

# La situación de las Siefores: oportunidad para aspirar a eficientar el sistema financiero

JORGE R. SILVA GARCÍA\*

**RESUMEN:** por primera vez, en poco más de una década de existencia, el sistema de pensiones produjo pérdidas a los inversionistas. Fundamentalmente por tres razones: las condiciones económicas y financieras a escala nacional e internacional, la ineficiencia en la administración de sus portafolios y las altas comisiones que les cobran las administradoras. Las primeras dos están estrechamente relacionadas y deben condicionar a la tercera. Por esta razón, el congreso y las autoridades reguladoras deben establecer condiciones en materia de rentabilidad producida a las administradoras. En este sentido, se plantean tres propuestas.

**PALABRAS CLAVE:** Siefore, Afore, activos financieros, portafolio, rentabilidad, mercados financieros, inflación.

**ABSTRACT:** By first time, in a decade of existence, the pension system produced loss for the investors. Fundamentally this occurred for three reasons: national and international economic and financial conditions, an inefficiency in the portfolio management and the highest commissions that managers apply. First two reasons are closest related and must impose condition the third. By this reason, Congress and regulator authorities should impose determined conditions in produced return matter to the managers. With that intention three purposes are made.

**KEYWORDS:** Pension fund, pension fund Manager, portfolio, return, financial markets, inflation.

## Siefores: aspectos preliminares

Las *sociedades de inversión* son empresas que concentran los ahorros de agrupaciones de inversionistas (normalmente pequeños) para comprar valores o activos en los mercados financieros (crean un portafolio) con la intención de obtener utilidades. De este modo, las empresas se convierten en proveedoras de recursos financieros de quienes requieren financiamiento. Las empresas o los gobiernos son considerados intermediarios financieros.

\* Licenciado en Economía, con maestría en Banca y Mercados Financieros Internacionales. Jefe de Análisis Económico y Financiero/analista económico y financiero ( de varias instituciones). Profesor del Departamento de Economía Financiera de la ESE-IPN. Profesor de la División de Estudios de Postgrado en la UNITEC e investigador del ITESM CCM.

A cambio de sus recursos, los inversionistas reciben acciones de la sociedad; cuando los valores adquiridos producen una utilidad, se distribuye de forma proporcional entre todas las partes; caso similar si se producen pérdidas. Normalmente, estas entidades contratan los servicios de alguna institución especializada en la inversión de fondos, llamada *administradora de fondos*, con derechos para cobrar comisiones por sus servicios.

Las *Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro* (Siefores) son un tipo muy específico de sociedades de inversión; asociaciones de pequeños inversionistas que aportan sus recursos para invertirse de manera conjunta con el propósito de obtener un beneficio que será distribuido de manera proporcional. Comúnmente, contratan a empresas especializadas en administrar fondos, llamada *Administradora de Fondos para el Retiro* o Afore.

Lo que distingue a una Siefores de una sociedad de inversión es que los inversionistas son trabajadores que realizan pequeñas aportaciones de manera periódica con el objetivo de formar un fondo para su retiro o jubilación.<sup>1</sup> Adicionalmente, existe gran cantidad de sociedades de inversión, de acuerdo con los diferentes grados de riesgo que los inversionistas estén dispuestos a sumir, en tanto que las Siefores son un reducido número, cuyo portafolio es delimitado por líneas generales establecidas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y máxima autoridad en el sistema de pensiones mexicano.

Hasta febrero de 2008, sólo existían dos Siefores, la Básica 1 y Básica 2. En la primera, se concentraban los recursos de los inversionistas o trabajadores con edades superiores a 56 años; en la segunda, los recursos de los trabajadores menores de 56 años. Además, existían las Siefores *adicionales*, eran las que concentraban los recursos que los trabajadores aportaban voluntariamente. A partir de marzo de 2008, ante la heterogeneidad y necesidad de rentabilidad de los inversionistas y con el objeto de asumir riesgos proporcionales a su edad y tiempo faltante para su retiro, por disposición de la CONSAR, las Siefores se transformaron para constituir las siguientes:

1. **Básica 1.** Para personas con edades de 56 años y más
2. **Básica 2.** Con edades entre 46 y 55 años
3. **Básica 3.** Entre los 37 y 45 años
4. **Básica 4.** Entre 27 y 36 años
5. **Básica 5.** De 26 años o menos

<sup>1</sup> Por esta razón, en el caso de las Siefores, los términos inversionistas y trabajadores se utilizan de forma indistinta.

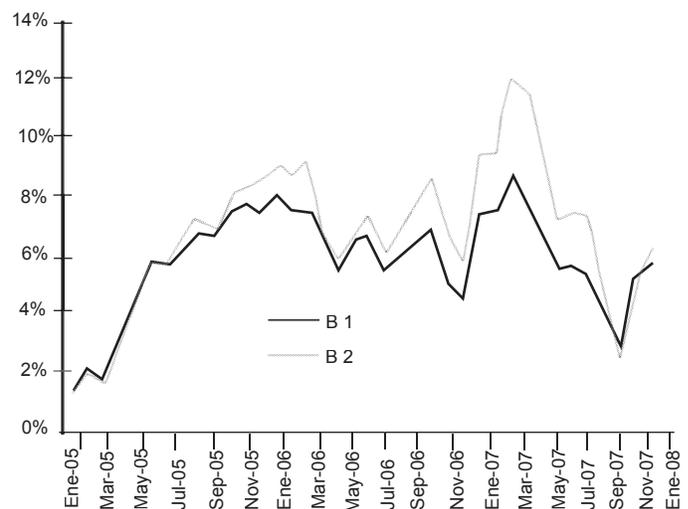
Cada una puede invertir los recursos de los inversionistas en activos muy específicos establecidos por la CONSAR.

### Siefores: rentabilidad y activos (2005-2008)

Entre 2005 y el primer semestre de 2007, las Siefores produjeron rentabilidades razonables a los inversionistas, de manera que la rentabilidad real, la que se obtiene por arriba de la inflación, pasó de tasas ligeramente superiores de 1% a tasas de entre 8 y 9% a principios de 2006; tras moderarlas el resto del año, alcanzaron sus mayores niveles en el primer trimestre de 2007, con rentabilidades reales cercanas a 9% las Siefores Básica 1 y a 12% la Básica 2. No obstante, del periodo que va del segundo semestre de 2007 a febrero de 2008, previo a la reorganizaron de las Siefores, el deterioro de la situación económica y financiera a escala internacional y su impacto en las variables económicas y mercados nacionales provocaron una drástica reducción en la rentabilidad de ambas Siefores cercanas a 3%.

Durante 2005, la rentabilidad promedio anual fue de 4.87 y 5.04% para las Siefores Básica 1 y 2; para 2006, promediaron 6.66 y 7.62% y en 2007 pasaron a 5.99 y 7.78%, respectivamente.

**Gráfica 1**  
**Rentabilidad real anual Siefores**



Fuente: CONSAR.

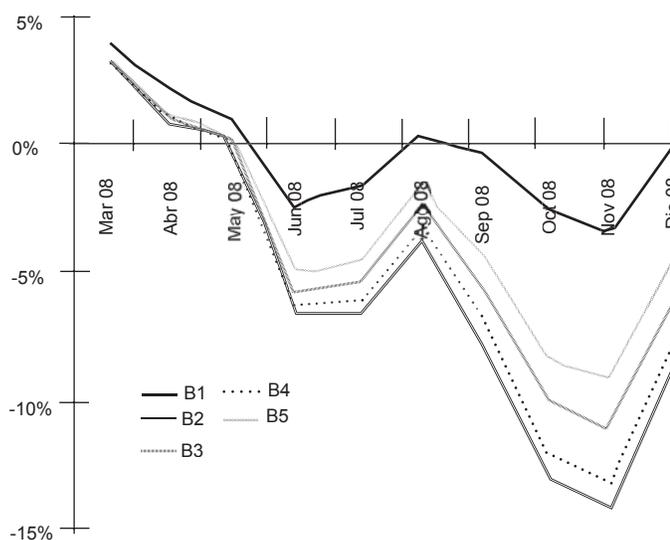
A partir de marzo de 2008, cuando la Siefiores Básica 2 se dividió en, las Básica 3, 4 y 5, fue necesario considerar sus portafolios de forma independiente (activos y rentabilidades). Así, se puede observar que la disminución de la rentabilidad de las Siefiores produjo cifras negativas; es decir, poco a poco desaparecieron las rentabilidades positivas hasta convertirse en pérdidas que pasaron de estándares ligeramente superiores a 3% a pérdidas que fueron desde 3.65 hasta 14.29% en noviembre de 2008. En términos anuales, las rentabilidades promediaron 0.61% para la Básica 1, -1.91% en la Básica 2, -4.27% en la Básica 3, -5.17% para la Básica 4 y -5.74% para la Básica 5, evidencia de la diferencia natural entre los portafolios de cada una de ellas.

Las pérdidas aumentan progresivamente, pasan de la Siefiore Básica 1, hasta la Básica 5; en realidad es

producto de la estructura de los respectivos portafolios y riesgos que soportan.

Las tasas negativas de rentabilidad se reflejaron en los activos netos de las Siefiores, que durante la mayor parte de 2007 registraron tasas de crecimiento superiores a 20%, y pasaron de entre 12 y 19% hasta mayo de 2008, a partir del cual descendieron progresivamente hasta registrar una reducción de 1% en noviembre. Así pues, los activos netos que en enero de 2006 se ubicaron en cerca de 602 mil millones de pesos, alcanzaron sus estándares máximos en mayo de 2008 al ascender a poco menos de 884 mil millones y disminuyeron hasta los 827 mil millones en noviembre de 2008. Sólo en diciembre de 2008, los activos mostraron una recuperación considerable, misma que les permitió ubicarse en 937 mil millones de pesos, 13% más que en diciembre de 2007.

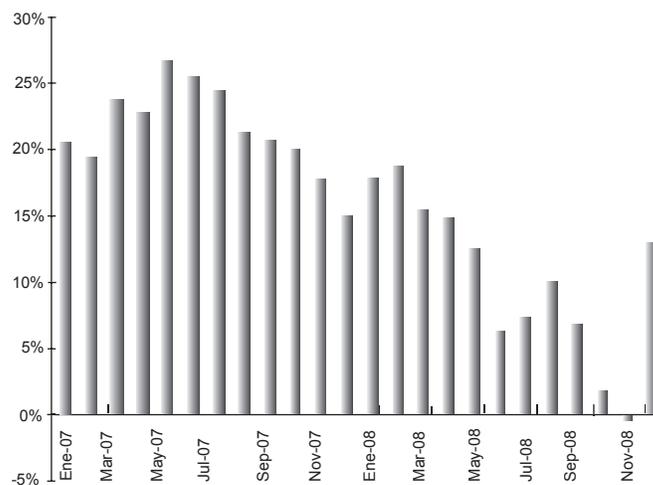
**Gráfica 2**  
Rentabilidad real anual Siefiores



Fuente: CONSAR.

De manera similar están los activos netos de las Siefiores básicas en conjunto, que desde 2006 representan 99.9% de los recursos totales de las Siefiores (el resto lo ejemplifican las Siefiores de aportaciones voluntarias), que muestran un comportamiento similar que les permitió pasar de 601 mil millones de pesos en enero de 2006 a 882 mil millones en mayo de 2008 y a 825 mil millones

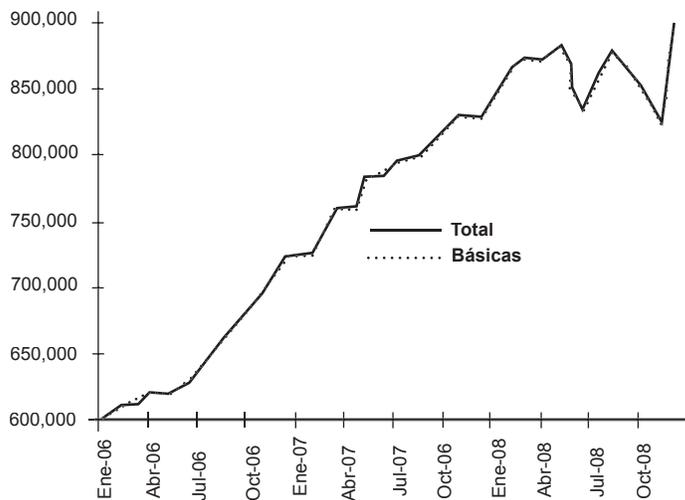
**Gráfica 3**  
Activos netos Siefiores  
(crecimiento % anual)



Fuente: CONSAR.

en noviembre de 2008; 2007 fue el periodo en que se registró mayor crecimiento y pasaron de ser negativas a finales de 2008. Sin embargo, en diciembre se experimentó un importante crecimiento de poco más de 13%, con respecto al mes anterior, alcanzaron cerca de 936 mil millones de pesos.

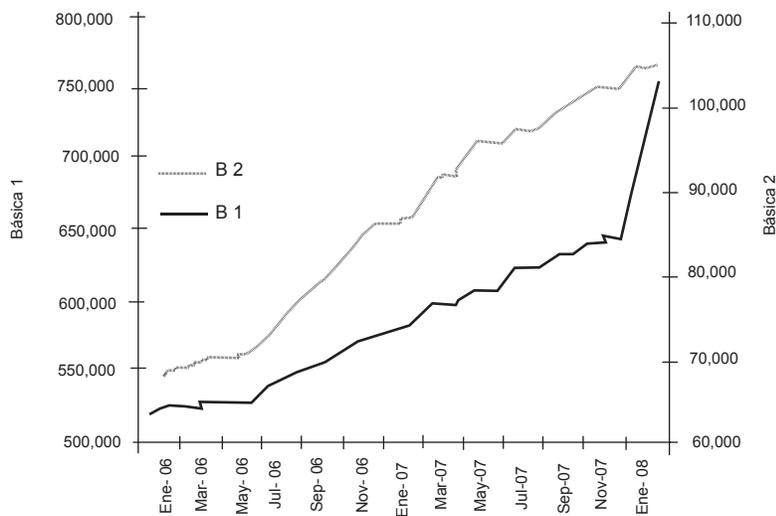
**Gráfica 4**  
**Activos netos Siefores**  
**(cifras en millones de pesos)**



Fuente: CONSAR.

Específicamente, durante 2007, hasta febrero de 2008, las Siefores Básica 1, que en promedio representaron 10% del total de las básicas, mostraron un crecimiento sostenido en sus activos netos que pasaron de cerca de 73 mil millones de pesos a poco menos de 102 mil millones; mientras que los de Básica 2 pasaron de 652 a 765 mil millones.

**Gráfica 5**  
**Activos netos Siefores básicas 2006-2007**  
**(cifras en millones de pesos)**

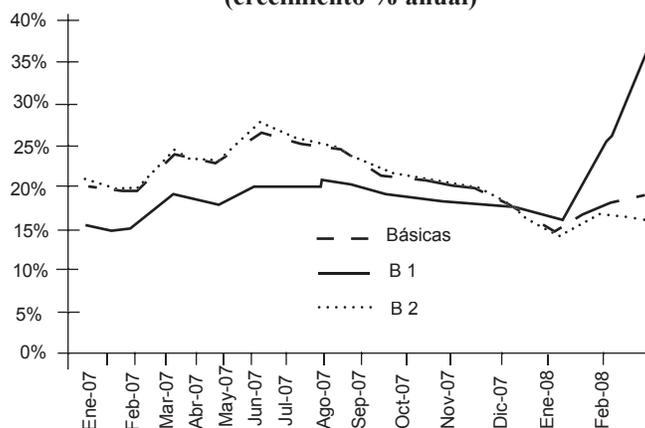


Fuente: CONSAR.

En términos anuales, los activos de las Siefores básicas mostraron un crecimiento promedio de 21%; mientras que la Básica 1, vió crecer sus activos a un ritmo de 20% promedio

anual y los de Básica 2, lo hicieron en 21%. En los tres casos fue a partir de mayo de 2007, cuando empezaron a mostrar menores tasas de crecimiento.

**Gráfica 6**  
**Activos netos Siefores básicas 2007**  
**(crecimiento % anual)**

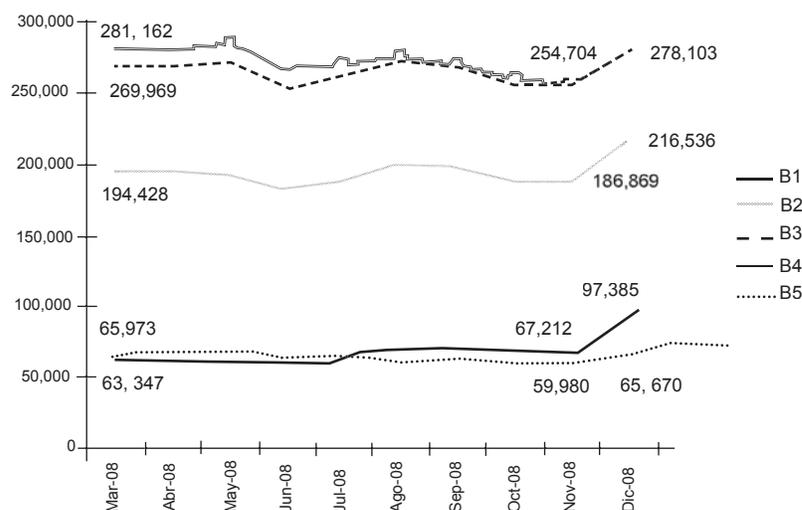


Fuente: CONSAR.

El deterioro de las rentabilidades producidas por las Siefores se agudizó en 2008, se aprecia mejor en el valor de sus activos. A partir de marzo, salvo en el caso de las Básicas 1, todas las demás registraron reducciones en el valor de sus activos. De esta manera, los activos de las Básicas 2 pasaron de 194 mil millones de pesos a 187

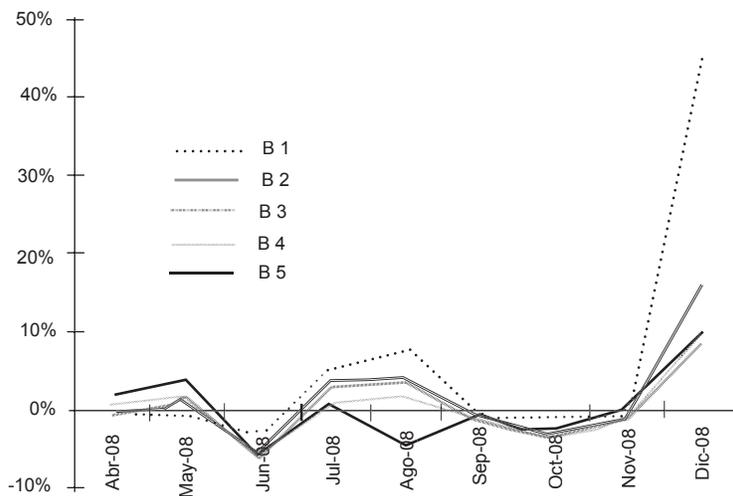
mil millones (-4%); las Básicas 3 transitaron de 270 mil millones a 256 mil millones (-5%); las Básicas 4, de 282 mil millones a 255 mil millones (-9%); finalmente, las Básicas 5 pasaron de 66 mil millones a 60 mil millones (-9%) en noviembre de 2008. Sólo en diciembre de ese mismo año mostraron una importante recuperación.

**Gráfica 7**  
**Activos netos Siefores básicas, 2008**  
**(Cifras en millones de pesos)**



Fuente: CONSAR.

**Gráfica 8**  
**Activos netos Siefores básicas, 2008**  
**(Crecimiento % anual)**

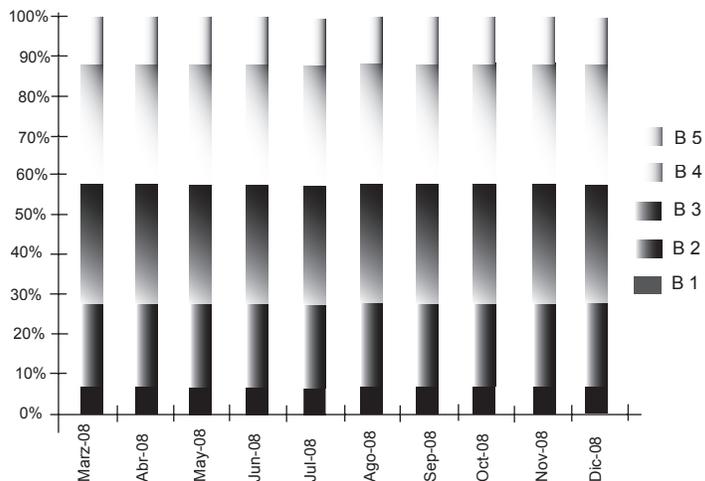


Fuente: CONSAR.

Con respecto al total de los activos netos colocados en las Siefores, entre marzo y noviembre de 2008, las Básicas 3 y 4 son las que representan mayor parte al ubicarse en

31 y 32%, respectivamente, seguidas de las Básicas 2 que muestran 22% y, por último las Básicas 1 y 5 que mostraron un promedio de 8 y 7%.

**Gráfica 9**  
**Activos netos por Siefore (%)**



Fuente: CONSAR.

Muchos funcionarios de las Afores y la propia CONSAR califican a las rentabilidades negativas y a la contracción de los activos netos como *minusvalías*, insisten en no reconocerlas como pérdidas, sino como *reducciones coyunturales en el valor de los activos financieros en los que se invierten*. Además, señalan que los ahorros colocados en estos intermediarios deben verse en un contexto de largo plazo, de manera que las minusvalías desaparecerán para convertirse nuevamente en rentabilidades positivas. Insisten en señalar que, mientras que no se vendan los instrumentos, éstas no serán pérdidas. En este sentido, debe señalarse que la normatividad emitida por la CONSAR<sup>2</sup> define formalmente la minusvalía como el *punto en que el precio de*

*la acción sea menor al precio del día previo o al que se adquirió dicho título*.

No obstante, lo cierto es que, independientemente del término que se emplee para describir a la disminución de los activos de las Siefores, éstas se reflejarán, en el mejor de los casos, en menor rentabilidad (incluso en pérdidas) para los inversionistas, en este caso, los trabajadores. Baste un ejemplo para justificar esto. Supóngase que un inversionista coloca mil pesos en una inversión que espera, le genera una rentabilidad anual de 8% (por ejemplo, una acción que le pague dividendos por dicho monto), con expectativas para reinvertir durante los siguientes 10 años, lo que le permitiría contar al final con un monto de 2 mil 159 pesos. Los flujos de efectivo de dicha inversión serían los siguientes:

Tabla 1

Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Tasa			8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Capital	\$1,000	\$1,080	\$1,166	\$1,260	\$1,360	\$1,469	\$1,587	\$1,714	\$1,851	\$1,999	\$2,159

Ahora, imaginemos que en el quinto año, por situaciones de mercado, su rentabilidad cae en 8%; es decir, registra una “minusvalía” en sus activos. Efectivamente, no será una pérdida mientras no venda la acción, pero ello le produce una reducción en el valor del activo sobre el que

se producen los dividendos por lo que, aunque el resto del periodo de tiempo continúe con la tasa de rentabilidad esperada, el monto final que recibirá se afectará y sólo será de mil 839 pesos. Los flujos de efectivo serían los siguientes:

Tabla 2

Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Tasa			8%	8%	8%	-8%	8%	8%	8%	8%	8%
Capital	\$1,000	\$1,080	\$1,166	\$1,260	\$1,360	\$1,252	\$1,352	\$1,460	\$1,577	\$1,703	\$1,839

Resulta evidente que, lo que se considera como una reducción coyuntural del valor del activo, en el mediano y largo plazo, sí se refleja en la rentabilidad final del inversionista. En este caso, para que al final del periodo

el inversionista pueda tener un monto similar al estimado inicialmente, es necesario que del sexto al décimo año, la rentabilidad sea de 11.5%, que representa alta incertidumbre.

Tabla 3

Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Tasa			8%	8%	8%	-8%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Capital	\$1,000	\$1,080	\$1,166	\$1,260	\$1,360	\$1,252	\$1,396	\$1,556	\$1,735	\$1,935	\$2,157

Cualquiera que sea la denominación para describir la reducción de los activos invertidos en las Siefores, se reflejará en los recursos que el inversionista (trabajador) recibirá en el mediano plazo o largo plazo.

Ahora bien, lo importante es determinar las causas que provocan dicha reducción de los activos de las Siefores para establecer estrategias que permitan minimizar

las pérdidas o minusvalías o, de ser posible, eliminarlas en lo sucesivo. En términos generales, debe señalarse que son tres las principales causas de dicha situación, que en orden de menor a mayor importancia, son:

<sup>2</sup> Circular 15-19 de julio de 2007.

1. El deterioro de la situación económica a escala nacional e internacional
2. Ineficiencia en la administración de los portafolios
3. Las altas y crecientes comisiones

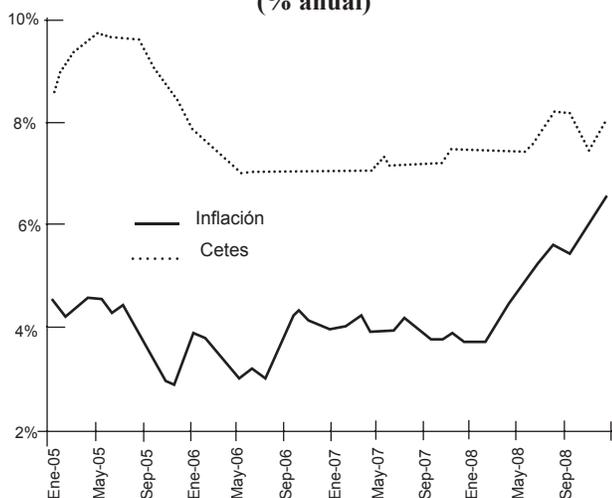
La primera de ellas es la más evidente y sencilla de entender. No obstante, la segunda y tercera son en las que deben concentrarse la atención, por su importancia y toda vez que podrían ser objeto de discusión.

**1. El deterioro de la situación económica a escala nacional e internacional**

El periodo de 2007 a 2008 se caracterizó por el desgaste de las variables económicas a escala nacional e internacional, con daños al escenario financiero y la rentabilidad que producían las inversiones.

En primer lugar y en el ámbito nacional, la inflación, mantenida en grados promedio de 3.86% entre 2005 y el primer bimestre de 2008 y tras haber transitado por estándares mínimos de 2.91% en noviembre de 2005, a finales del primer trimestre, inició una escalada que aumentó progresivamente hasta cerrar el año en parámetros de 6.53%, el grado más alto desde junio de 2001, cuando se ubicó en 6.57%, provocó que las tasas de interés registraran ajustes alcistas, de manera que los Certificados de la Tesorería (Cetes) a 28 días, que durante la segunda mitad de 2006 y 2007 se mantuvieron en promedios muy cercanos a 7.0% superaron 8.0% a finales de 2008.

**Gráfica 10  
Inflación y Cetes 2005-2008  
(% anual)**

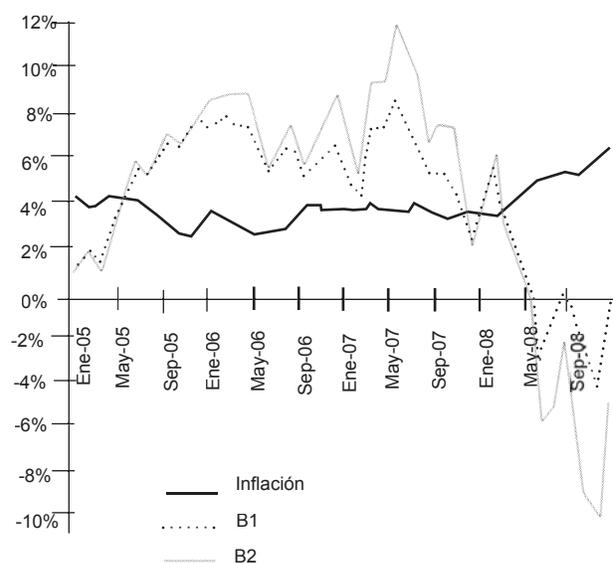


Fuente: CONSAR y Banco de México.

Como en toda inversión, el impacto de la inflación sobre las rentabilidades reales fue aún mayor. En marzo de 2008, cuando iniciaron las presiones inflacionarias, inició, también la caída drástica de la rentabilidad real y en la medida que ascendía, caía progresivamente. En la gráfica 10 se aprecia como la brecha entre inflación y las tasas de los Cetes (tasa real) se reduce progresivamente dado que la primera ascendía más rápido que la segunda.

El caso de las Siefores no fue la excepción y se estableció una relación marcadamente inversa entre la rentabilidad que producían y la inflación, en particular, a partir de finales del primer trimestre de 2008.

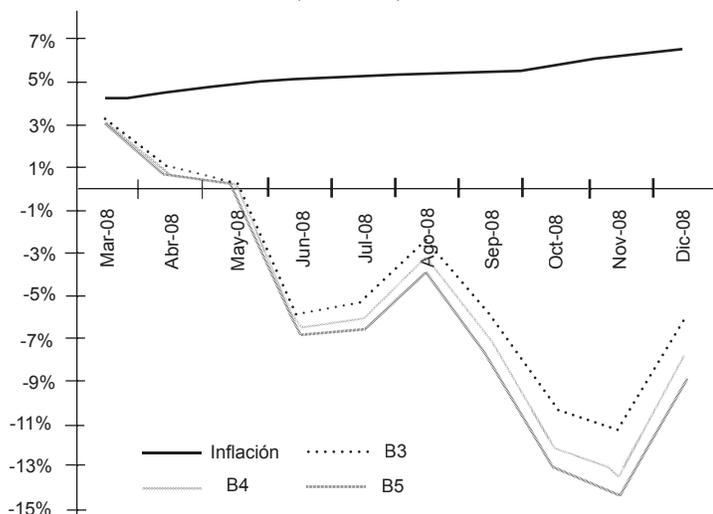
**Gráfica 11  
Inflación y rentabilidad real, 2005-2008  
(% anual)**



Fuente: CONSAR y Banco de México.

No obstante, es notable el mayor impacto en las Siefores Básicas 3, 4 y 5; mientras la 1 y 2 concluyeron el año con rentabilidades reales de -0.10% y -4.64%, la 3 producían -6.10%, la 4 -7.81% y la 5 -8.98%.

**Gráfica 12**  
**Inflación y rentabilidad real, 2008**  
**(% anual)**



Fuente: CONSAR y Banco de México.

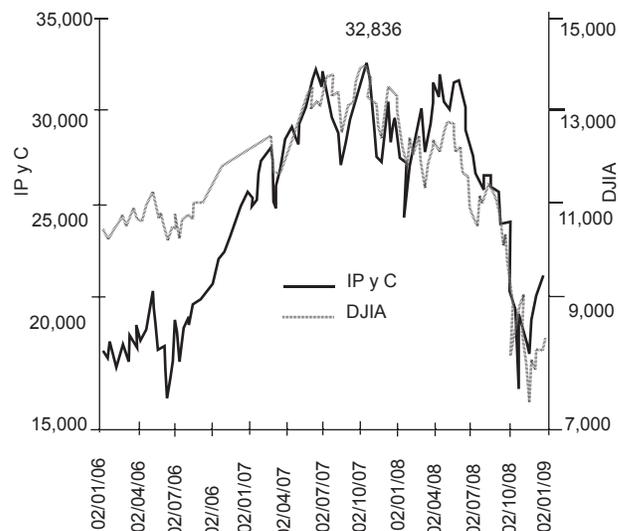
El repunte de la inflación y su impacto en las tasas de interés tuvieron un impacto adicional. Al aumentar las tasas de interés, los precios de los activos financieros, entre ellos los bonos y las acciones, registraron contracciones en sus precios, de modo que los inversionistas que poseían activos de esta naturaleza, en particular los emitidos a largo plazo, experimentaron importantes reducciones en su patrimonio. Entre los inversionistas institucionales que incorporan activos de esta naturaleza a sus portafolios se encuentran las aseguradoras y fondos de pensiones, en México se refieren a las Siefores.

No obstante, el aumento en la inflación no justifica plenamente las graves pérdidas registradas por las Siefores, puesto que la contracción de la rentabilidad real inició desde el segundo semestre de 2007 (gráfica 11) y se acentuó en las destinadas a inversionistas jóvenes (gráfica 12).

Un segundo factor de enorme importancia que afectó la rentabilidad de las Siefores fue el deterioro de la economía norteamericana y su impacto en la economía mundial y los mercados internacionales. En el segundo semestre de 2006, los mercados bursátiles iniciaron un fuerte proceso alcista que alcanzó estándares máximos históricos de 14 mil 165 puntos, en el caso del Índice Industrial Dow Jones (DJIA), de mil 565 puntos al Standard and Poor's 500, ambos indicadores de la Bolsa de Valores Nueva York y de 32 mil 836 puntos al Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC) de la Bolsa Mexicana de Valores, pero ante la recesión norteamericana, se revirtió en la segunda mitad de 2008,

cuando los mercados registraron rápidas y fuertes caídas que les llevaron a, en el mejor de los casos, volver a los parámetros de mediados de 2006, como en el caso de México, e incluso, en la situación de los mercados norteamericanos, a los del primer trimestre de 2003, momentos previos a la guerra de Irak.

**Gráfica 13**  
**Índices bursátiles México y Estados Unidos**



Fuente: Banxico y Yahoo.

Consecuencia de ello, de acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), entre diciembre de 2007 y octubre de 2008 los fondos de pensiones de los países miembro registraron reducciones en sus activos totales por 5 billones de dólares (18.9%), equivalentes a 4.5 veces el Producto Interno Bruto (PIB) de México.

Entre los países cuyos fondos de pensiones registraron mayores pérdidas, se encuentra Estados Unidos, representó 3.3 billones de dólares o 21.5% de sus activos. Por su parte, Irlanda y Canadá vieron mermados los activos de sus fondos de pensiones en 30 y 21%, respectivamente. Otras naciones que vieron severamente afectados sus fondos de pensiones fueron Japón, Reino Unido y Suiza; mientras que México sólo lo hizo en 5% y con un reducido número registró resultados positivos, entre los que destacaron República Checa, Turquía y Corea.

## 2. Ineficiencia en la administración de los portafolios

Con el objeto de generar mayor rentabilidad a los recursos de los inversionistas y delimitar el margen de maniobra de las Afores en su labor de administrar los fondos, la CONSAR, con apoyo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y el Banco de México (Banxico), establece los regímenes de inversión de las Siefores; es decir, instituye los criterios para estructurar sus portafolios e indica los montos máximos que pueden invertir por cada tipo de instrumento, con el propósito de reducir los riesgos a que se exponen los recursos invertidos. Entre estos instrumentos se encuentran los de deuda y renta variable, emitidos por gobiernos y empresas mexicanas, y por gobiernos y empresas extranjeras, que pueden incorporarse en las siguientes proporciones:

**Tabla 4**  
**Siefores: activos objeto de inversión**

Activo	Básica 1	Básica 2	Básica 3	Básica 4	Básica 5
Deuda gobierno federal y Banxico	100%	100%	100%	100%	100%
Otra deuda (corto, mediano y largo plazo) con grado de inversión	20%	20%	20%	20%	20%
	50%	50%	50%	50%	50%
	100%	100%	100%	100%	100%
Deuda extranjera (corto, mediano y largo plazo) con grado de inversión	20%	20%	20%	20%	20%
Instrumentos bursatilizados con grado de inversión	10%	15%	20%	30%	40%
Estructurados con grado de inversión		5%	10%	10%	10%
Notas con exposición a los principales índices bursátiles		15%	20%	25%	30%
Componentes de renta variable no estructurados en notas		15%	20%	25%	30%
Departamento de dinero a la vista en bancos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Operaciones autorizadas para garantizar derivados	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Al respecto cabe destacar lo siguiente:

- En todos los casos es posible mantener 100% de los recursos invertidos en instrumentos emitidos por el gobierno federal (libres de riesgo).
- Entre los instrumentos considerados como *otra deuda* se incluye la que emitieron las entidades del gobierno federal, gobiernos estatales y municipales, así como de empresas e instituciones financieras nacionales. Los montos máximos dependen de que se cumpla con la calidad crediticia especificada.

- Los activos de deuda extranjeros deben garantizar un rendimiento real mínimo positivo y no exceder 30% del total de activos netos. Además, deben emitirse por gobiernos, bancos centrales y agencias gubernamentales de países y organismos multilaterales muy específicos.

- Las *notas* son instrumentos de deuda extranjeros donde el principal se encuentra protegido y que, además, está ligado a los índices bursátiles de las bolsas de valores de los países miembros de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), tales como Estados Unidos, Canadá, Japón, Reino Unido, Unión Europea y México.

Al determinar activos y montos máximos en que pueden invertir, las Siefiores elegirán el régimen de inversión que adoptarán. Es decir, en función de las expectativas económicas y financieras; nacionales e internacionales, un comité de inversiones, apoyado por un comité de riesgos, elegirá los activos y proporciones que de cada uno incluirá en su portafolio.

Si se considera lo anterior, se debe realizar un análisis acerca del desempeño de los portafolios de las Siefiores a lo largo de los últimos meses, de lo que se puede observar lo siguiente:

- Entre 2007 y 2008, las Siefiores Básica 1 integraron su portafolio con un promedio de 74% de bonos gubernamentales (mínimo de 72% a principios del periodo y máximo de 76% en noviembre de 2008).

- En el mismo lapso que las anteriores, las Siefiores Básicas 2 mantuvieron un promedio de 68.5% en bonos gubernamentales (mínimos de 64% en junio de 2008 y máximos de 73% en diciembre de 2006); mientras que los instrumentos de renta variable nacional e internacional

representan un promedio de 10% del portafolio (mínimo 8% en febrero de 2008 y máximo 12% en mayo y junio de 2008).

- De marzo a diciembre de 2008, las Básicas 3 mantienen un promedio de 64% de sus activos en bonos gubernamentales (mínimo 62% en junio y julio y máximo 66% en marzo, octubre y noviembre); mientras que en promedio 14% de sus activos lo invierten en instrumentos de renta variable (mínimo 12% en marzo, octubre y noviembre y máximo 16% en mayo y junio).

- Las Básicas 4 mantienen, en promedio, 60% de sus activos en bonos gubernamentales (mínimo 58% de junio a agosto y máximo 63% en noviembre); mientras que un promedio de 17% lo constituyen instrumentos de renta variable (máximo 19% entre abril y agosto).

- Finalmente, en promedio, 58% del portafolio de las Básicas 5 está integrado por instrumentos gubernamentales (mínimo 55% entre junio y agosto); en tanto que la renta variable promedia 19% y supera 20% entre abril y agosto.

Estas cifras se pueden resumir en la siguiente tabla:

**Tabla 5**  
**Portafolio Siefiores básicas (%) 4**

Siefiore	D. Gubernamental			D. Privada			D. Inter.			Renta variable		
	Prom.	Max.	Min.	Prom.	Max.	Min.	Prom.	Max.	Min.	Prom.	Max.	Min.
Básica 1	75	83	72	18	20	13	7	9	5			
Básica 2	69	73	64	16	18	15	5	7	4	9	12	8
Básica 3	64	67	62	16	17	16	6	7	5	14	16	11
Básica 4	61	65	58	17	18	16	6	7	6	17	19	13
Básica 5	58	65	54	17	19	16	6	7	6	19	23	12

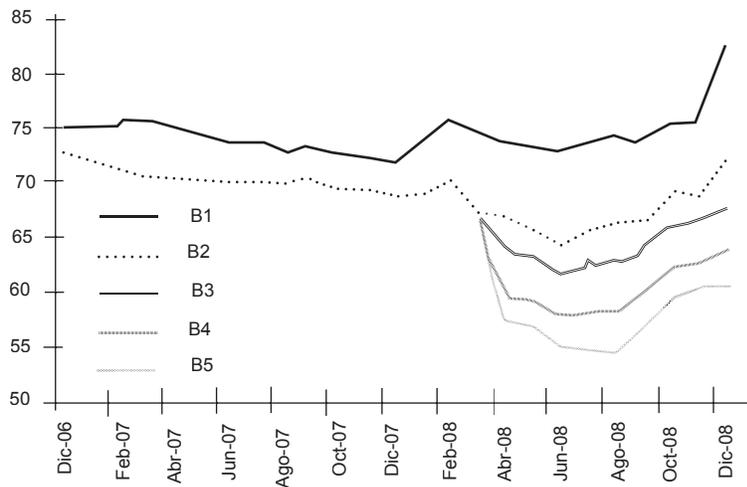
Fuente: CONSAR.

Nota. Para las Siefiores B1 y B2 se refiere a cifras de 2007 y 2008. Para el resto son cifras de marzo a diciembre de 2008.

Los instrumentos gubernamentales cobraron menor importancia dentro de los portafolios de las Siefiores, al igual que los demás instrumentos de deuda, y le cedieron a los de renta variable en la medida que se dirigen a los inversionistas (trabajadores) jóvenes. Es decir, a partir de

febrero de 2008, todas las Siefiores redujeron la participación de instrumentos de deuda en sus portafolios. Ello fue evidente hasta julio-agosto, momento en el que las emisiones gubernamentales registraron menor participación.

**Gráfica 14**  
**Siefores: deuda gubernamental (%)**

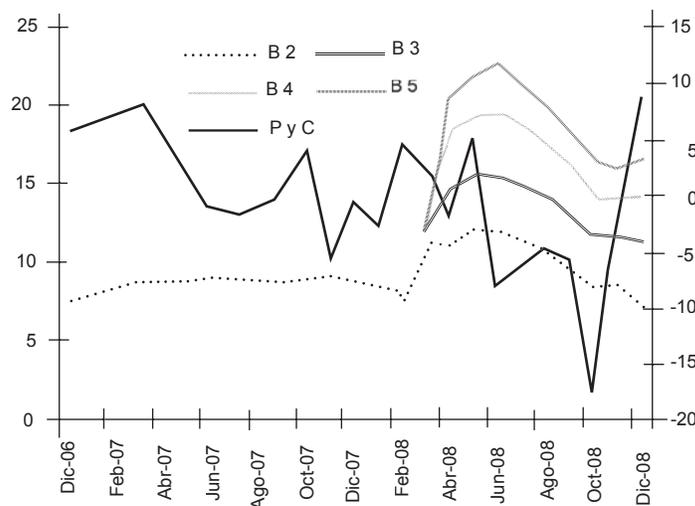


Fuente: CONSAR.

A cambio, los administradores de los portafolios de las Siefores incrementaron sus inversiones en activos de renta variable, al tratar de obtener mayor rentabilidad a pesar de asumir mayores riesgos. Se acentuó a partir de febrero, especialmente en el caso de las Siefores Básicas

3 a 5, que desde su nacimiento adoptaron estrategias agresivas que las llevaron a aumentar rápida y progresivamente sus activos en renta variable a pesar de que las caídas de los mercados bursátiles se empezaban a acelerar y generalizar.

**Gráfica 15**  
**Siefores: renta variable-IPYC (%)**



Fuente: CONSAR y Banco de México.

Más aún, en este sentido, la pérdida de fondos de pensiones en los países miembro de la OCDE, tal organización señaló que el impacto de la crisis global es mayor en los fondos de pensiones que la renta variable, representan más de un tercio del total de los activos; por ejemplo, el caso de Irlanda donde los fondos de pensiones incorporaron hasta 66% del total de los portafolios.

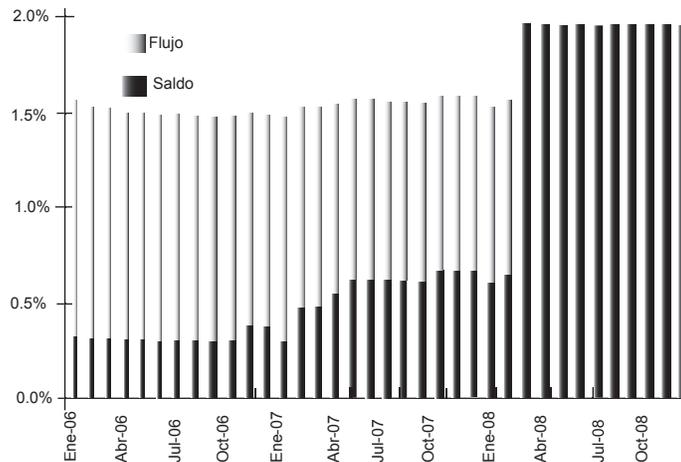
### 3. Las altas y crecientes comisiones

Hasta febrero de 2008, a cambio de *invertir los recursos de los trabajadores de manera oportuna, profesional y con la finalidad de otorgar un mejor rendimiento*, las Afores tenían el derecho de cobrar diferentes comisiones, las más importantes son:

- Sobre saldo
- Sobre flujo, como % del Salario Base de Cotización o SBC
- Sobre flujo, como % del monto de la aportación

Las dos primeras eran aquellas a las que recurrían, principalmente, las administradoras hasta febrero de 2008 y que en conjunto representaban entre 1.5% y 1.6%. A pesar de ello, desde finales de 2006 empezaron a reducir las comisiones por flujo y aumentar las comisiones sobre saldo (como si supieran lo que ocurriría posteriormente), de manera que a partir de marzo de 2008, momento en que el Congreso de la Unión dispuso que sólo podían cobrar comisiones por la segunda razón, ésta aumentó hasta representar un promedio de 1.94%. Es decir, si bien el congreso buscó reducir las comisiones, limitando el número de ellas, en realidad estas aumentaron en su cuantía.

**Gráfica 16**  
**Siefores: comisiones, 2006-2008**



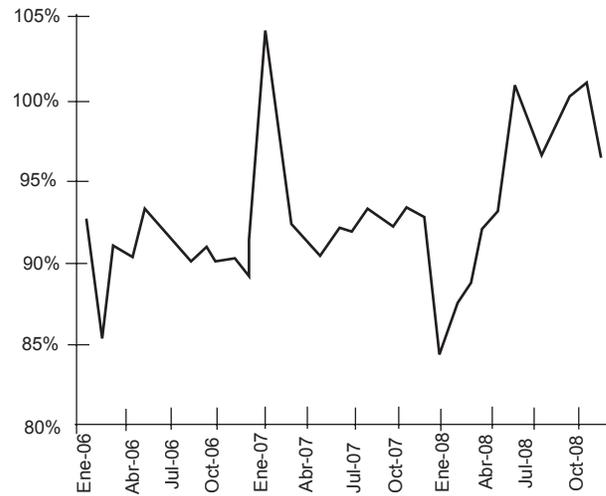
Fuente: CONSAR.

A pesar de que las Afores son limitadas en el cobro de comisiones sus ingresos aumentaron por este concepto, como proporción de sus entradas totales, es natural por ser su principal fuente de ingresos, dado su objeto social. Pero de representar un promedio de 92% entre 2006 y febrero de 2008, pasaron a significar un

promedio de 97% de los ingresos totales, superando el 100% en ciertos momentos.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Recuérdese que de los ingresos se deducen los gastos para estimar sus márgenes de operación.

**Gráfica 17**  
**Afores: comisiones/ingresos totales, 2006-2008**

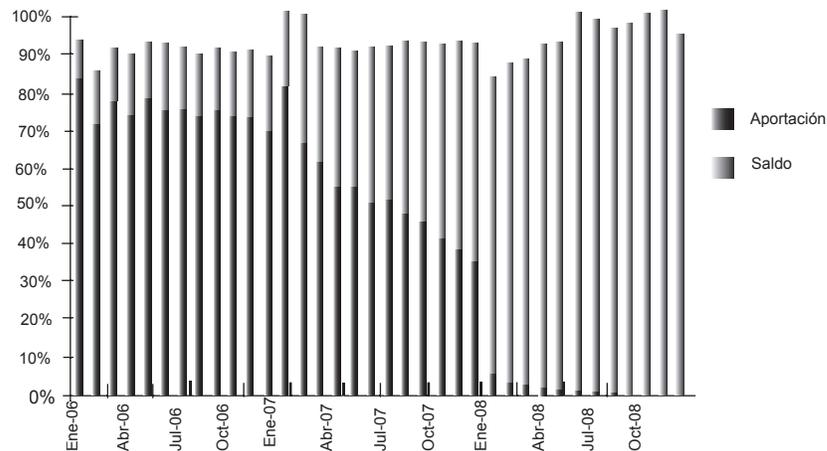


Fuente: CONSAR.

Hasta mediados de 2007, las comisiones sobre flujo representaron la principal fuente de ingresos de las Afores, pero a partir de la segunda mitad de 2007, las comisiones

sobre saldo pasaron a serlo, de modo que desde marzo de 2008 superaron 86% y ahora representan hasta 100% de los ingresos.

**Gráfica 18**  
**Comisiones: proporción del total**  
**2006-2008**

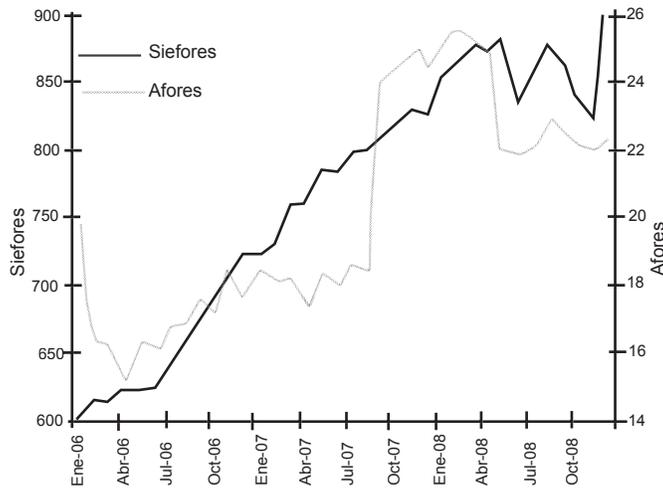


Fuente: CONSAR.

Evidentemente, tal situación se refleja y contrasta en los activos de las Siefores y Afores. Así, los activos netos de las Afores, que durante la primera mitad de 2007 se ubicaban en alrededor de 18 mil millones de pesos; para el segundo

semestre superaron los 24 mil millones; es decir, registraron un aumento de alrededor de 30%. Por su parte, las Siefores sólo aumentaron sus activos en 20%, al pasar de 725 mil millones a 880 mil millones de pesos, en el mismo periodo.

**Gráfica 19**  
**Activos netos Afores y Siefores**  
**2006-2008**

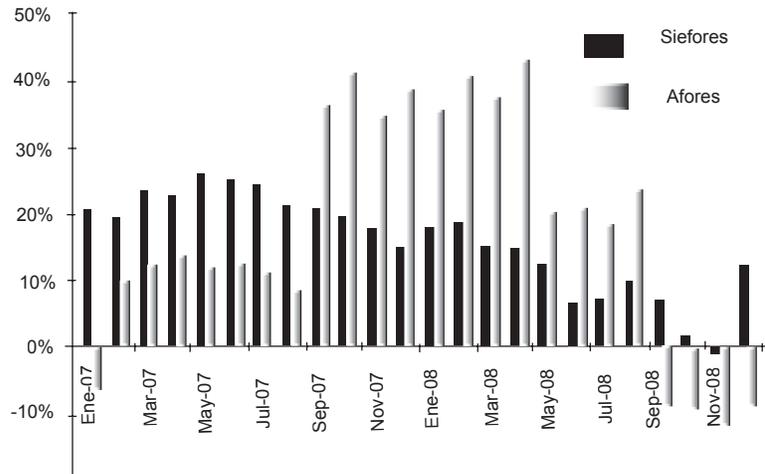


Fuente: CONSAR.

En términos anuales, las tasas de crecimiento de los activos netos de las Afores fueron mayores que los de las Siefores, coincidieron con el aumento de las comisiones. Entre 2007 y 2008, los activos de las Afores registraron un crecimiento promedio anual de 19%, en tanto que los

de las Siefores lo hicieron en 16%. Debe observarse la tendencia decreciente en el crecimiento, en el caso de las Siefores desde mayo de 2007; en contraste con el fuerte crecimiento de los activos de las Afores entre septiembre de 2007 y el de 2008.

**Gráfica 20**  
**Activos netos Afores y Siefores**  
**(Crecimiento % anual)**

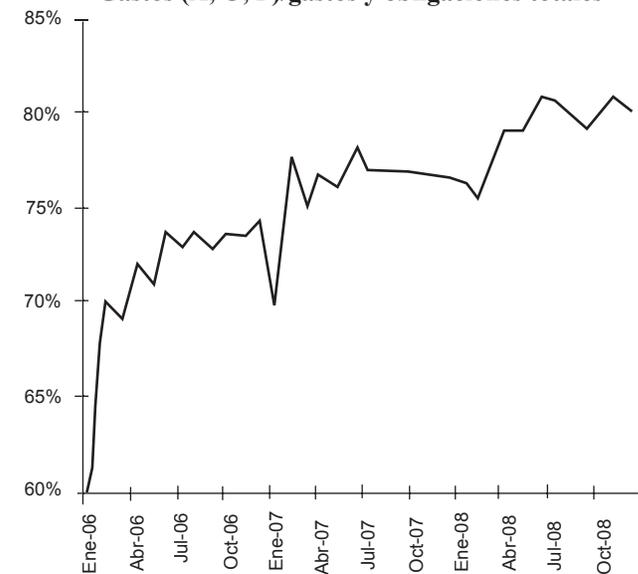


Fuente: CONSAR.

A pesar de ello, entre febrero y mayo de 2008, los activos netos de las Afores registraron disminuciones importantes en sus activos (14%) hasta los 22 mil millones de pesos, considerablemente menor a la experimentada por las Siefores (6%), se refleja en sus tasas de crecimiento anual negativas del último cuatrimestre de 2008.

Este comportamiento obedece, en gran medida, a los crecientes gastos de las Afores. En particular, los que se refieren a la administración (A), operación (O) y promoción (P) pasaron de representar 60% en enero de 2006 a estándares superiores a 80%, en el segundo semestre de 2008.

**Gráfica 21**  
**Gastos (A, O, P)/gastos y obligaciones totales**

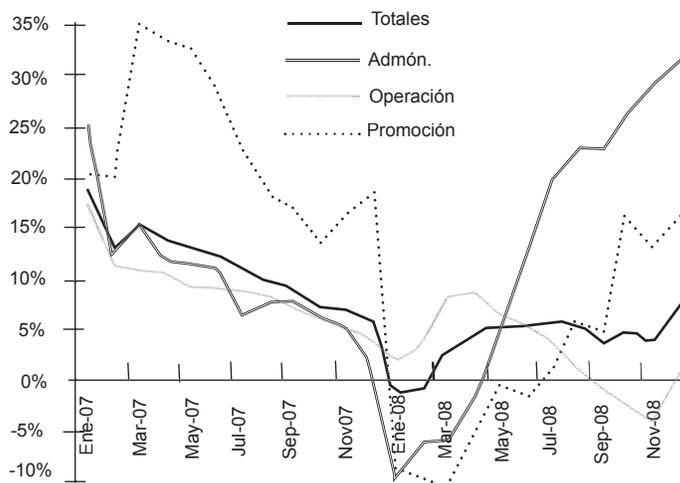


Fuente: CONSAR.

En particular, mientras que el conjunto de los gastos registraron una tasa de crecimiento anual de 8%, en promedio, los gastos de promoción y administración registran tasas de crecimiento de 12 y 10% promedio

anual, respectivamente; mientras que los relacionados con la operación lo hicieron en 6%. Destaca, la rápida evolución de los gastos de administración, que a finales de 2008 alcanzaron un crecimiento de 30% y los de promoción en 15%.

**Gráfica 22**  
**Gastos Afores (Crecimiento % anual)**



Fuente: CONSAR.

## Reflexiones sobre el desempeño de las Siefores

Al analizar las cifras sobre la rentabilidad de las Siefores, la estructura de sus portafolios y las comisiones que aplican las Afores, es fácil identificar que son tres aspectos fundamentales los que han contribuido sobremanera en el deterioro de los recursos invertidos en el sistema de pensiones mexicano:

1. El deterioro de las condiciones económicas nacionales e internacionales, en particular la inflación, en México y la caída de los mercados bursátiles, a escala internacional
2. La ineficiencia en la administración de los portafolios
3. Las altas y crecimientos comisiones

En el primero, *las condiciones económicas nacionales e internacionales*, un argumento de los administradores podría ser que una situación como la que experimentan los mercados bursátiles desde la segunda mitad de 2007, era impredecible.<sup>4</sup> Lo cierto es que, si bien es imposible predecir con exactitud sucesos como estos, una rápida revisión a la prensa financiera internacional<sup>5</sup> permite ver que ya existían advertencias sobre la posibilidad de una recesión o deterioro de la economía norteamericana, por parte de varios economistas influyentes, con el consecuente impacto en la economía mundial y los mercados bursátiles. En particular, se pueden mencionar los siguientes:

- En marzo de 2007, el *Financial Times* indicaba que Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, advertía que existía un tercio de probabilidades de que la economía norteamericana entrara en recesión ese mismo año.
- Días después, el mismo *Financial Times* indicaba que el dato de desempleo en Estados Unidos (4.5%) dejaba ver la posibilidad de una parálisis económica.
- En febrero de 2008, la *CNN* informó que Greenspan estimaba que la probabilidad de una recesión había aumentado a 50%.
- En el mismo mes, el portal *RussiaNews.net* informó que Greenspan apuntaba que la economía norteamericana se había estancado.
- En marzo de 2008, el canal *France 24* informó que Greenspan advertía que la recesión podría ser la peor desde la Segunda Guerra Mundial.
- Para julio, la cadena norteamericana *CNBC* informó que Greenspan advertía que la recesión era inevitable.
- En septiembre, según *CNN*, Greenspan señaló que estaba por producirse una crisis de las que sólo se producen una en un siglo.

Si bien el aumento de la inflación y, con ella, de las tasas de interés en el ámbito doméstico tuvo un impacto negativo sobre los activos de las Siefores, el que mayor perjuicio provocó fue el desplome de los mercados bursátiles, como bien lo señalara la OCDE; es decir, si bien la inflación fue un factor que afectó la rentabilidad real de los fondos, esta fue una situación característica de México, toda vez que a escala internacional los principales bancos centrales redujeron las tasas de interés (favorecidos por tasas bajas de inflación) para estimular sus economías, lo que llevó a la Reserva Federal, por ejemplo, a reducir las tasas al grado más bajo de la historia (entre 0.0% y 0.25%).

Ahora bien, esto lleva al segundo punto de análisis, *la ineficiencia en la administración de los portafolios*.

Para analizar los portafolios de las Siefores, debe considerarse un aspecto muy importante que puede incidir positiva o negativamente en su rentabilidad. La deuda del gobierno federal y los instrumentos de renta variable son dos extremos de una inversión, por lo que a rentabilidad y riesgo se refiere. La primera representa un riesgo casi nulo, que se ve recompensado con una tasa de rentabilidad reducida y apenas positiva, en términos reales; en tanto que los segundos representan un riesgo considerablemente alto, que se refleja en mayores tasas de rentabilidad en el mediano y largo plazo. Por lo tanto, la función de un administrador de fondos que puede incluir ambos activos en sus portafolios, es tratar de identificar los momentos en los que las expectativas económicas y financieras sean favorables e incluir activos de renta variable y reducir los de deuda en el portafolio. En sentido opuesto, cuando las expectativas no son positivas, se debe dar prioridad a los instrumentos de deuda para reducir las pérdidas potenciales que genere la renta variable.

Supóngase que un administrador de fondos debe elegir entre invertir en activos de deuda gubernamental que ofrecen una rentabilidad (prácticamente libre de riesgo) de 8.0% o esperar a que el índice de la Bolsa de Valores crezca 22%.<sup>6</sup> Como restricción, lo más que puede invertir en la segunda opción es 25% del total de los recursos del portafolio. De esta forma, si su expectativa es que la Bolsa de Valores crezca, agotará 25% de los recursos que puede canalizar a ésta, lo que le generará una rentabilidad de portafolio de 11.5%.<sup>7</sup> Si, además, se considera una

<sup>4</sup>Considérese que el propio Secretario de Hacienda reconoció, a principios de 2009, que nunca se previó que la situación de los mercados financieros y la economía estadounidense se deterioraran en la magnitud que lo hicieron.

<sup>5</sup>En el ámbito nacional se puede consultar, como ejemplo, *El Economista* del 28 de febrero y *El Financiero* del 7 de marzo, en ambos casos de 2007.

<sup>6</sup>Como ocurrió en promedio entre 2000 y 2007 con el IPyC de la Bolsa Mexicana de Valores.

<sup>7</sup>Se calcula como una tasa promedio ponderada:  $(75\% * 8.0\%) + (25\% * 22\%) = 11.5\%$ .

inflación de, por ejemplo, 6.5%, la rentabilidad real para el inversionista sería de 4.7% (portafolio A de la tabla 3).

Pero si las expectativas no se cumplen y la Bolsa de Valores desciende 49%, por ejemplo, por el deterioro de las condiciones económicas y financieras,<sup>8</sup> la rentabilidad se convertiría en una pérdida o minusvalía de 6.3%. Si, además, se considera el efecto de la inflación de 6.5%, la rentabilidad real se habrá transformado en una contracción de 12.0% (portafolio B de la tabla 3).

Así, si la expectativa es que los mercados bursátiles se contraerán, la estrategia debiera consistir en reducir la participación de estos activos en el portafolio, dando prioridad a los activos de menor riesgo lo que, si bien reduce la rentabilidad esperada del portafolio (8.0%), permite minimizar las pérdidas potenciales. Aún con el efecto negativo de la inflación, si el portafolio se integra únicamente con deuda gubernamental, la rentabilidad real del portafolio sería de 1.4% (portafolio C de la tabla 3).

**Tabla 3**  
**Portafolios hipotéticos (%)**

Portafolio	Deuda		Renta variable		Renta portafolio	
	Proporción	Rentabilidad	Proporción	Rentabilidad	Nominal	Real
A	75%	8%	25%	22%	11.5%	4.7%
B	75%	8%	25%	-49%	-6.3%	-12.0%
C	100%	8%	0%	-49%	8.0%	1.4%

El análisis de estos portafolios hipotéticos permite mostrar la importancia de la oportuna reestructuración de un portafolio. Esto es, el administrador de fondos debe tener presentes las expectativas económicas y financieras que afectan a los mercados y activos en los que invierte los recursos bajo su custodia, de manera que pueda realizar las correcciones necesarias para eliminar las pérdidas o, al menos, minimizarlas de manera oportuna.

Las cifras demuestran que los administradores incrementaron las inversiones en instrumentos de renta variable, asumiendo mayores riesgos, a costa de sacrificar la mayor certidumbre que producen las inversiones en instrumentos de deuda emitidos por el gobierno federal en un momento en el que prevalecía alta incertidumbre sobre los mercados bursátiles. Ello tenía sentido hasta los primeros meses de 2007, pero a partir de la contracción que iniciaron los mercados en el segundo semestre del mismo año, se tuvo que dar prioridad a los instrumentos de deuda, que permiten reducir riesgos, aún a pesar de sacrificar rentabilidad.

Una importante evidencia de lo anterior es que al mes de noviembre de 2008, momento en que se acentuaron las pérdidas en las Siefores, al comparar entre Siefores, las que mayor rentabilidad (o menores pérdidas) registraron fueron

las que poseían mayor participación de instrumentos de deuda gubernamental; mientras que las que registraron menor rentabilidad (o mayores pérdidas) fueron las que se encontraban entre las que poseían mayor proporción de activos de renta variable. Por ejemplo, en la tabla 4 se muestra que la Siefore Básica 1 que mayor rentabilidad real produjo, incluía en su portafolio 87% de bonos gubernamentales y no contemplaba renta variable; mientras que la que mayor pérdida registró, si bien no poseía renta variable, sólo 68% lo representaban los bonos gubernamentales. En el otro extremo, entre las Siefores Básicas 5, la que menor pérdida experimentó poseía 69% de bonos gubernamentales y 19% de renta variable; en tanto que la de mayores pérdidas registraron solamente 36% de los primeros y 27% de los segundos.<sup>9</sup> Nótese que el comportamiento es el mismo en las demás Siefores.

**Tabla 4**  
**Portafolios siefores seleccionadas<sup>10</sup>**  
**(% en noviembre 2008)**

Sifore	Rentabilidad					
	Mayor			Menor		
	%	Gub.	RV.	%	Gub.	RV.
<b>Básica 1</b>	1.90	87	0	-9.87	68	0
<b>Básica 2</b>	-0.51	80	10	-15.9	58	15
<b>Básica 3</b>	-1.20	76	13	-19.41	57	19
<b>Básica 4</b>	-2.82	73	16	-21.31	49	24
<b>Básica 5</b>	-3.55	69	19	-25.11	36	27

Fuente: CONSAR.

<sup>8</sup> Como lo hizo entre octubre de 2007 y octubre de 2008.

<sup>9</sup> Un aspecto importante por considerar es que, de las Siefores Básica 1 a la 5, las que menos pérdidas registraron eran administradas por la misma Afore, en tanto que de las de mayores pérdidas sufrieron, cuatro de ellas eran administradas por la misma Afore.

<sup>10</sup> Intencionalmente se omitieron los nombres de las Siefores.

En otras palabras, a pesar de que existían advertencias sobre la recesión, misma que provocaría fuertes caídas en los mercados bursátiles<sup>11</sup> y con el grandes pérdidas a los portafolios que incluyeran activos de esta naturaleza, los administradores de las Siefos no sólo no reestructuraron los portafolios, sino que aumentaron las inversiones en estos activos. Esta es la razón por la que los portafolios de las Siefos Básicas 1 fueron las que menos pérdidas registraron, pues están limitadas a invertir únicamente en instrumentos de deuda, estrategia que debieron adoptar los administradores de las demás Siefos, en particular en instrumentos de deuda de corto plazo emitida por el gobierno federal, con lo que minimizarían las pérdidas, al tiempo de que aprovecharían las rentabilidades ascendentes producidas por el impacto de una inflación en aumento.

Dado que los inversionistas de los fondos de pensiones son trabajadores que están ahorrando para el momento de su retiro y, por lo tanto, se trata de portafolios de inversión diseñados sobre un horizonte temporal relativamente largo (en particular, los inversionistas más jóvenes), es razonable pensar que se trata de recursos que no se utilizarán de manera inmediata y que permiten a los inversionistas asumir mayores riesgos e incluso algunas pérdidas coyunturales, lo que será recompensado con una mayor rentabilidad en el largo plazo.

No obstante, aún cuando sean pérdidas coyunturales o momentáneas, un inversionista debe tratar de minimizarlas o eliminarlas. Más aún cuando existen referencias tan importantes de una posible recesión o desplome de los mercados. Este debió ser precisamente el trabajo de los administradores. Es tan válida esta afirmación que en el tercer trimestre de 2008, los administradores empezaron a deshacer posiciones en renta variable y aumentarlas en deuda gubernamental, con excepción de la Siefos Básica 1, que empezaron su reestructura desde fines del segundo trimestre (Véanse las gráficas 14 y 15).

Incluso, en el caso de las emisiones de deuda gubernamental, los expertos en riesgos de las administradoras debieron advertir sobre el riesgo de poseer activos de muy largos plazos ante un potencial aumento de las tasas de interés, lo que necesariamente llevaría a las administradoras a reestructurar sus posiciones.

Dicho comportamiento contrasta con la efectividad del trabajo de las Afores, lo que inevitablemente lleva al tercer punto de análisis, *las altas y crecientes comisiones* que éstas cobran por sus servicios. Es decir, una inadecuada administración de los portafolios y las condiciones adversas de los mercados financieros han producido rentabilidades negativas a los inversionistas (trabajadores), mermando los activos disponibles para su jubilación, en tanto que las Afores aumentaron las comisiones que les cobran. Esto a pesar de que es menor el concepto o razones por el que cobran comisiones.

Resulta evidente que, a partir de septiembre de 2007, mientras que las Siefos registraban contracciones importantes en sus activos, las Afores mostraban un comportamiento contrario, debido principalmente a que éstas seguían cargando altas y crecientes comisiones a los inversionistas. Es decir, a pesar de una labor ineficiente en la administración de los recursos bajo su custodia, las administradoras no sólo seguían cobrando las comisiones, sino que las aumentaban, con lo que reducían aun más los activos de los fondos de pensiones. Para ejemplificar esto, se reformula la tabla 3 para considerar, además de la inflación, el efecto de las comisiones sobre la rentabilidad real de los inversionistas, se obtuvo la tabla 5. El caso del portafolio B (incluye 25% de renta variable que cae 49%) es el más ilustrativo, pues si a una rentabilidad nominal de -6.3% se carga una comisión de 1.94% y se descuenta el efecto de la inflación, la rentabilidad real pasa de ser un -12.0% a un -13.8%; es decir, el valor del portafolio se reduce aún más.

**Tabla 5**  
**Portafolios: rentabilidad y comisiones (%)**

Portafolio	Rent. Nom.	Comisión	Ren. Neta	Inflación	Ren. Real
A	11.5 %	1.94 %	9.6 %	6.5 %	2.9 %
B	- 6.3 %	1.94 %	-8.2%	6.5 %	- 13.8%
C	8.0 %	1.94 %	6.1 %	6.5 %	-0.4 %
C*	8.0%	0.00 %	8.0 %	6.5 %	1.4 %

No obstante, podrá argumentarse que a partir del segundo trimestre de 2008, los activos de las Afores se contrajeron más que los de las Siefos y que los activos de éstas registraron fuertes recuperaciones en el último bimestre del año; lo cierto es que en gran medida los activos de las administradoras registraron contracciones por los altos y crecientes gastos, en particular los de administración y promoción, que absorben gran cantidad de sus ingresos (provenientes fundamentalmente de las comisiones) y

<sup>11</sup> En el ámbito del IPN una referencia es “¿Qué ocurre con los mercados internacionales y hacia dónde van?”, en *Mundo Siglo XXI*, CIECAS-IPN, N° 11, invierno 2007-2008, documento preparado en agosto de 2007, en el cual se descartaba la posibilidad de que las fuertes correcciones que los mercados registraron en julio-agosto de ese año fueran producto de los problemas en el sector hipotecario, sino movimientos propios del ciclo económico norteamericano que estaría próximo a llegar a su fin, por lo que existía la posibilidad de que el IPyC descendiera de 25 mil puntos y el DJIA de 11,500 puntos en los meses inmediatos, luego de tocar momentáneamente sus máximos históricos.

que los activos de las Siefores crecieron por una relativa recuperación de los mercados y porque vendieron muchos de los activos que les produjeron las pérdidas, lo que les representó un margen de utilidad, considerando los precios a los que los adquirieron, esto se aprecia en sus estados financieros.

Así, del análisis de los tres elementos que contribuyeron a generar minusvalías a los inversionistas (trabajadores) se puede concluir que, a pesar de que las administradoras realizaron su trabajo de manera ineficiente, éstas no sólo cobraron, sino que aumentaron la magnitud de las comisiones que cobran, con lo que los activos de aquellos se redujeron todavía más.

### Oportunidad para empezar a eficientar el sistema

Todo inversionista independientemente del volumen o cuantía de sus recursos debe entender que solamente existe un tipo de inversiones libres de riesgo y otro que se encuentra prácticamente libre de éste:

- Las primeras son aquellas que se realizan en instrumentos e instituciones bancarias, puesto que existe el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), éste garantiza que los recursos depositados sean reembolsados a los ahorradores e inversionistas hasta por un monto equivalente a 400 mil unidades de inversión (udis). Precisamente por esta característica es que suelen remunerarse con tasas de rentabilidad muy bajas y, frecuentemente, negativas en términos reales.

- Las segundas, son aquellas en las que se financia al gobierno federal directamente, pues si este tiene algún problema para cumplir sus obligaciones con sus acreedores, siempre tiene la posibilidad de allegarse de más recursos mediante más y nuevos impuestos. El principal instrumento en esta categoría lo constituyen los Certificados de la Tesorería, comúnmente llamados Cetes.<sup>12</sup>

Consecuentemente, cualquier otra inversión representa riesgos, en mayor o menor medida, por lo que todo inversionista debe entender que siempre existe la posibilidad de ver mermados los recursos invertidos, aún cuando sea de manera temporal (ello incluye a los trabajadores que ahorran e invierten en un fondo de pensiones). Es decir, dado que los mercados financieros funcionan a partir de las expectativas económicas, aspectos como los que enfrentan actualmente, a escala nacional e internacional no pueden ser eliminados

<sup>12</sup> A pesar de ello, la historia económica y financiera demuestra que varios países, incluido México, a mediados de los años 90, dejaron de pagar su deuda pública o estuvieron a punto de hacerlo, por lo que se les consideró prácticamente libres de riesgo.

completamente y siempre existe el riesgo de experimentar una pérdida. Lo que sí se debe hacer es minimizar las pérdidas potenciales, en la medida de lo posible y, dado que los trabajadores depositan sus recursos y pagan a una administradora por este trabajo, es ésta la responsable de hacerlo.

El tercero de los aspectos de análisis, es el relacionado con las comisiones que cobran las administradoras, debe tomarse en consideración, no sólo por éstas y los inversionistas, sino principalmente, por los legisladores.

No se justifica que, a pesar de demostrar falta de eficiencia en su trabajo, las administradoras aún cobren e incluso aumenten la cuantía de las comisiones a los inversionistas. Más aún, si se acepta que las “*minusvalías*” registradas por las Siefores, en gran medida obedecen a una labor deficiente, podría remitirse al artículo 44 de la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR) y a la normatividad de la propia CONSAR, que indica, las administradoras *deberán resarcir* las minusvalías producidas por la inclusión de determinados activos (prohibidos) en el portafolio, ya que aunque no es específicamente el caso, sí es cierto que en este caso se debe a un factor de *ineficiencia*.

Este no es el ánimo que debe privar, sobre todo cuando se aspira a hacer más eficiente el sistema financiero para que cumpla de mejor manera su importante función en la asignación de recursos en la economía. Por el contrario, la historia económica y financiera de varios países desarrollados demuestra que tras un gran problema en el sistema financiero, se ve beneficiado porque de manera paulatina y progresiva se agregan medidas correctivas que le permiten funcionar de manera más eficiente; es decir, de problemas como éste los sistemas financieros salen fortalecidos, como seguramente ocurrirá con el sistema financiero norteamericano ante la actual crisis económica y financiera. Es con este afán con el que México debe considerar la situación de los fondos de pensiones: como una experiencia y una oportunidad que le permita corregir los problemas o defectos que impiden que los recursos se asignen de la mejor manera y menores riesgos; es decir, que su sistema de pensiones funcione de forma más eficiente, como precedente para hacerlo con el sistema financiero en conjunto.

En este sentido, a finales de 2008, el Congreso aprobó reformas a la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR) que permiten a la CONSAR regular las comisiones que las Afores cobran a los inversionistas, consistentes en que éstas deben informar a aquella, los primeros 10 días de noviembre, sobre el monto de las comisiones que cobrarán el siguiente año, quien las aprobará o rechazará y establecerá criterios para las comisiones máximas y mínimas.

El Congreso mexicano debiera ir más allá y entender que, ya que en México se implementó un sistema de pensiones privado y no existen condiciones económicas, financieras y de finanzas públicas necesarias para instrumentar uno de

características públicas, como era el anterior y como existe en algunos países de la OCDE (no en todos); se debe poner extremo cuidado en la administración de los recursos de los trabajadores, incluyendo las comisiones que deben pagar a las administradoras, toda vez que es bien sabido por todos los economistas que, en la medida que un sistema es más eficiente, los costos de transacción, llámense *comisiones*, tienden a reducirse y no aumentar pues, al menos en teoría, ese es el motivo por el que se insiste en que en México exista un número relativamente amplio de administradoras y se impongan restricciones sobre los volúmenes máximos que pueden concentrar como proporción del mercado total.

En este sentido, los legisladores deben poner especial atención en que el artículo 37 de la LSAR, que establece lo relacionado a las comisiones que cobran las administradoras, considere algunos criterios encaminados a reducir las comisiones que las administradoras cobran a los inversionistas. Con el propósito de contribuir a este fin, se realizan las siguientes propuestas:

#### **Propuesta 1. Condición de rentabilidad real**

La LSAR debe establecer que las comisiones sean cobradas a los inversionistas de los fondos de pensiones *si, y solamente si*, la rentabilidad generada por las administradoras es positiva, en términos *reales*. En caso contrario, dado que las administradoras no realizaron su trabajo de manera eficiente, no tendrán derecho a ello.<sup>13</sup>

Por ejemplo, si una administradora produce a los inversionistas una rentabilidad nominal de 6.0%, no debe ser este un motivo de criterio para cobrar la comisión si la inflación es superior a esta, por ejemplo 6.5%, toda vez que la rentabilidad real sería de -0.47%, lo que evidencia que no ha resultado ser una buena inversión para los inversionistas, puesto que quien administra sus recursos no ha podido mantener el poder adquisitivo de sus recursos.

Más aún, para ilustrar este punto obsérvese el portafolio C de la tabla 5. Aún cuando la rentabilidad nominal fuera de 8.0%, al descontar la comisión e inflación, la rentabilidad se transforma en una reducción de los activos de 0.4%. Pero, si se establece esta condición para cobrar las comisiones, ocurriría un caso similar al del portafolio C\*, donde a la rentabilidad nominal solamente se le descontaría la inflación, por lo que la rentabilidad real para el inversionista sería de 1.4%. Es decir, se trata de que las comisiones se apliquen únicamente si la rentabilidad producida por las administradoras es superior a la inflación, lo que necesariamente exigirá mayor y mejor trabajo de éstas. Incluso, debe ponerse especial cuidado en que, aún cuando la rentabilidad real sea positiva, al cargar las comisiones éstas no hagan que aquella se vuelva negativa.

#### **Propuesta 2. Establecer una referencia de rentabilidad (benchmarking)**

Debe establecerse una referencia (benchmark) de rentabilidad real, que funcione como parámetro para determinar si las administradoras tienen derecho a cobrar comisiones. Esta podría ser la rentabilidad real de los Certificados de la Tesorería (Cetes), toda vez que representan las tasas libres de riesgo, por lo que las administradoras (que representan un riesgo ligeramente mayor) deberán producir rentabilidades reales superiores a ésta para tener derecho a cobrar las respectivas comisiones.

Supóngase que, al final del periodo de inversión, los Cetes producen una rentabilidad de 8.0% y la inflación fue de 6.5%, lo que produciría una rentabilidad real de 1.41%, que se convertiría en la rentabilidad mínima que debieran producir las administradoras. Adicionalmente, dado que los Cetes son instrumentos casi nulos de riesgo, no así las Siefors, podría agregarse el criterio de algunos puntos porcentuales adicionales. Si se supone que se exige un punto porcentual adicional, significaría que las administradoras debieran producir, al menos, 2.41% de rentabilidad real para tener derecho a cobrar las comisiones.

La proporción adicional que se pediría a las Siefors sobre la rentabilidad real de las tasas libres de riesgo debe ser mayor en la medida que se trata de recursos de inversionistas más jóvenes, toda vez que sus recursos son expuestos a riesgos adicionales. Por lo tanto, podría establecerse un rango de, por ejemplo, 1% a 2% de rentabilidad real sobre las tasas libres de riesgo, siendo el rango menor para las Siefors Básicas 1 y el mayor para las Básicas 5.

#### **Propuesta 3. Exclusividad sobre la rentabilidad real.**

Dado que las comisiones se aplican a los saldos de los activos de cada inversionista al final de determinado periodo y, por otra parte, estos no sólo pueden aumentar por la rentabilidad producida por las administradoras, sino por los depósitos que periódicamente aportan los trabajadores,<sup>14</sup> el cobro de comisiones debe ser limitado exclusivamente al aumento de los activos en el periodo *por la rentabilidad real* positiva.

Si se supone que al cierre del año  $t$  los recursos de un inversionista ascienden a, por ejemplo, cien mil pesos y al cierre del año  $t+1$ , tras sus aportaciones periódicas, estos aumentaron a 110 mil, lo que se refleja en un aumento de los activos de 10%, la administradora no puede argumentar

<sup>13</sup> Este es un criterio que se aplica a la mayoría de administradores de fondos en general, no sólo de los fondos de pensiones, en los países desarrollados.

<sup>14</sup> Lo que, implícitamente, permite a las administradoras la comisión sobre flujo que se suponía desaparecida.

que tiene derecho a cobrar la comisión, toda vez que los activos aumentaron por las aportaciones del inversionista y no por la eficiencia del trabajo de la administradora.

Pero si, por otra parte, las aportaciones del inversionista pasan 100 mil pesos a 110 mil del periodo  $t$  a  $t+1$ , al final del cual cuenta con, por ejemplo, 121 mil pesos, resulta que la administradora no podría cobrar comisión sobre los 110 mil, toda vez que los 100 mil iniciales ya habían sido cargados con comisión en el periodo previo y porque el incremento de diez mil no es atribuible a su labor, sino a las aportaciones que realiza el inversionista (representaría una comisión sobre flujo). Las administradoras únicamente podrán cargar comisión sobre la diferencia; es decir, 11 mil pesos, pues indica que con su trabajo produjo una rentabilidad de 10%.

En los tres casos, primero debe determinarse la rentabilidad real y, con base en ello, se determinará si el trabajo de la administradora ha sido bueno y justifica el cobro de las comisiones respectivas, no como se realiza actualmente, que las comisiones se cobran independientemente de la rentabilidad producida, si la hubiere.

Así pues, las autoridades reguladoras (el Congreso incluido), los intermediarios financieros (incluidas las Siefors y las Afores) y los propios inversionistas, deben asumir que en la medida que el sistema financiero sea más

eficiente, la asignación de los recursos tendrá que realizarse bajo criterios de maximizar el uso y beneficio de estos, al tiempo de reducir los costos y riesgos económicos y sociales; que no puede, ni debe, cada una de las partes pensar exclusivamente en el beneficio propio, sino en el beneficio y costo social de cada una de las acciones; que la adecuada administración, inversión y empleo de estos recursos pueden incidir positiva o negativamente en el crecimiento económico del país y, muy particularmente, en el futuro de los dueños de los recursos.

Medidas como las propuestas anteriores contribuirán a que las administradoras de fondos realicen de manera más eficiente su trabajo al momento de invertir los recursos de los inversionistas y que su personal se encuentre realmente profesionalizado, lo que necesariamente les llevará a seleccionar detalladamente los activos financieros en los que invertirán, reflejándose en una mejor asignación de recursos a quien realmente los demanda para usos productivos y que representan menores riesgos. Medidas como estas, aunadas a los límites establecidos por la normatividad de la CONSAR, harán que los recursos de los inversionistas de las Siefors obtengan rentabilidades que permitan incrementar progresivamente los recursos para su pensión, al mismo tiempo de que se reducen los riesgos al mínimo posible.

### Bibliografía

- ◆ CNN Money, “Greenspan: Economy in ‘once-in-a-century’ crisis”, 14 septiembre 2008 <http://money.cnn.com/2008/09/14/news/economy/greenspan/index.htm?postversion=2008091413>
- ◆ CNN Money, “Greenspan sees strong chance of U.S. recession”, 15 febrero 2008, <http://money.cnn.com/2008/02/15/news/economy/greenspan/index.htm>
- ◆ CNBC, entrevista a Alan Greenspan, 31 julio 2008, <http://www.cnbc.com/id/25953040/>
- ◆ *El Economista*, “Bolsa china abre a la baja”, 28 febrero 2007, en <http://eleconomista.com.mx/node/25185>
- ◆ *El Financiero*, “Advierte Greenspan sobre una recesión económica en EU”, 7 marzo 2007, en <http://impreso.elfinanciero.com.mx/pages/Resultados.aspx?txtNumeroPagina=1&txtTamañoPagina=10&blnBusquedaHistorica=yes&txtPalabraClave=greenspan&txtdesde=2007%2F01%2F01&txtHasta=2007%2F03%2F31>
- ◆ *Financial Times*, “Greenspan again at odds with Fed over recession risk”, 7 marzo 2007, en [http://www.ft.com/cms/s/0/551344e8-cc52-11db-a661-000b5df10621\\_i\\_email=y.html](http://www.ft.com/cms/s/0/551344e8-cc52-11db-a661-000b5df10621_i_email=y.html)
- ◆ *Financial Times*, “Jobs data ease fears of US slowdown”, 9 marzo 2007, [http://www.ft.com/cms/s/0/db05df56-ce47-11db-b5c8-000b5df10621\\_i\\_email=y.html](http://www.ft.com/cms/s/0/db05df56-ce47-11db-b5c8-000b5df10621_i_email=y.html)
- ◆ *France 24*, “Greenspan warns of worst crisis since 1945”, 17 marzo 2007, <http://www.france24.com/en/20080317-current-crisis-most-wrenching-1945-greenspan-financial-global-economy>
- ◆ *Invertia*, “Pierden billones fondos de retiro”, 12 diciembre 2008, [http://mx.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200812121554\\_TRM\\_77693377&idtel=](http://mx.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200812121554_TRM_77693377&idtel=)
- ◆ *Invertia*, “Tienen las Afores pérdida en 2008”, [http://mx.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200901051607\\_TRM\\_77733263&idtel=](http://mx.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200901051607_TRM_77733263&idtel=)
- ◆ *Invertia*, “Se revierte en su totalidad minusvalías de las Afores: Consar”, [http://mx.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200901160019\\_AGE\\_77758215&idtel=](http://mx.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200901160019_AGE_77758215&idtel=)
- ◆ “La profecía de Alan Greenspan”, <http://www.webislam.com/?idt=7689>
- ◆ *Notimex*, “Regulará la CONSAR comisiones de las Afores”, 9 diciembre 2008, <http://mx.news.yahoo.com/s/09122008/7/mexico-regulara-consar-comisiones-afores.html>
- ◆ Russia News Net, “Greenspan says US economy has stalled”, 25 febrero 2008, <http://www.russiannews.net/story/331147>