participación Mercado (Activo Netos)
PensionISSSTE	0.99%	0.92%	0.89%	5%
Inbursa	1.14%	1.08%	0.98%	5%
XXI Banorte	1.07%	1.04%	1.01%	26%
Banamex	1.09%	1.05%	1.01%	17%
Sura	1.15%	1.11%	1.07%	14%
Profuturo GNP	1.17%	1.11%	1.07%	12%
Principal	1.24%	1.17%	1.13%	7%
Invercap	1.32%	1.18%	1.13%	6%
Coppel	1.34%	1.2%	1.13%	4%
Metlife	1.25%	1.18%	1.14%	3%
Azteca	1.31%	1.19%	1.14%	1%
Promedio Simple	1.19%	1.11%	1.06%	
Promedio Ponderado	1.15%	1.09%	1.04%	

Fuente: Elaboración propia con datos de Consar.

Se aprecia que hay una relación inversa entre ambas variables. Las Afores privadas más grandes, excluyendo a Inbursa, tienen en promedio comisiones menores que las más pequeñas. Lo anterior confirma el argumento de que el monto de los activos administrados es un factor que influye en el precio.

En lo que respecta a la movilidad se identifican acciones que se han tomado en dos áreas. La primera es la que tiene que ver con las cuentas no registradas y las segunda con el mercado de traspasos.

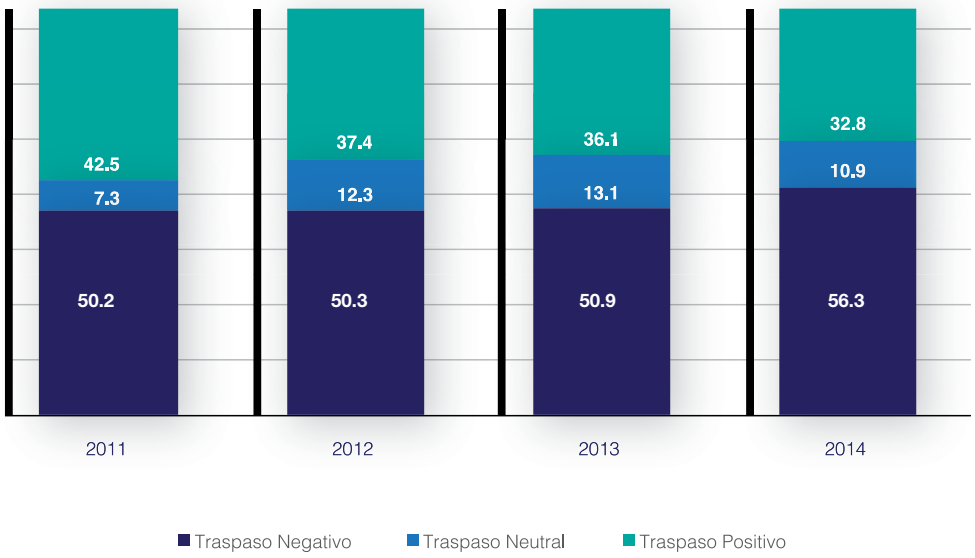
Sobre las cuentas no registradas se presenta de manera conceptual en el documento de la OCDE el esquema bajo el cual se administran éstas. La regla de operación de las cuentas que tienen un saldo en una SIEFORE pero que el trabajador no esta identificado es que éstas se van asignando a los participantes de mayor rendimiento neto. La regulación define de manera clara los calendarios y los procedimientos.

En cuanto al tema de traspasos lo que resalta la OCDE es que una buena parte de éstos se hace en términos negativos[5] es decir a una Afore de menor rendimiento.

[5]*Se entiende que un traspaso negativo es el que se hace a una AFORE que ofrece un rendimiento neto más bajo. Un traspaso neutral es el que se hace a una AFORE que ofrece el mismo rendimiento neto o un rendimiento neto con una diferencia menor a 5% respecto a la que ofrecía la AFORE previa. Un traspaso positivo es el que se hace a una AFORE que ofrece un rendimiento neto cuando menos 5% más alto que el ofrecido por la AFORE previa.*

Gráfica II.5 Calidad de Traspasos

(Como porcentaje de todas las transferencias)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Consar.

Respecto de los mecanismos para incrementar la competencia se comenta que en México se han utilizado recientemente tres mecanismos para lograr este objetivo:

- Buscar inducir competencia con el proceso anual de autorización de comisiones.
- Mejorar la transparencia para facilitar la comparación de los rendimientos netos de las Afores.
- Incentivos en las modificaciones a los procesos de registro, asignación y traspaso de cuentas.

Por su parte, las reglas de gobierno corporativo son un componente de la regulación que se utiliza para procurar que en las Afores exista un proceso de toma de riesgos controlado y bien administrado. En México, las reglas más relevantes son las que definen las funciones que se realizan en el Comité de Inversiones y en el Comité de Riesgo Financiero. En términos generales esta regulación es consistente con buenas prácticas.

A continuación se presentan otras de las propuestas de modificación que la OCDE incluye en su documento. Comenta que algunas se están evaluando dentro de un grupo de modificaciones que están en

proceso. Su propósito es tener un mejor Sistema de Ahorro para el Retiro en México:

- Mejorar la regulación de transparencia que esta implícita en algunas reglas como puede ser la de estados de cuenta.

- Dar más información al usuario haciendo que le llegue una vez al año un reporte anual que incluya una serie de pronósticos y escenarios que estimen el valor esperado de su pensión.

- Mantener el esquema actual de precios administrados pero modificarlo para imponer una consecuencia en caso de rechazo de la propuesta.[6]

- Cobrar menores comisiones en las cuentas asignadas.

- Propuestas para dividir la comisión en dos partes para que una sea por la administración de los activos y la otra condicional al desempeño.

- En la parte comercial proponen imponer más restricciones como el que se aumente de 1 a 3 años la limitante para el cambio de Afores.

- Existiría una excepción de que sea cada año si es a una Afore con mejores rendimientos y mejores servicios.

- Finalmente la OCDE hace otra propuesta para limitar la dinámica del gasto comercial. Sugieren evaluar establecer un límite máximo a estos costos. Citan como ejemplo extremo a países como Suecia y Polonia que han eliminado los costos de publicidad.

II.4.- Conclusiones

La presentación de algunos de los principales argumentos permite entender la evolución de la industria y algunas de las problemáticas más importantes.

Uno de los principales temas que se estudian en los tres documentos es el nivel de competencia en el sector. Se comenta de manera explícita o implícita que hay preocupación debido a que la dinámica competitiva no ha sido la adecuada. Es decir, parece que las acciones para inducir competencia no han funcionado de acuerdo a lo que se esperaba.

En la siguiente sección se presenta un análisis de la estructura de mercado. Se argumenta que ésta puede imponer restricciones relevantes a los participantes y a las Autoridades. Se plantea la hipótesis de que éstas restricciones son las que han hecho que el mercado no haya evolucionado de acuerdo a lo esperado.

---

[6]Por lo que respecta a la sanción lo que se plantea es que si Consar no acepta la propuesta de la Afore, que su comisión sea la equivalente a un nivel del 75% de la comisión promedio del mercado.

III.- ¿QUÉ TAN MERCADO ES LA INDUSTRIA DE LAS AFORES?

III.- ¿QUÉ TAN MERCADO ES LA INDUSTRIA DE LAS AFORES?

La pregunta relevante que se tratará de responder en esta sección es si la industria de las Afores se comporta y reacciona como un mercado competitivo o si se le debe caracterizar como otro tipo de estructura industrial. Nuestra hipótesis es que a medida que la realidad del producto y del mercado se acerca o se aleja de los supuestos del modelo de competencia perfecta es que la dinámica competitiva puede ser mayor, menor o incluso que se considere que no responde a las fuerzas del mercado.

El análisis nos permitirá entender que tanto las propuestas que se comentaron en la Sección II respecto de aumentar la competencia serán efectivas.

El mercado competitivo es una de las micro estructuras básicas de lo que se conoce como una economía de mercado. Típicamente se le llama economía de mercado a aquella en la que su organización y la asignación de recursos a la producción y al consumo se rige por el proceso de formación de precios.

Dicho proceso se da por la interacción de oferta y demanda que permite llegar a un precio de equilibrio. El precio será único en el mercado por lo que se conoce en economía como la “ley de un solo precio”.

Adicionalmente, el equilibrio de un mercado competitivo garantiza que el precio es tal que las empresas no tienen rentas económicas en el largo plazo y por lo tanto

los consumidores pagan el precio justo. En este equilibrio se logra una asignación de recursos eficiente en la economía.

Los supuestos estándar del modelo tradicional de competencia perfecta[7] incluyen a los siguientes:

1. Gran número de consumidores y empresas.
2. Producto homogéneo.
3. Empresas y consumidores son precio aceptantes.
4. A los consumidores no les es relevante quien es el oferente del producto.
5. Información perfecta.
6. No hay costos de transacción.
7. No hay barreras a la entrada o a la salida.
8. El equilibrio se caracteriza por un precio único de mercado.

A continuación se presenta evidencia de como el mercado de las Afores no tiene las características que lo hacen parecerse a un mercado competitivo.

III.1.- Número de Cuentas y de Afores

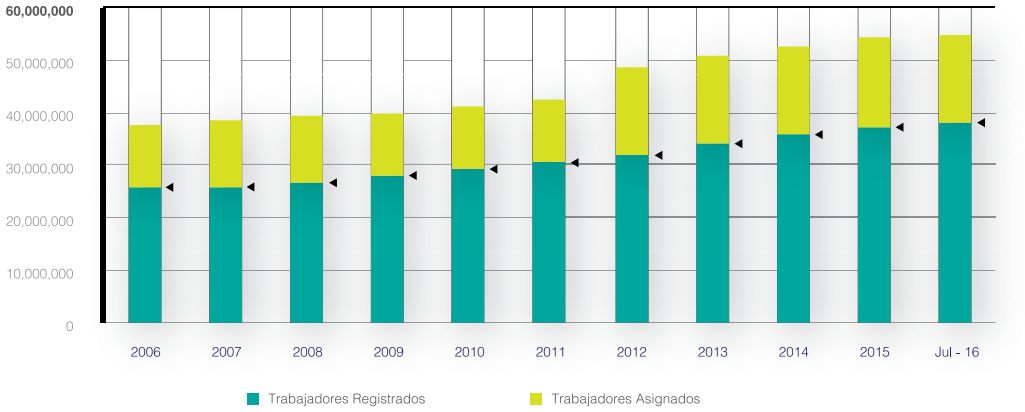
La primer característica del mercado es que el número de consumidores que se identifica con el número de cuentas en el sistema es muy grande. A los consumidores se les puede clasificar en dos tipos: los registrados y los asignados. El primer grupo es de aquellos que la Afore tiene la información que le permite una adecuada identificación y conocimiento del cliente.

El grupo de asignados esta integrado por trabajadores que entraron al mercado laboral y que se les asignó un número de seguridad social en el IMSS. Sin embargo, la Afore no tiene la información para localizarlos y volverlos registrados.

En la siguiente gráfica se presenta la evolución del número total de cuentas de trabajadores divididas en las dos categorías.

[7] *Para referencia ver: Nicholson, Walter. "Microeconomía". Capítulo 15.*

Gráfica III.1 Trabajadores Registrados vs. Trabajadores Asignados



Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

Dadas las características de los consumidores el segmento que puede representar la demanda efectiva por el servicio de las Afores es el de los trabajadores registrados.

Los datos muestran como el número de consumidores es muy grande, está creciendo y parece cumplir con el supuesto de un mercado competitivo.

Por lo que respecta a la oferta del servicio de ahorro para el retiro el número de participantes es de 11. Este número no ha cambiado los tres últimos años. Además, desde 2007 no se ha dado la entrada de ningún nuevo intermediario del sector privado por la vía de iniciar operaciones.

Hay un argumento económico que explica el comportamiento anterior. La regulación que limitó el tipo de comisiones en el año de 2007 favoreció a las Afores antiguas sobre las nuevas y creo de-facto una barrera de entrada total al sector. Por esta razón se puede concluir que el número de participantes es limitado y que no tendremos la entrada a la industria de nuevos intermediarios. De hecho hoy existe el riesgo de que se reduzca el número de participantes.

Una primera conclusión es que por la estructura de las Afores este mercado no cumple con la característica de un mercado competitivo. Además, la Autoridad no tiene la capacidad de promover la entrada a la industria para incentivar la competencia.

III.2.- Producto e Información Incompleta

El producto es un servicio que hay que caracterizar para entender el comportamiento de la demanda.

Hay una dimensión en la que el producto es homogéneo entre los oferentes: el destino de los recursos al momento de que el trabajador cumpla con los requisitos para pensionarse.

Por lo que respecta al servicio de administración de activos e inversión de los recursos se puede argumentar que el producto de las Afores no es homogéneo. El mandato de las Afores como administradores de activos es definir portafolios de inversión. Dichos portafolios pueden tener un mayor o un menor perfil de riesgo y por lo tanto un mayor o menor rendimiento esperado.

Además en el mercado de las Afores hay información incompleta que se puede dividir en dos: la relacionada con falta de información disponible a los consumidores y la relacionada con la naturaleza intrínseca de las decisiones de inversión.

Sobre lo primero, los esfuerzos por dar información en los estados de cuenta y por construir indicadores para facilitar la comparación del desempeño de los participantes han resuelto parcialmente esta falla de mercado.

Sin embargo, no se ha tenido el impacto esperado en los consumidores ya que parece reaccionan menos de lo que deberían a la información disponible. Una explicación puede estar relacionada con los costos de transacción que el sistema le impone a los trabajadores.

Sobre lo segundo, se puede caracterizar el servicio de asesoría de inversión como uno en el que las decisiones de invertir en los activos específicos se hacen en un entorno de incertidumbre. El gestor de los activos estima el rendimiento esperado de las inversiones pero no tiene certeza respecto del rendimiento futuro de los portafolios.

Si se asume un horizonte de inversión de un año, al inicio del período el gestor de activos no tiene certeza de cual será su rendimiento. El gestor puede puede tener una estimación del rendimiento esperado. La manera en que se toman estas decisiones considerando la restricción anterior se puede caracterizar por las siguientes ecuaciones:

$$\mathbf{E(P_{it+1})} = P_{it}\,(1 + E\,(R_{it}))$$

$$\mathbf{E\,(R_{it})} = \hat{R}_i$$

El trabajador respecto de su inversión en la Siefore enfrenta el mismo fenómeno. Si se consideran las comisiones, el trabajador tiene certeza de cuanto le van a cobrar en el año por la administración de sus activos pero no del rendimiento neto al final del periodo.

Una conclusión es que por el tipo de producto este mercado no cumple con las caracteristicas de un mercado competitivo. La naturaleza de la actividad de inversión refuerza la conclusión anterior.

El análisis nos lleva a plantearnos la siguiente pregunta: ¿los rendimientos pasados son un buen indicador o no de los rendimientos futuros? En la sección IV se presenta evidencia teórica y empírica que trata de contestar esta pregunta.

III.3.- Condiciones de Precio

El supuesto de que los participantes de mercado son precio aceptantes implica que en equilibrio sólo hay un precio para este servicio. El mercado de las Afores no cumple con el supuesto tal y como se muestra en la información del Cuadro II.1. En la industria hay precios (comisiones) y rendimientos diferenciados.

En general un consumidor adquiere los bienes y servicios pagando una cierta cantidad de dinero y a cambio se lleva el producto o recibe el servicio. El servicio de las Afores no lo podemos caracterizar por la descripción anterior.

El servicio incluye la administración de la cuenta y la asesoría de inversión. El beneficio por este servicio se obtiene por el rendimiento de los recursos. Dado que es un esquema de ahorro forzoso que se destina a la pensión, el beneficio de los rendimientos será tangible hasta ese momento.

El costo del producto es la comisión que cobra la Afore. Esta no se paga directamente por el trabajador. La comisión se paga deduciéndola de los rendimientos del portafolio. Es decir, por la manera como se cobra la comisión no la ve el consumidor como un costo directo.

Hay evidencia en la literatura de economía del comportamiento que documenta una menor sensibilidad al monto de una compra cuando el consumidor no paga directamente. Un caso es el que se cita en Lehrer (2009)[9] respecto de la evidencia de un gasto mayor de los consumidores que pagan con tarjeta de crédito que cuando pagan con efectivo. La explicación es que en el segundo caso asumen el costo hoy de manera directa y en el primero no.[10]

La regulación define al indicador de rendimiento neto como una combinación de rendimientos observados menos comisiones. A pesar de que este indicador puede simplificar la evaluación al consumidor, la dinámica de mercado sigue siendo la misma, ya que no es tan clara la estructura de precios ni cambia el hecho de que el consumidor no asume el costo hoy de manera directa. Además, de que es incierto como debe reaccionar el consumidor ante los distintos niveles de precio dado que el indicador de rendimiento pasado no necesariamente predice el rendimiento futuro.

---

[9]Lehrer, Jonah. "How We Decide". Houghton, Mifflin, Harcourt. 2009.
[10]También hay evidencia en: Arieli, Dan. "Irrationally Yours". Harper Collins Publishers. 2015.

En conclusión, hay fundamentales que pueden explicar porque hay una menor reacción a los distintos niveles de precio. El problema es que esta situación es intrínseca al servicio y a la mecánica de operación. Las características no van a cambiar en el futuro y por lo tanto se vuelve una restricción a la definición del marco regulatorio.

Por su parte, la Autoridad ya definió un modelo para regular las comisiones, el cual acepta la dispersión de precios pero a la vez acota el nivel de las mismas.

El hecho de que el mercado se pueda caracterizar por distintos niveles de comisiones y de rendimientos nos aleja de los supuestos de un modelo de competencia perfecta y nos puede ubicar más en uno tipo competencia monopolística. En este modelo se consideran productos similares pero con algún grado de diferenciación. Su equilibrio permite que haya precios distintos.

III.4 Movilidad de los Consumidores

Si bien en los modelos de competencia monopolística hay dispersión de precios el mercado impone un limite al diferencial debido a que hay un alto grado de sustitución entre los bienes o servicios. El mecanismo de mercado que ayuda a que el diferencial en los precios no sea tan grande es la capacidad de los clientes de comprar el producto de otra empresa.

Aunque en el mercado de las Afores se permite un comportamiento de este tipo, hay que estudiar como se da la movilidad para entender si este mecanismo funciona de manera adecuada.

Por el tipo de servicio hay preocupaciones legitimas de la Autoridad que limitan la movilidad y se pueden agrupar en dos categorías: las relacionadas con aspectos de identidad de los trabajadores y las relacionadas con racionalidad económica en la movilidad.

El primer grupo de restricciones a la movilidad tienen que ver con la definición de un proceso que garantice la debida autenticación del trabajador y que haya dado de su consentimiento. Este tipo de normas imponen costos de transacción e inhiben la movilidad.

El segundo grupo de restricciones a la movilidad se justifica por la evidencia de los datos que se presentaron en la Gráfica II.5. En estos casos los argumentos tienen que ver con bienestar del consumidor ya que buscan procurar un mejor desempeño del rendimiento de su ahorro. También tienen un ángulo de protección al consumidor para que no cedan a la presión de los promotores.

El efecto de ambas restricciones es que se tengan reglas que inhiban la movilidad en el mercado.

En un extremo, el costo regulatorio de tener un sistema sin ningún traspaso indebido seria altísimo y afectaría

de manera negativa una fuerza de convergencia con un mercado más competitivo.

III.5.- Conclusiones

En resumen, la evidencia respecto de las características estructurales de la industria es la siguiente: es un mercado con pocos participantes, con consumidores con baja sensibilidad a los precios y con reglas para proteger al ahorrodor que limitan su movilidad. En conjunto las reglas anteriores hacen que en la realidad este mercado tenga una rigidez institucional y caracteristicas que limitan los efectos de promover reglas que tradicionalmente fomentan la competencia:

1. En cuanto a la estructura de mercado parece que no hay margen de acción para lograr la entrada de participantes.
2. Por lo que respecta a la competencia vía precios ya se adoptó un modelo de precios administrados que parece no es reversible. Con este modelo se migró a una dinámica de comportamiento que se puede caracterizar como un juego repetido en el que los participantes y la Autoridad interactúan de manera anual. No es el ideal teórico pero ha sido una solución para una falla de mercado.
3. Por lo que respecta a movilidad de los clientes la visión de protección al consumidor se va a mantener, por lo que no se prevé un cambio de fondo en esta área.
4. Por lo que respecta a transparencia se puede seguir mejorando el régimen, pero las características de los consumidores en este mercado no van a cambiar por lo que su efectividad seguirá siendo limitada.

En conclusión, el equilibrio de mercado no es el de competencia e incluso se puede argumentar que esta lejos de éste. Teniendo en cuenta la restricción anterior la Autoridad debe cuidar que sus acciones no lleven a la industria a una reducción de la limitada dinámica competitiva del mercado.

Uno de los temas que debe cuidar la Autoridad es el número de participantes. Por ejemplo, si con el modelo de precios se induce un proceso de reducción de comisiones muy agresivo se puede tener como consecuencia no deseada la salida de participantes.

Otro ejemplo es no cerrar de más los traspasos ya que esta medida puede ser regresiva en términos de competencia.

Por las características del mercado de Afores que se mencionan en estas conclusiones se debe considerar promover la competencia en temas relacionados con el servicio que se ofrece en el mercado. Se debe buscar que las reglas den incentivos a una diferenciación de productos y servicios en beneficio del consumidor .

IV.- REVISIÓN DE LA LITERATURA ECONÓMICA RELACIONADA CON INVERSIONES.

IV.- REVISIÓN DE LA LITERATURA ECONÓMICA RELACIONADA CON INVERSIONES.

En esta sección se estudia evidencia financiera relacionada con la materia regulatoria que ha sido consistente en su evolución desde 1997: la regulación relacionada con la actividad de inversión. Con el propósito de contar con un marco de referencia para nuestras propuestas a continuación se presentan los argumentos de una serie de artículos académicos que estudian estos temas.

En cuanto a los rendimientos de las Afores en el largo plazo es muy importante entender como se comportarán y que factores pueden influenciar su desempeño.

Hay evidencia en la literatura económica sobre el comportamiento relativo de las inversiones en acciones respecto de instrumentos de deuda. La literatura sugiere que hay una prima de rendimiento llamada en inglés “Equity Premium”.

Un ejemplo de calculo de este indicador se presenta en Mehra (2003),[11] quien documenta que para el período de 1926 a 2000 se ubica en 8.0%.[12] La implicación de política pública de esta prima de rendimiento sería que la inversión de largo plazo de los fondos de pensiones debe hacerse casi totalmente en acciones. En la medida que el régimen limite lo anterior se estaría afectando a los trabajadores.

Si bien los datos anteriores presentan lo que parece ser un hecho estilizado de

[11]Mehra, Rajnish. “The Equity Premium: Why is it a Puzzle?” Financial Analysts Journal. 2003.
[12]La estimación es sensible al perídoo ya que para 1902-1998 es de 4.1 y de 1889-2000 es de 6.9.

la literatura, hay evidencia reciente que estudia el comportamiento de la volatilidad de una inversión en acciones en el largo plazo. Esta literatura cuestiona el hecho de que exista en "Equity Premium" libre de riesgo.

Pástor y Stambauch (2012)[13] analizan si la volatilidad anualizada de los rendimientos de las acciones es menor para períodos más largos de tiempo. En artículos previos a su trabajo este comportamiento se justificaba por un fenómeno de reversión a la media de los rendimientos que permite una mayor capacidad de predicción.

Los autores argumentan que la volatilidad en el largo plazo se explica por el factor anterior de reversión a la media, pero también por cuatro factores adicionales que son: la incertidumbre en general que se distribuye de forma independiente e idénticamente distribuida (i.i.d.), la incertidumbre sobre los rendimientos esperados futuros, la incertidumbre sobre los rendimientos esperados actuales y los riesgos derivados de la estimación.

Su evidencia muestra que es cierto que el primer factor reduce la volatilidad en el largo plazo, pero encuentran que los otros factores la aumentan.

Con información de rendimientos para un horizonte de dos años muestran que su comportamiento desde la perspectiva del inversionista es más volátil en el largo plazo debido a que los parámetros de valuación son inciertos y a que las variables que son observables predicen de manera imperfecta el rendimiento esperado condicional en sus valores.

La evidencia de Pastor y Stambauch da fundamento a cuestionar que la estrategia de invertir más en acciones sea libre de riesgo. Además nos indica que los portafolios de inversión que tienen un componente importante de acciones serán más volátiles en el largo plazo.

Revisando otro tipo de literatura nos encontramos que la industria de Fondos de Pensiones en otros países tiene una arquitectura más abierta que la de México. Buscando contar con mecanismos adecuados de control se han desarrollado una serie de criterios para evaluar el desempeño de la gestión de inversión. Un ejemplo de estos mecanismos es tener portafolios de referencia. A continuación se presenta evidencia de dos artículos en los que se describen los incentivos que puede generar esta práctica en el comportamiento de la industria en los Estados Unidos.

La manera como funciona el mercado en ese país es que existe la figura que se denomina "gestor de fondos de pensiones privados". El servicio que ofrecen estos gestores es invertir los recursos de los trabajadores en los fondos de pensiones que clasifican como "elegibles". Los gestores, hacen evaluaciones de desempeño de los fondos utilizando "benchmarks".

---

[13] *Pástor, Lubos and Robert F. Stambauch. "Are Stocks Really Less Volatile in the Long Run?". Journal of Finance. 2012.*

Christoffersen y Simutin (2014)[14] argumentan que los administradores de fondos de pensiones tratan de tener rendimientos superiores a los "benchmarks" de referencia. Estos rendimientos objetivo los tratan de conseguir utilizando al menos dos estrategias: bajar sus comisiones y aumentar su exposición al riesgo en acciones que tienen una "Beta" mayor.[15] El comportamiento anterior, se induce por la competencia por dar buenos rendimientos para estar incluido en la lista de fondos elegibles.

El cambio en el portafolio lo hacen sin afectar la medida que se conoce como "tracking error"[16]. Es decir, los administradores tratan de hacer un tipo de arbitraje a las métricas que usa el mercado para evaluarlos.

En específico el aumento en el riesgo del portafolio sin aumentar el "tracking error" lo hacen sustituyendo acciones de baja "Beta" por acciones de alta "Beta" escogiendo de entre aquellas de este último grupo a las que tienen una baja volatilidad específica, residual o idiosincrática.

Para el análisis los autores utilizan portafolios de fondos de pensiones en Estados Unidos que administran los recursos de trabajadores que están en sistemas de contribución definida. Su trabajo lo hicieron con una base de datos de 856 fondos de inversión y tuvieron 3,120 observaciones fondo de pensión-año.

Los resultados del análisis muestran que cuando los administradores conocen los criterios para permanecer en la listas modifican su comportamiento para hacerlo. Típicamente aumentan el perfil de riesgo, buscando que en un escenario razonable se tenga una mayor probabilidad de buen desempeño con respecto al "benchmark". Además este régimen genera malos incentivos ya que el administrador nunca se va a separar del "benchmark" aunque identifiquen una estrategia mejor.

Los resultados del trabajo son consistentes con un escenario en el que hay una mayor demanda por una clase de activos provocando que su precio suba y el rendimiento esperado sea menor al que el equilibrio de mercado sugiere. Es decir, este tipo de esquemas de evaluación generan incentivos que inducen a conductas de los participantes en el mercado que pueden explicar algunas de las anomalías que se documentan en la literatura sobre los precios y rendimientos de los activos.

Por lo que respecta a los inversionistas este esquema les vuelve más complejo el proceso de seguimiento de sus recursos debido a que es más difícil entender la relación riesgo-rendimiento de su portafolio.

Alankar, Blaustein y Scholes (2014)[17] presentan evidencia de lo que sucede cuando los administradores de activos están sujetos a una limitación en el

---

[14]Christoffersen, Susan E. K. and Mikhail Simutin. "On the Demand for High-Beta Stocks: Evidence from Mutual Funds". Mimeo. 2014.
[15]Acciones con mayor riesgo o volatilidad relativa a la implícita en las fluctuaciones del mercado.
[16]Esta variable se calcula por la desviación estándar de la diferencia en los rendimientos del portafolio específico y el de un portafolio de referencia que se definió.
[17]Alankar Ashwin, Peter Blaustein and Myron Scholes. "The Cost of Constraints: Risk Management, Agency Theory and Asset Prices". Mimeo. 2014.

"tracking error". Plantean un modelo que incluye esta restricción junto con la necesidad de mantener activos líquidos que pueden utilizarse para hacer frente a la salida de recursos de los fondos o para hacer una administración más activa de los portafolios.

Su resultado es que el portafolio óptimo tendrá activos de mayor volatilidad. Consistente con el argumento de Christofkersen y Smutin, su modelo les permite argumentar que cuando se imponen restricciones lo que puede suceder es que se inducen comportamientos como el de asumir un mayor riesgo. Concluyen que estas restricciones afectan el comportamiento de muchos administradores de activos, lo que provoca que se mueva el mercado de su equilibrio y permiten explicar anomalías como la de baja volatilidad inducida por los menores rendimientos de las acciones de mayor riesgo.

Scholes (2013)[18] presenta un ejercicio para evaluar como afecta el valor futuro de una inversión los rendimientos extremos. Sugiere que más que analizar el rendimiento medio, lo relevante es identificar el valor futuro de la inversión que es la variable importante para una persona que va a pensionarse. El efecto de un evento extremo adverso afecta el valor anterior. Por lo tanto, sugiere que es importante que en la gestión de activos se adopten estrategias que eliminen o que al menos "aseguren" al portafolio ante estos eventos adversos.

Un siguiente punto importante en la literatura económica financiera de inversiones es si el comportamiento pasado predice el comportamiento futuro. Este tema es relevante ya que hoy la regulación utiliza los rendimientos observados como un indicador de desempeño para el futuro.

Grinblatt y Moskowitz (2004)[19] presentan evidencia para algunas circunstancias específicas en las que se puede llegar a predecir el rendimiento futuro dado el comportamiento de los rendimientos pasados. A continuación se mencionan dos de los casos que documentan.

1. Capacidad de predecir los rendimientos esperados a partir de los rendimientos observados en el pasado para los meses de enero y diciembre. Encuentran que un comportamiento de optimización fiscal por parte de los inversionistas es el que explica esta relación.

2. Capacidad de predicción relacionada con la consistencia de los rendimientos en el pasado. Altos rendimientos históricos que se caracterizan por un desempeño consistente de meses con retornos positivos están vinculados con rendimientos esperados mayores que altos rendimientos históricos que se caracterizan por un desempeño extraordinario en unos pocos meses.

A continuación se presentan los resultados de otros dos documentos que hacen investigación aplicada sobre la capacidad

---

[18]Scholes, Myron, Conferencia en FUNDEF-TV minutos 35 a 39: https://youtu.be/aJHJB48GIVY
[19]Grinblatt, MarK and Tobias J. Moskowitz. "Predicting Stock Price Movements from Past Returns: the Role of Consistency and Tax-Loss Selling". Journal of Financial Economics. 2004

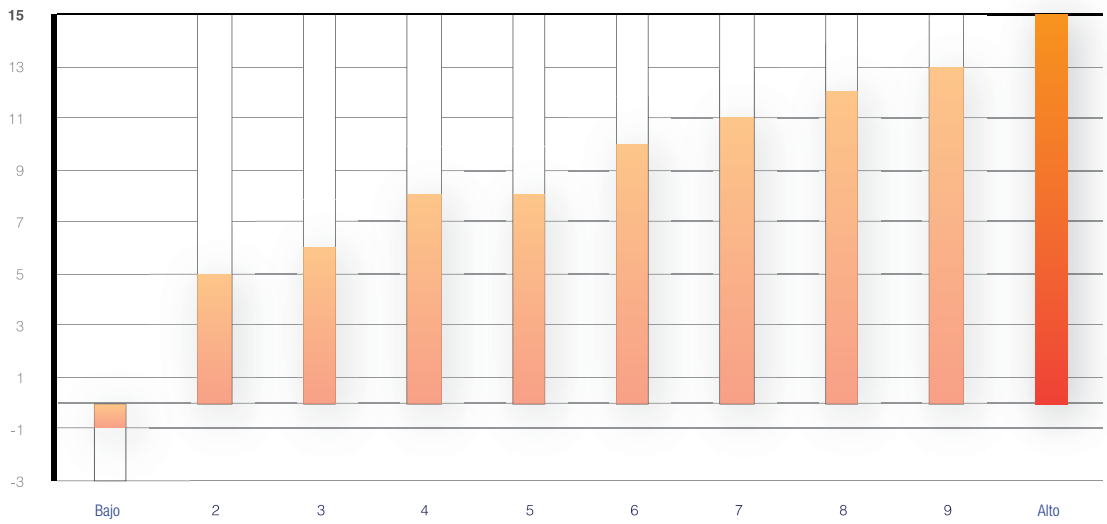
de predicción de rendimientos futuros en base a rendimientos pasados.

El primero es de la empresa de asesores de inversión Gerstein-Fisher[20]. Los autores presentan evidencia de dos fenómenos relacionados con la persistencia de rendimientos. El primero de reversión de ganancias de corto plazo y el segundo de persistencia en la tendencia (momentum[21]).

La reversión de ganancias consiste en que cuando un activo financiero tiene un desempeño muy superior al del mercado en un mes, al mes siguiente tendrá un desempeño menor al del mercado. El de tendencia consiste en agrupar a las acciones de las empresas que han tenido un comportamiento mejor al mercado el último año. Estás empresas tienen en los siguientes años un comportamiento mejor cuando se les compara con acciones de empresas que tuvieron un mal desempeño relativo.

La siguiente gráfica muestra como si hay una capacidad de predicción de rendimientos cuando se agrupan las acciones en portafolios de acuerdo a la característica de tendencia.

Gráfica IV.1 Rendimientos de Portafolios de Acciones Agrupados por Tendencia 1927 – 2004



Fuente: Gerstein – Fisher.

[20]Do Past Returns Predicts Future Returns? Evidence from Momentum and Short-Term Reversals. Research Papers. 2015.
[21]Momentum se refiere a una estrategia en la cual se agrupan las acciones por nivel de rendimiento. Lo que se observa es que los portafolios con mejor desempeño pasado mantienen una inercia en su comportamiento futuro.

La gráfica anterior permite concluir que a pesar de que esta anomalía no tiene una justificación teórica basada en riesgo, si se debe considerar al diseñar o al evaluar la gestión de los portafolios de inversión. Lo mismo se puede argumentar para el fenómeno de reversión de ganancias de corto plazo.

El segundo documento plantea una pregunta muy importante para el régimen de las Afores: ¿Existe una justificación para incluir el desempeño pasado de los fondos de inversión como el factor clave para seleccionar un fondo hoy?

Droms (2006)[22] hace una revisión de la literatura sobre persistencia en los rendimientos en los fondos de inversión para tratar de responder a la pregunta anterior.

En la literatura encuentra evidencia de que el desempeño de un fondo de inversión para un período de tenencia pasada de un año es un buen predictor del rendimiento para un horizonte de tiempo de un año adelante. Es decir, aquellos fondos que tuvieron un mejor desempeño pasado si se espera que para el siguiente año estén en el grupo de mejor desempeño.

Por otra parte, la evidencia de esta persistencia para horizontes de inversión mayores, como pueden ser de dos a cuatro años, no es tan contundente.

El análisis presentado en esta sección nos permite tener elementos que pueden contribuir a generar una visión de desarrollo de la regulación para el sector en el área de inversiones.

[22] *Droms, William G. "Hot Hands, Cold Hands: Does Past Performance Predict Future Returns?" Journal of Financial Planning. 2006.*

V.- ELEMENTOS DE LA REGULACIÓN

V.- ELEMENTOS DE LA REGULACIÓN

En esta sección se presenta una revisión a otros aspectos de la regulación de Consar que son importantes para la definición de la Arquitectura del Sistema. Los temas son distintos a los que se presentaron en la Sección III y consideran temas operativos y otros relacionados con la literatura que se comentó en la sección IV.

Se identificaron como relevantes las siguientes disposiciones de carácter general: operaciones, régimen de inversión, publicidad, agentes, riesgos e indicadores de rendimiento neto. Estos resultados del ánalisis se presentan agrupados por temáticas.

V.1 Reglas relativas a la incorporación al Régimen.

La regulación establece un régimen muy detallado para procurar que se de el registro de los trabajadores al sistema de pensiones. Hay obligaciones y plazos muy claros.[23]

La regla de registro considera que es un derecho del trabajador elegir por primera vez a su Administradora, es decir, el trabajador busca y elige. La regulación también supone que no todos los trabajadores llegan al registro.

Por esta razón es que para las cuentas que no se concluyó el proceso de registro y por

[23] *Para mayor referencia ver los Capítulos I, II y III del Título Quinto de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.*

lo tanto que no han expresado su voluntad respecto de en que Administradora estar, existe la regla de asignación y reasignación.[24]

A partir del momento en que se firma la solicitud las Administradoras tienen un plazo para hacer el registro de diez días hábiles. Las reglas definen toda la información que se necesita y los requisitos que deben cumplir los promotores para registrar a un trabajador. También establecen procesos de verificación y de certificación.

Si bien los agentes promotores son una parte esencial del sistema para la competencia vía traspasos, un análisis de la regulación nos permite entender que también son una parte importante del proceso de registro de los trabajadores, del armado del expediente único y de su actualización y/o recertificación.

Por lo anterior, el regulador ha establecido una serie de reglas para regular esta actividad.[25] Hay varios principios que son importantes en cuanto a asegurar cierta capacidad técnica de los promotores, su calidad moral y el que solamente puedan trabajar para una empresa Administradora. Para calificar la capacidad técnica se establece un examen diseñado y aplicado por un tercero independiente. El registro que se otorga a los promotores tiene una temporalidad de tres años y se debe renovar.

Este esquema le permite a la Autoridad tener la identificación de todos los promotores: sus datos, su desempeño y las actividades realizadas. También facilita las funciones de supervisión.

V.2.- Reglas relativas al Contacto y Relación con el Cliente.

En la regulación se establece que las Administradoras deberán enviar al menos una vez cada cuatrimestre un Estado de Cuenta.[26] La regla establece la información a incorporar y en el caso de alguna información de tipo comparativa obliga a utilizar como fuente la página de la Consar.

Lo anterior aplica a variables como el indicador de rendimiento neto y la información sobre la comisión a cobrar en el año calendario siguiente (este ultimo solo aplica para el estado de cuenta del último cuatrimestre).

En los Estados de Cuenta la Consar obliga a que se incluya la leyenda “los rendimientos pasados no garantizan los rendimientos presentes o futuros”. Para facilitar la comparación en el desempeño lo que se hace es definir un indicador que rendimiento neto.[27]

Como algo complementario a los Estados de Cuenta también hay regulación en materia de publicidad la cual debe cumplir con principios como la claridad, veracidad,

---

[24]Para mayor referencia ver del artículo 126 al 133 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.
[25]Para mayor referencia revisar las Disposiciones de Carácter General a las que deberán sujetarse las Administradoras de Fondos para el Retiro en Relación con sus Agentes Promotores.
[26]Para mayor referencia ver del artículo 265 al 272 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.
[27]Para mayor referencia consultar las Disposiciones de Carácter General que establecen el Procedimiento para la Construcción de los Indicadores de Rendimiento Neto.La regla los conceptualiza como un promedio por lo que definen el parámetro a utilizar y el plazo de tiempo por el que se va a calcular.

pertinencia e independencia. Por lo que se refiere a la publicidad comparativa lo que se establece es que la fuente de información debe ser la página de internet de la Comisión.

Otro aspecto importante en cuanto a la relación con el cliente es su capacidad de decisión para invertir sus recursos de la mejor manera. El modelo es uno cerrado en el que el cliente define a su Afore y la elección de su portafolio está dada por la regulación. Las reglas definen cuatro tipos de Siefore[28] por edad que son:

- Siefore Básica 1 para trabajadores con 60 años o más.
- Siefore Básica 2 para trabajadores que tengan entre 46 y 59 años.
- Siefore Básica 3 para trabajadores que tengan entre 37 y 45 años.
- Siefore Básica 4 para trabajadores con 36 años o menos.

Como excepción a la regla general de asignación de los recursos existen normas complementarias que permiten algunas modificaciones a esta opción.[29]

En particular una regla permite la modificación en la inversión sujeta a la condición de que "reúnan las características para invertir previstas en el Prospecto de Información de la Sociedad de Inversión Elegida". Es decir, si existe un proceso que debe hacer el trabajador para modificar su portafolio pero le impone costos de administración y sin darle toda la flexibilidad al trabajador.[30]

V.3.- Reglas relativas a la toma de Riesgos por parte de las Afores.

Por lo que se refiere a la regulación en esta área hay dos componentes que son importantes: la parte que regula el proceso de gestión y la que regula el nivel de tolerancia al riesgo.

El primer componente de la Regulación esta definido en las Reglas Prudenciales en materia de Administración de Riesgos y es bastante estándar. En esta regulación se define un elemento de Gobierno Corporativo para una buena gestión de riesgos con el Comité de Riesgo Financiero y la función de medición a través de la Unidad de Administración Integral de Riesgos.

Otro tema es que se establecen lineamientos mínimos para la gestión de los riesgos no discrecionales como el operativo, el legal y el tecnológico. También los lineamientos mínimos para los riesgos financieros que son mercado, crédito y liquidez.

Sobre el nivel de tolerancia al riesgo, las disposiciones son restrictivas en cuanto a

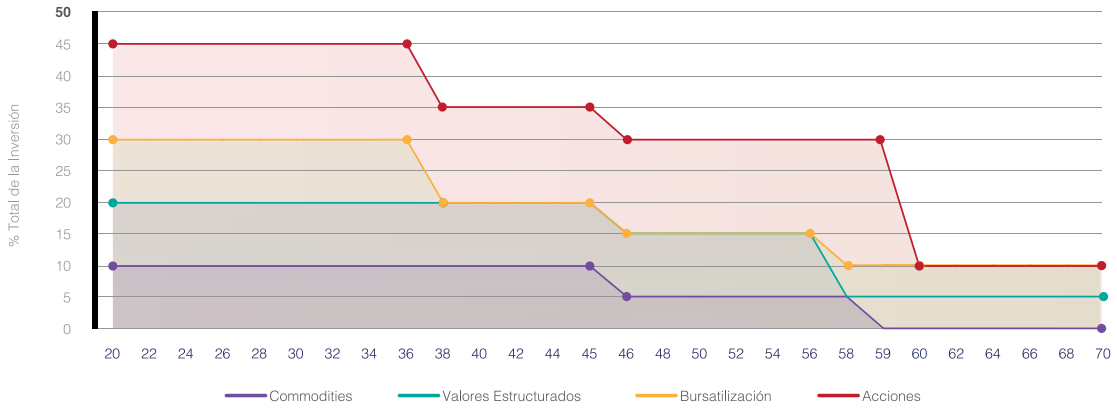
[28]Por simplicidad no se considera la Siefore Básica que se define en la fracción I de la Disposición Décima Tercera de las Disposiciones de Carácter General que establecen el Régimen de Inversión.
[29]Para mayor referencia ver el Capítulo IV del Título VI de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.
[30] Con fecha 31 de Enero de 2017 la CONSAR dio a conocer en su Boletín 07 / 2017 una mecánica operativa para hacer modificaciones al portafolio de inversión a través del portal www.e-sar.com.mx. Al ser una cláusula en la que se requiere que el trabajador haga el trámite se tendrá que evaluar si la modificación tuvo impacto o de lo contrario cambiar la mécanica para que el trabajador asuma un mayor riesgo.

limitar estos niveles. Por ejemplo, en el caso de riesgo de crédito imponen requisitos mínimos de calificación.[31]

La restricción anterior y otras adicionales es parte de lo que se define en el régimen de inversión. Si bien el régimen se ha ido ampliando, el criterio para restringir el régimen de cada Siefores es edad. El objetivo es disminuir la volatilidad y los rendimientos extremos negativos.

La siguiente gráfica nos muestra como va evolucionando el régimen de las Siefores por edad. Se aprecia como el régimen de inversión va siendo cada vez más restrictivo.

Gráfica V.I Esquema de Régimen de Inversión por Siefore



Fuente: elaboración propia con información de Consar.

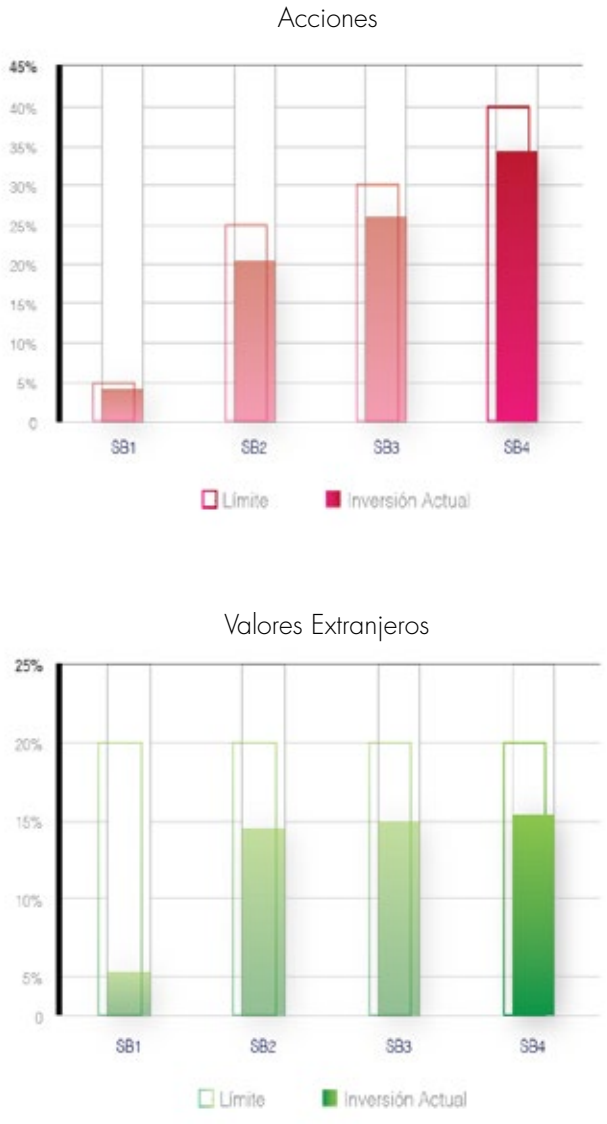
La regulación anterior se complementa con límites máximos de tolerancia al riesgo. Los límites que se establecen en las reglas y en sus anexos la metodología de calculo son los siguientes:

- Siefore Básica 1.- un valor en riesgo máximo de 0.70% del activo administrado y un limite máximo del diferencial del valor en riesgo condicional sobre el activo administrado determinado por el Comité de Análisis de Riesgo de hasta 0.30%.
- Siefore Básica 2.- un limite máximo del diferencial del valor en riesgo condicional sobre el activo administrado determinado por el Comité de Análisis de Riesgo de hasta 0.45%.
- Siefore Básica 3.- un limite máximo del diferencial del valor en riesgo condicional sobre el activo administrado determinado por el Comité de Análisis de Riesgo de hasta 0.70%.
- Siefore Básica 4.- un limite máximo del diferencial del valor en riesgo condicional sobre el activo administrado determinado por el Comité de Análisis de Riesgo de hasta 1.0%

[31] *Para mayor referencia ver la disposición Cuarta y los anexos correspondientes de las Disposiciones de Carácter General que establecen el Régimen de Inversión.*

En la siguiente gráfica se presenta como la Siefore de cada tipo se va consumiendo casi todo su límite específico en los instrumentos de mayor riesgo-rendimiento como las acciones y los valores extranjeros.

Gráfica V.2 Inversiones en Acciones y en Valores Extranjeros vs Límites
Diciembre 2014
(Como % de la Inversión Total)



Fuente: Elaboración propia con datos OCDE

Como conclusión de V.2 y V.3 se puede afirmar que el problema es que se tiene un esquema muy rigido en cuanto a la Siefore del trabajador que combinado con regimenes restritivos afectan el valor futuro de los recursos de inversión y por lo tanto del nivel de pensión de los trabajadores.

V.4.- Reglas relativas a buscar una eficiencia Operativa[32]

Una de las reglas más importante es la que tiene que ver con el Expediente Electrónico Único que se administra de manera virtual. Este expediente único tiene toda la información de identificación del trabajador, de su domicilio, fotografía y firmas autógrafa y biométrica.

Para que tenga la característica de ser único se establece la obligación a las Administradoras de que no exista otro expediente de un trabajador con la misma CURP y mismo registro biométrico. El requisito biométrico es lo que garantiza que así sea.

V.5.- Reglas relativas a la integridad del Régimen.

Es muy importante procurar la integridad del régimen debido a que en las Afores se administran los recursos de los trabajadores. Existe una justificación real para que el marco legal tenga reglas que impongan controles.

Un primer elemento es el que tiene que ver con la parte contable y de rendición de cuentas. En esta materia la regulación es consistente con la práctica para las entidades financieras reguladas en México.

En materia de contabilidad aplican en lo general las Normas Internacionales de Contabilidad excepto en aquellos rubros que la Consar emita reglas contables específicas. [33]

Hay un elemento de regulación relevante y es el relacionado con la determinación de los precios de transferencia cuando se realicen operaciones con personas con las que tiene un nexo patrimonial.[34] La regulación de manera prudencial manda a que este tipo de operaciones se validen por un tercero independiente que haga un estudio en el que se de evidencia de que las condiciones que se pactaron fueron las mismas que las que habría ofrecido un tercero no relacionado.

En cuestión de rendición de cuentas se imponen reglas al trabajo de los auditores externos como los requisitos de las personas que dictaminen y trabajos específicos que se deben realizar.[35] Al igual que en materia contable, estas reglas son consistentes con la práctica para otras entidades reguladas en México.

Hay un cuarto elemento que esta relacionado con tener controles adecuados para el manejo de las bases de datos, que

---

[32]Para mayor referencia ver del artículo 204 al 216 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.
[33]Para mayor referencia ver del artículo 104 al 109 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.
[34]Para mayor referencia ver del artículo 94 al 103 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.
[35]Para mayor referencia ver del artículo 80 al 89 y 110 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.

estén actualizadas y en todo momento que se mantenga la confidencialidad.[36]

V.6 Conclusiones

La descripción de la regulación nos ha permitido entender que el Régimen Regulatorio de las Afores es complejo y tiene muchos aspectos específicos.

El análisis muestra que hay temas muy operativos en los que la regulación se debe mantener y cambiar de acuerdo con la evolución de las mejores prácticas en los mercados y de la tecnología.

En esta categoría de reglas se ubican las de los incisos de:

a) Integridad

b) Incorporación

c) Eficiencia operativa

Se han identificado varias reglas que promueven la seguridad del Sistema y que todos los movimientos dejen evidencia. Una mayor seguridad genera costos económicos de operación al Sistema.

Por su parte, en los temas vinculados con el contacto con el cliente, tipos de Siefore y toma de riesgos es importante revisar el régimen, evaluar el modelo a seguir y definir una visión de desarrollo de mediano plazo.

Algunos de los argumentos que se han presentado en el documento permiten concluir que en el área de inversiones y de gestión de portafolios una mayor restricción no necesariamente es mejor. Demasiadas restricciones pueden tener un costo en terminos de la pensión de los trabajadores.

[36]Para mayor referencia ver del artículo 90 al 93 y del 111 al 113 de las Disposiciones de Carácter General en Materia de Operaciones.

VI.- ESBOZANDO UNA VISIÓN DE LARGO PLAZO PARA EL SECTOR

VI.- ESBOZANDO UNA VISIÓN DE LARGO PLAZO PARA EL SECTOR

Para dar certeza al desarrollo de una industria altamente regulada es muy importante que el Gobierno de su visión de lo que será ésta en el mediano y largo plazo. Lo anterior, es más relevante cuando algunas de las caracteristicas del sector apuntan a que el potencial para la competencia es limitado.

Otros países hacen ejercicios como el que se propone. Ejemplos son el "Orange Report" en Suecia o el "Pension Agreement" en Holanda.

En esta sección se buscan esbozar algunos aspectos adicionales que aportan elementos para una visión de desarrollo del sector.

El primer elemento de la visión debe ser manifestar de manera clara que el régimen de pensiones de trabajadores del sector privado debe mantener el esquema actual y hacer el argumento de por que razón este arreglo institucional es superior.

Un segundo elemento es entender la serie de restricciones estructurales en este mercado. Por ejemplo, reconocer que la industria de las Afores no tiene los elementos para caracterizarlo como un mercado competitivo, ni las políticas públicas adoptadas o que se adopten lo van a llevar a ese modelo. La experiencia muestra que las políticas tradicionales para promover la competencia lo pueden acercar marginalmente. Visiones que plantean el aumento tradicional a la competencia como la solución a la situación de la industria no parecen ser viables.

Sobre el caso del número de participantes, la Autoridad debería esbozar una visión de lo que haría si se da una mayor concentración de participantes y hasta que nivel de concentración permitiría.

El caso de comisiones es relevante dado que una mala instrumentación del proceso de revisión puede dar los incentivos para que se siga concentrando la industria. Un análisis de convergencia con otros sistemas como el que se presenta en la Gráfica II.4 puede ser de utilidad. También el análisis puede incorporar una visión sobre la dispersión de comisiones en función de tamaño y otras variables relevantes.

Para el caso de traspasos es importante definir el objetivo de la Autoridad. Hay que dejar clara la visión de Consar respecto de su percepción del balance entre libertad de elección del trabajador, seguridad, paternalismo y competencia y reconocer que existe un "trade-off". Un esquema que lleve a cero traspasos indebidos puede ser muy costoso y regresivo para el sistema.

Si bien los puntos anteriores son importantes hay otras áreas en las que es relevante tener una visión de desarrollo.

La mayor dinámica competitiva del mercado debe provenir del lado del producto, los servicios y el resultado de la actividad de inversión.

Est punto anterior es muy relevante porque de los documentos que se revisaron muchos siguen poniendo énfasis en que la competencia tradicional es la solución y no en esta dimensión.

En concreto, en materia de inversiones, si bien la evidencia en la literatura nos indica que el modelo de operación en otros países puede tener problemas de incentivos, también tiene cosas buenas que se deben evaluar.

Hoy nuestro régimen tiene una arquitectura cerrada en cuanto a que se elige a la administradora y la regulación define por default la Siefore[37]. Es conveniente reconsiderar lo anterior y dar una visión de lo que se puede modificar para modernizar el esquema los próximos 10 años.

El modelo de Siefore por edad asume que al momento del retiro el portafolio del trabajador debe tener un riesgo mínimo y una alta liquidez. El modelo obliga a la desinversión completa al momento de retiro y tiene solo una opción de producto. Lo anterior no reconoce que el trabajador que se retira tiene en promedio una esperanza de vida de 20 años en la que su ingreso depende de su ahorro y los rendimientos.

---

[37]Este esquema se modificó para dar una opción recientemente. Para referencia ver la sección V.2 y el pie de página 30.

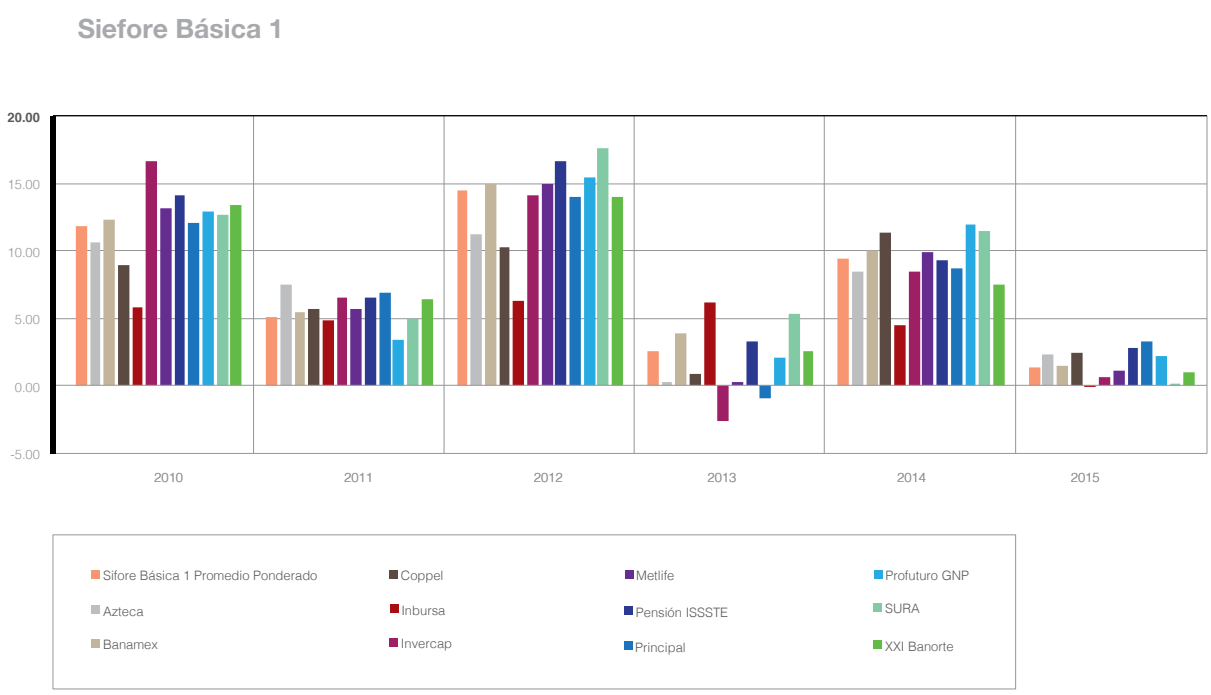
Es conveniente reflexionar si este modelo tan prescriptivo es el más adecuado para México ó si está característica impone costos a los trabajadores.

Para mostrar el impacto del régimen actual en la Gráfica VI.I se identifican dos comportamientos:

a) En promedio hay mayores rendimientos y mayor volatilidad en las Siefores de trabajadores más jóvenes

b) Hay distintos perfiles de riesgo dentro de cada grupo de Siefores.

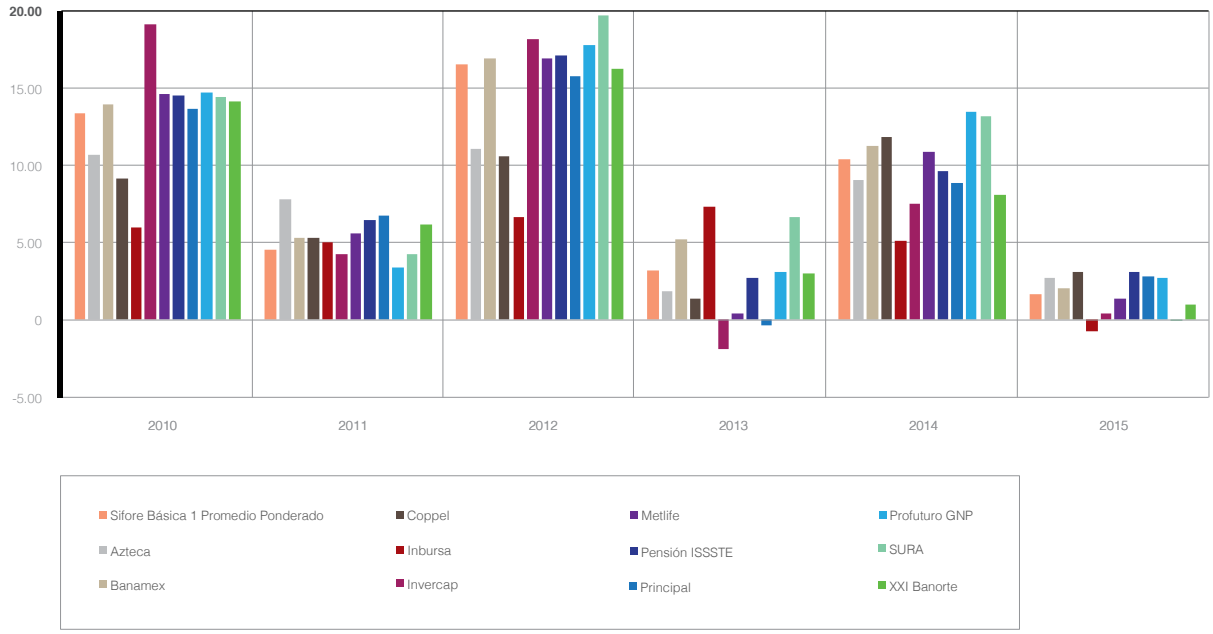
Gráfica VI.1 Rendimientos Comparativos entre Siefores



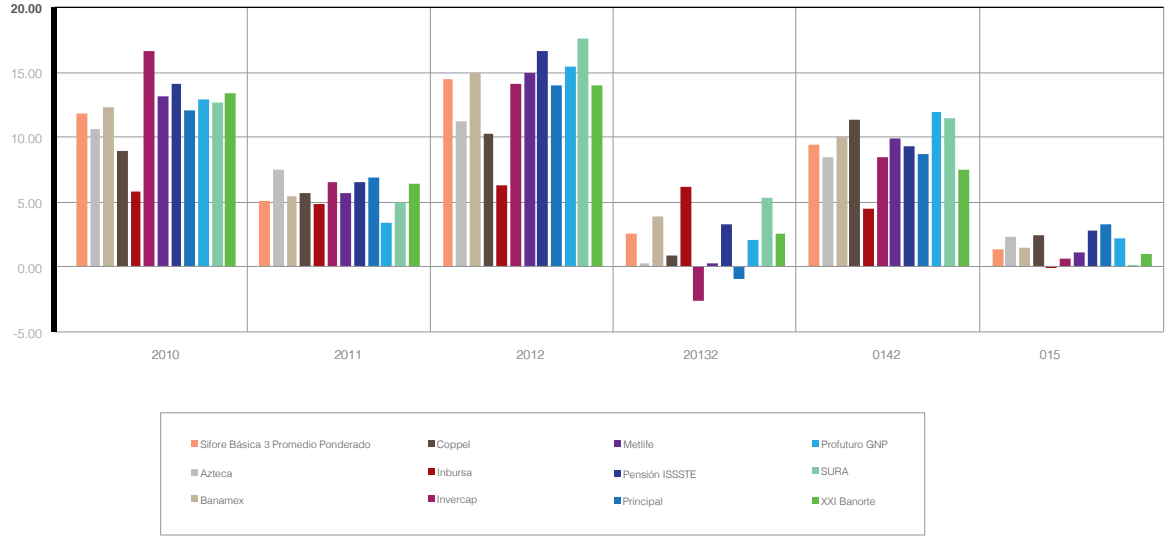
Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

Gráfica VI.1 Rendimientos Comparativos entre Siefores (Continuación)

Siefore Básica 2

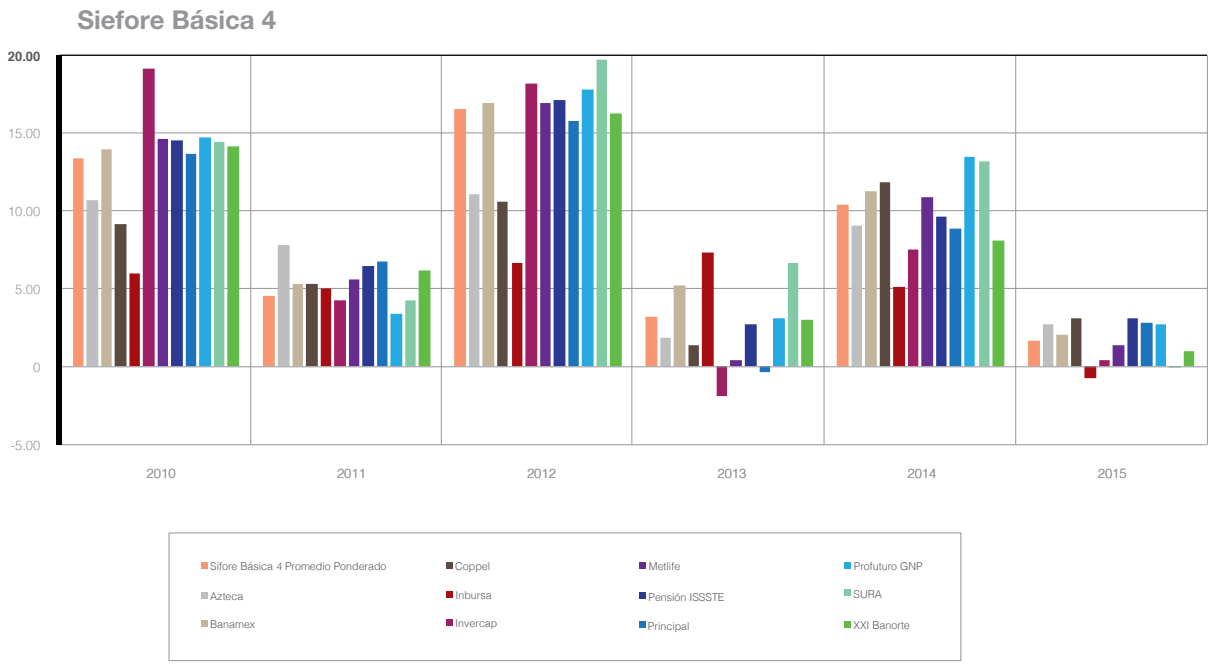


Siefore Básica 3



Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

Gráfica VI.1 Rendimientos Comparativos entre Siefores (Continuación)



Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

El análisis de los datos y de las gráficas permite concluir que:

1. Los rendimientos se mueven en rangos distintos por Siefores y por año.
2. Hay mucha variabilidad en rendimientos en cada año para las distintas Siefores de cada clase.
3. Los niveles de rendimientos tán distintos entre Siefores de la misma clase hacen que el valor futuro del ahorro sea sensible a la elección del trabajador.
4. Hay Afores con estrategias de inversión para sus distintas Siefores más procíclicas ó más anticíclicas. El caso extremo del segundo grupo es Inbursa y un ejemplo del primero puede ser Principal.

Las observaciones anteriores y el análisis del documento nos llevan a plantear las siguientes propuestas, que puedan apoyar a mejorar la estructura institucional del lado de los servicios de inversión que dan Afores.

1. Hay una variabilidad en rendimientos en el periodo, pero también hay evidencia de persistencia en desempeño. La

evidencia de la literatura nos indica que se debe evaluar el período relevante para calcular el IRN. En principio para la desición de cambio Afore el horizonte debería ser un año.[38]

2. La evidencia parece no relacionar el nivel de comisión con el de desempeño. El último está más vinculado con estrategia de inversión. Lo anterior sugiere quitar el énfasis de que la variable más importante para el trabajador es la comisión.

3. El diferencial de comisiones no explica el diferencial de los rendimientos. Por lo tanto parece más importante para el consumidor la habilidad de inversión de su gestor que el nivel de comisión. La regulación y la difusión deben reconocer esta realidad.

4. Si bien existe un límite de riesgo máximo, sería conveniente evaluar y pronunciarse sobre un nivel de riesgo mínimo. Lo anterior porque las estrategias anti-cíclicas pueden dañar el patrimonio de los ahorradores.[39]

5. El diferencial de rendimientos entre Siefores lleva a cuestionar si tener cajones tan prescriptivos y un esquema tan cerrado tantos años antes del retiro es más costoso que benefico.[40]

6. Se debe repensar el régimen de inversión considerando que al momento del retiro se tiene una esperanza de vida media de dos décadas.

7. Hacer que el régimen de elección de Siefore privilegie la inversión en las de mayor riesgo como opción estándar y complementar con que a elección del trabajador se pueda reducir el riesgo. Es decir, cambiar el enfoque que se adoptó recientemente.

8. Se deberían evaluar arquitecturas más flexibles del régimen moviéndose de uno que elige empresa y lo demás lo hace la regulación de manera muy rígida, a otros que pueda llegar a permitir más flexibilidad en movilidad, régimen de inversión, tipo de Siefore y/o evaluación.

Sobre la evolución financiera del sector se comenta poco. Los datos muestran que es un sector rentable, pero que en promedio ésta no es excesiva. El cuadro siguiente presenta como la rentabilidad promedio sobre capital es de 16%. También se presentan algunos indicadores financieros a nivel de sistema para entender algunos parámetros de comportamiento.

---

[38]Hay que evaluar si IRN con horizontes más largos lleva a una distorsión porque promediar a largo plazo implica premiar el desempeño promedio. El problema es que la metodología afecta a la medición de indicadores como la evaluación de traspasos negativos.

[39]Cálculos para el periodo 2010-2015 de la SIEFORE Básica 2 y 4 presenta un diferencial negativo de rendimiento de la estrategia anti ciclida contra el promedio de 23% y el 31% respectivamente.

[40]El cálculo del diferencial de rendimiento de 2010 a 2015 del promedio de Siefore Básica 4 vs Sefore Básica 2 es de 13%. Para una persona que en 2010 tenía 46 años y en 2015 le faltaban 14 para los 65, la disposición regulatoria le está quitando este rendimiento que le beneficiara con una mayor pensión.

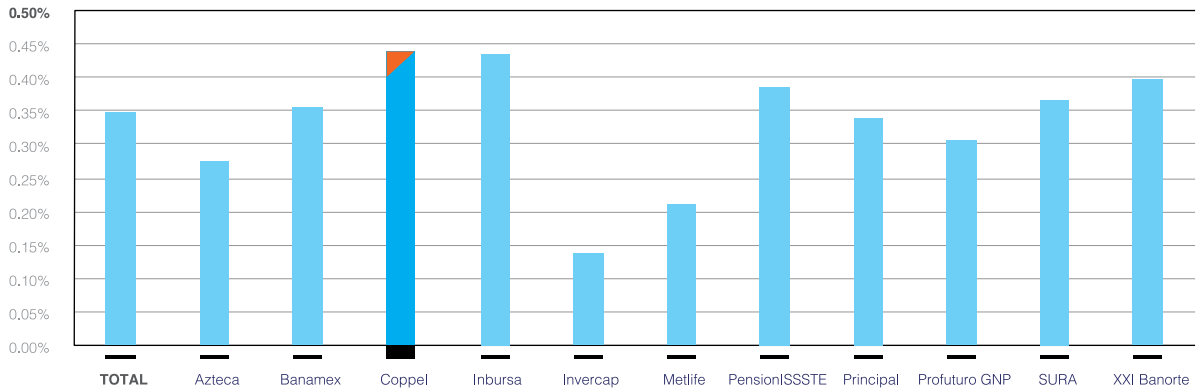
Tabla VI.1 Indicadores Financieros Sistema

	Promedio Simple
Utilidad Neta / Capital Contable	*16.3%*
Utilidad Neta / Ingresos Totales	*33.1%*
Costo Operativo / Ingresos Totales	*39.7%*
Gasto Adm / Ingresos Totales	*16.9%*
Costos Reg / Costos Operativos (C. Op.)	*10.7%*
Costos Afilación y Traspasos / C. Op.	*64.4%*
C. Oper y ST / C. Op.	*17.0%*
C. Oper Inv / C. Op.	*7.7%*

Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

En la gráfica siguiente se muestra la rentabilidad como porcentaje de los activos administrados. Se aprecia mucha variación entre los participantes lo que indica que su margen de rentabilidad depende de muchos factores como puede ser el modelo de negocio.

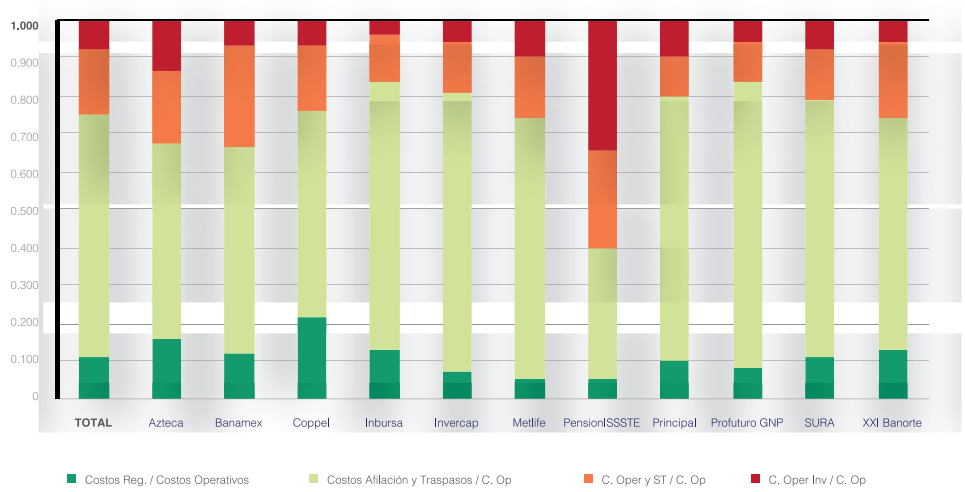
Gráfica VI.2 Rentabilidad Neta % de los Activos en 2015



Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

Para justificar el argumento de modelo de negocio se presenta en la siguiente gráfica la estructura porcentual de costos que es muy distinta entre las Afores. Los datos dan soporte al argumento de que poner un límite tan tajante como el que se propone por la OCDE no parece razonable ya que la estructura de costos no es similar.[41] Además, por lo que se describió de la regulación respecto de otras funciones de los promotores hay que entender las distorsiones que puede generar una medida como la que se comentó.

Gráfica VI.3 Estructura Porcentual de Costos



Fuente: elaboración propia con datos de Consar.

La información nos dio evidencia de como la evolución de indicadores financieros es muy distinta entre los participantes.

En la visión de largo plazo debería existir una idea de dónde deben estar los niveles promedio y la dispersión de indicadores clave del sector.

[41]Una definición de este tipo puede afectar de manera distinta los diferentes modelos de negocio y por lo tanto afectar la estructura de la industria. Una intervención de este tipo debe evaluarse bien si los costos son mayores a los beneficios.

VII.- CONCLUSIÓN.

VII.- CONCLUSIÓN.

Por el alcance del documento los temas estructurales como las condiciones de retiro y la cuota de aportación se dejaron fuera. En este documento se han esbozado factores que pueden incidir en lo que puede ser una ruta de evaluación de la microregulación para el sector. Sobre la microregulación se concluye que:

a) Las modificaciones que tienen que ver con estructura de mercado y competencia tendrán efectos en el sector pero no resolverán el problema de fondo de competencia limitada. Sin embargo, una regla regresiva si puede afectar de manera importante el nivel de competencia actual.

b) Las modificaciones que tienen que ver con evolucionar la regulación para mantener buenas practicas en la industria deben mantenerse pero evaluando en todo momento que se de un balance entre seguridad y eficiencia.

c) La mayor área de oportunidad tiene que ver con reformar aspectos relacionados con la parte del producto y la actividad de inversión. Por ejemplo, incorporar que el rendimiento relevante es el esperado y no el histórico. Mejorar la regulación en esta área puede apoyar a que se mejoren las condiciones de competencia por el lado de la oferta del producto.

d) Mejorar los rendimientos de las Siefores si tendrá un impacto en la pensión. Un portafolio muy conservador dentro de cada clase de Siefore impone costos. Se debe difundir las Siefores diferentes estrategias riesgo-rendimiento de las Siefores.

e) Los esfuerzos en el pasado se han concentrado en ir flexibilizando el régimen de inversión. Lo que se ha presentado en este documento muestra que este tema solo es un componente de lo que se puede hacer del lado activo.

f) Evolucionar a una arquitectura de fondos más flexible en la regulación puede ser una innovación importante.

g) En otros países hay tipos de fondos de inversión y esquemas de evaluación que se pueden usar como modelo de referencia de desarrollo del sector.

h) Pensar cuál debe ser la regulación que procure un manejo óptimo del portafolio del individuo durante toda su vida, considerando la etapa de acumulacion y desacumulacion. Evaluar si se debe hacer alguna adecuación al modelo actual.

Es importante tener claridad de la visión de la Autoridad sobre el rumbo del sector en el corto y mediano plazo. En este documento se han sugerido elementos que podrían formar parte de una visión de desarrollo.