

El caso México-Siefores Generacionales: diseño, implementación y regulación

Octavio Ballinas

abril 2024

Qué motivo el cambio

El modelo y su interpretación...



Qué es lo relevante para el cotizante

...El Riesgo real = “riesgo de pensión”

- Los sistemas de contribución definida se han **enfocado en maximizar rendimientos o montos acumulados**:
 - ☐ La información que se ofrece al trabajador sobre el saldo acumulado o los rendimientos obtenidos **incentiva evaluaciones de corto plazo y sobre variables inadecuadas**.
 - ☐ Lo importante para un trabajador es:

¿Cuánta pensión podría financiar hasta este momento?

¿Qué AFORE le permitiría acumular más pensión?



Qué es lo relevante para el cotizante

Similar a un sistema de beneficio definido, los sistemas de contribución definida poseen:

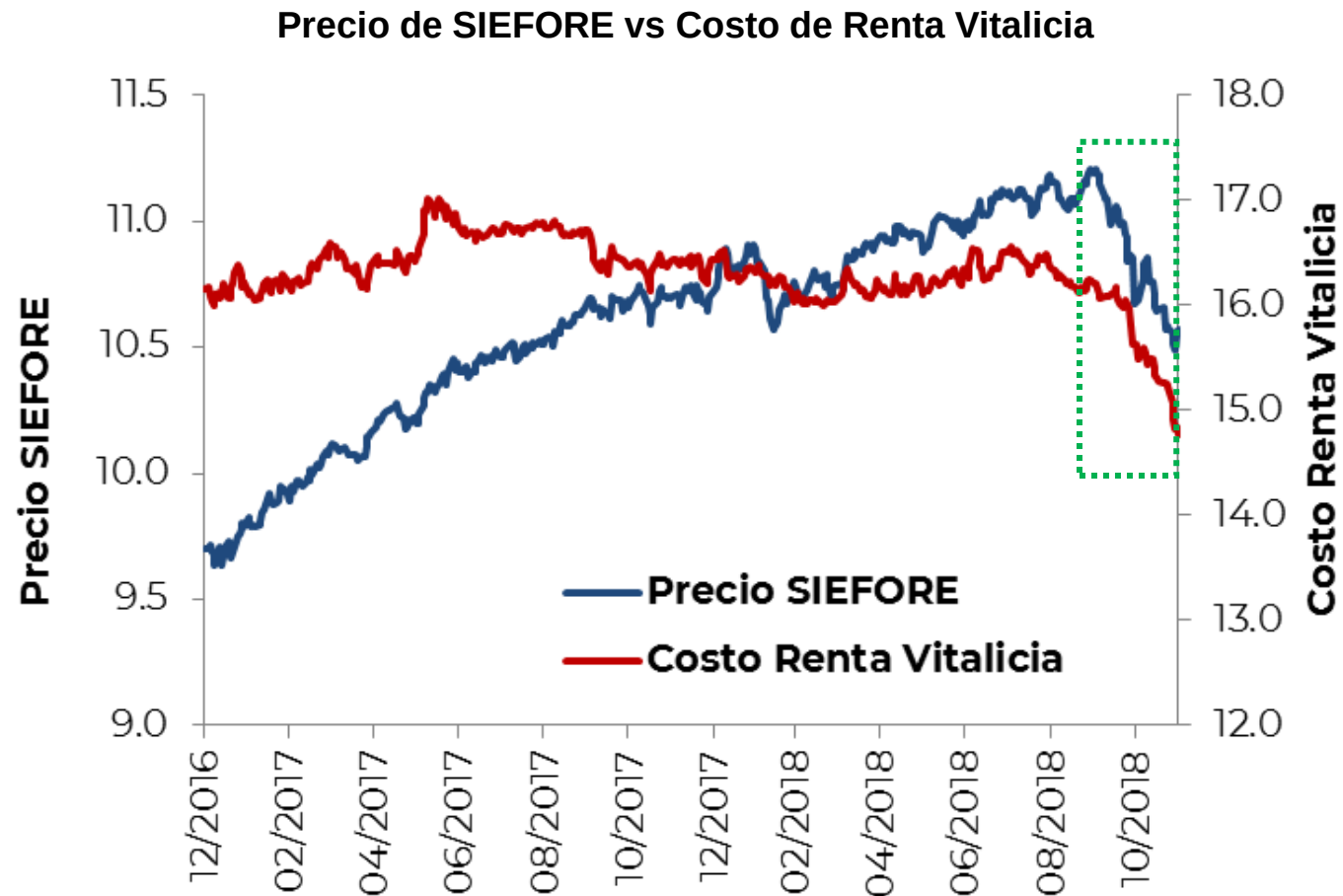
Activo	Pasivo
• Son los recursos acumulados en la cuenta individual. • Tasas afectan su valor: ☐ ↑ Tasas = minusvalías ☐ ↓ Tasas = plusvalías	• Es el costo de financiar cierta pensión objetivo. • Tasas afectan su valor: ☐ ↑ Tasas = ↓ costo pensión ☐ ↓ Tasas = ↑ costo pensión

Pensión ≈ Renta vitalicia

- Costo de una renta vitalicia refleja el valor presente (**tasa de descuento**) de los flujos esperados (**esperanza de vida**)

Qué es lo relevante para el cotizante

- Cuando el trabajador recibe sólo la información sobre el valor de sus activos (minusvalía), no está observando el panorama completo.
 - ❑ Activo y pasivo disminuyen cuando se incrementan las tasas



Qué es lo relevante para el cotizante

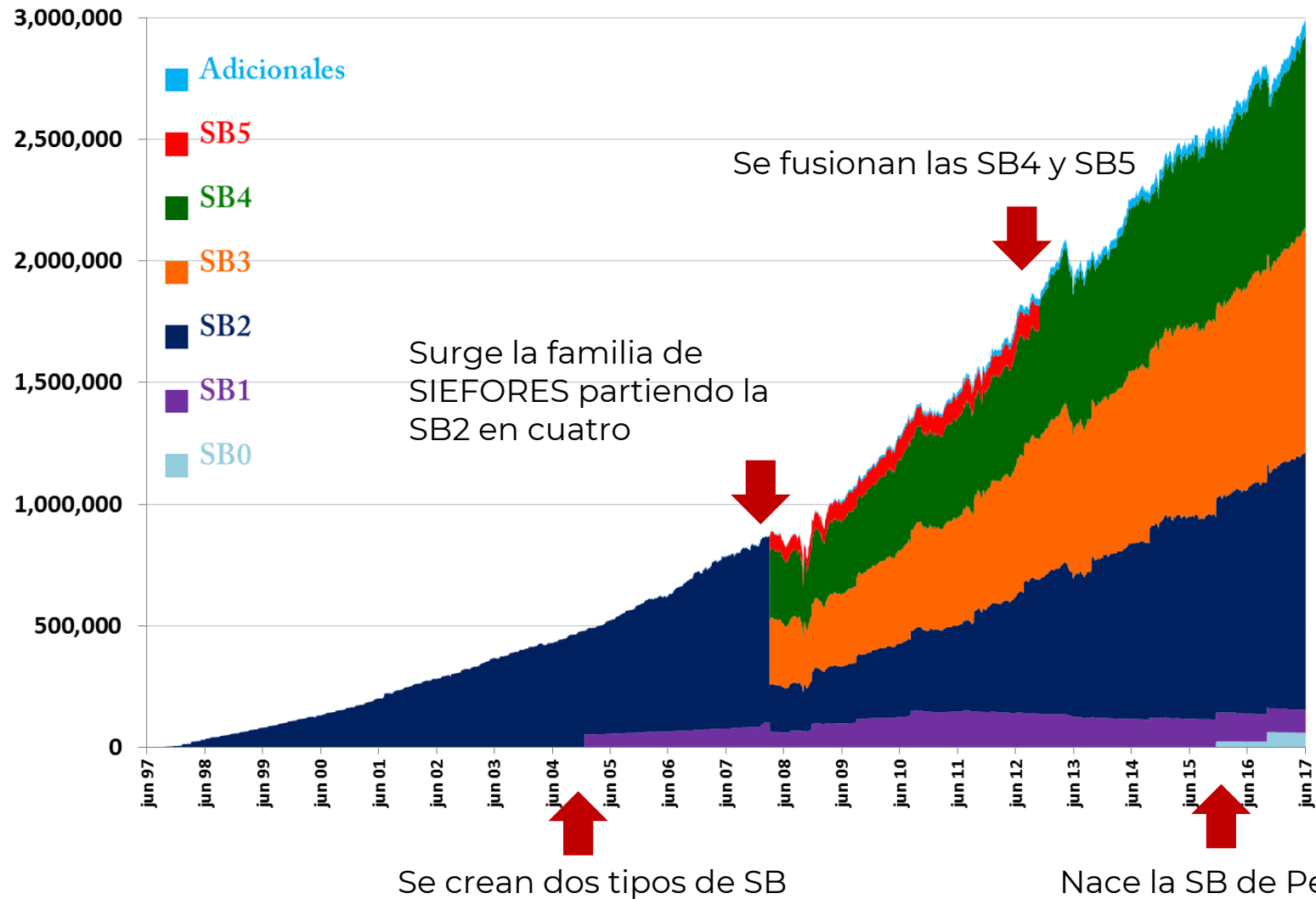
- La forma como se mide el rendimiento y riesgo (sobre el precio de la SIEFORE, en pesos) inhibe estrategias de largo plazo.
- Los rendimientos basados en Unidades de Pensión:
 - ✓ Ofrecen un **comparativo más significativo para el trabajador**, dado el objetivo del sistema: financiar su pensión.
 - ✓ **Premian las estrategias de largo plazo**, al no generar distorsiones derivadas de eventos de volatilidad en tasas.
 - ✓ **Castigan (aparecerán como negativos) estrategias de corto plazo**, que no ofrezcan rendimientos por encima de la Unidad de Pensión.
 - ✓ Generan **ordenamientos (rankings) estables y consistentes**.

Deficiencias en el modelo

- El SAR estaba conformado por una familia de 5 fondos, las “SIEFORE Básicas” (SB), definidas de acuerdo a la edad de los trabajadores.
 - ❑ La definición de los rangos de edad de las SIEFORE no consideró cuestiones demográficas, actuariales o de riesgo.
- Los recursos de la cuenta individual se transferían de SIEFORE cuando cambiaba la edad del trabajador, lo que generaba deficiencias que inducen riesgos para los trabajadores
 - ❑ No es el mejor modelo para desarrollar una estrategia de inversión de largo plazo.
 - ❑ Se generan fricciones de liquidez cuando se realizan las transferencias de recursos entre SB.
 - ❑ No permite aprovechar la rentabilidad de los proyectos de inversión de largo plazo
 - ❑ Requería un proceso operativo complejo para el traspaso de trabajadores por aniversario.

Deficiencias en el modelo

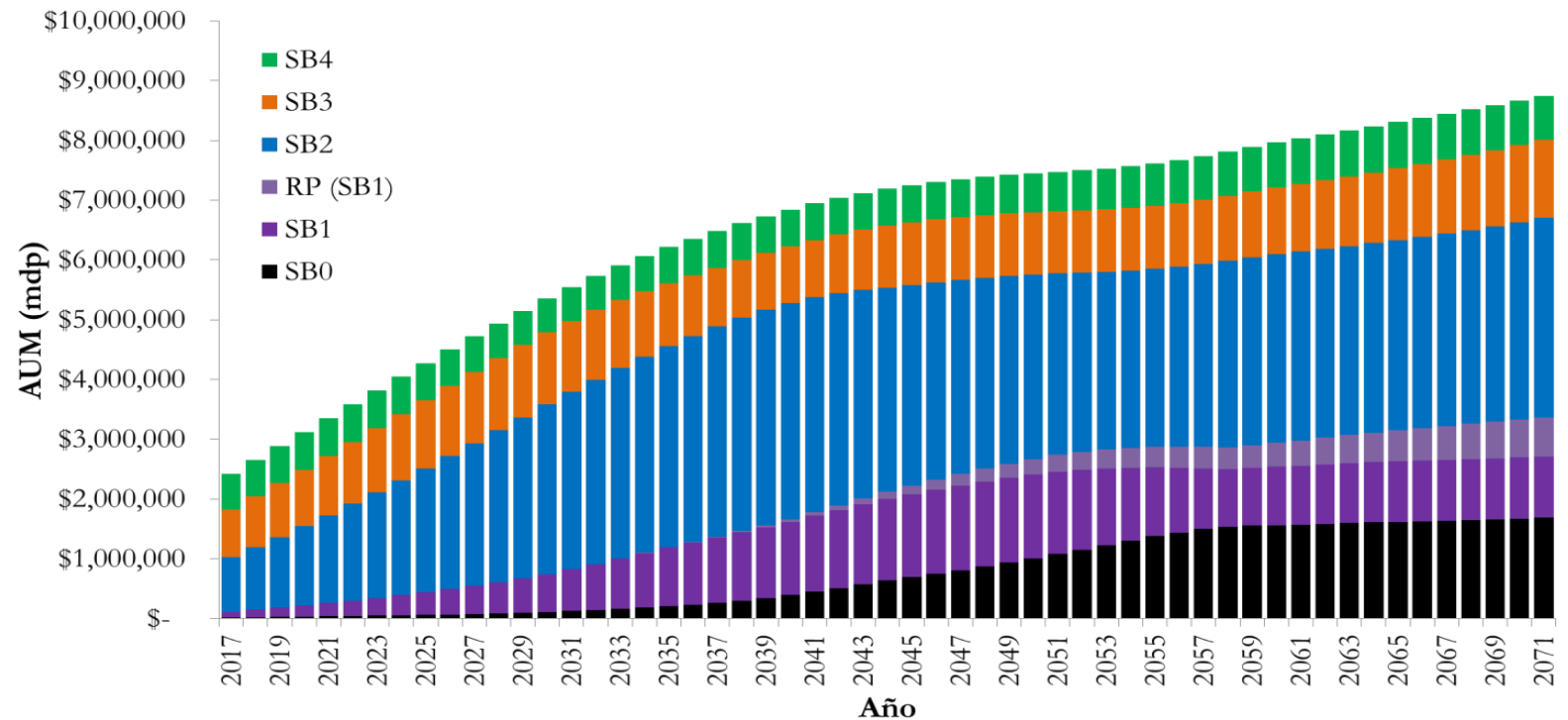
Activos Netos del Sistema de Ahorro para el Retiro
(millones de pesos)



Deficiencias en el modelo

- Los recursos se concentrarían en la SB2 (madurez del trabajador).
- SB4 y SB3 no crecerían demasiado, dado que los trabajadores acumulan su ahorro lentamente.
- SB1 administraría futuros pensionados de L73 o L97 (+60 años) y retiros programados (L97).
- SB0 administrará futuras Negativas (+60 años) y cuentas abandonadas.

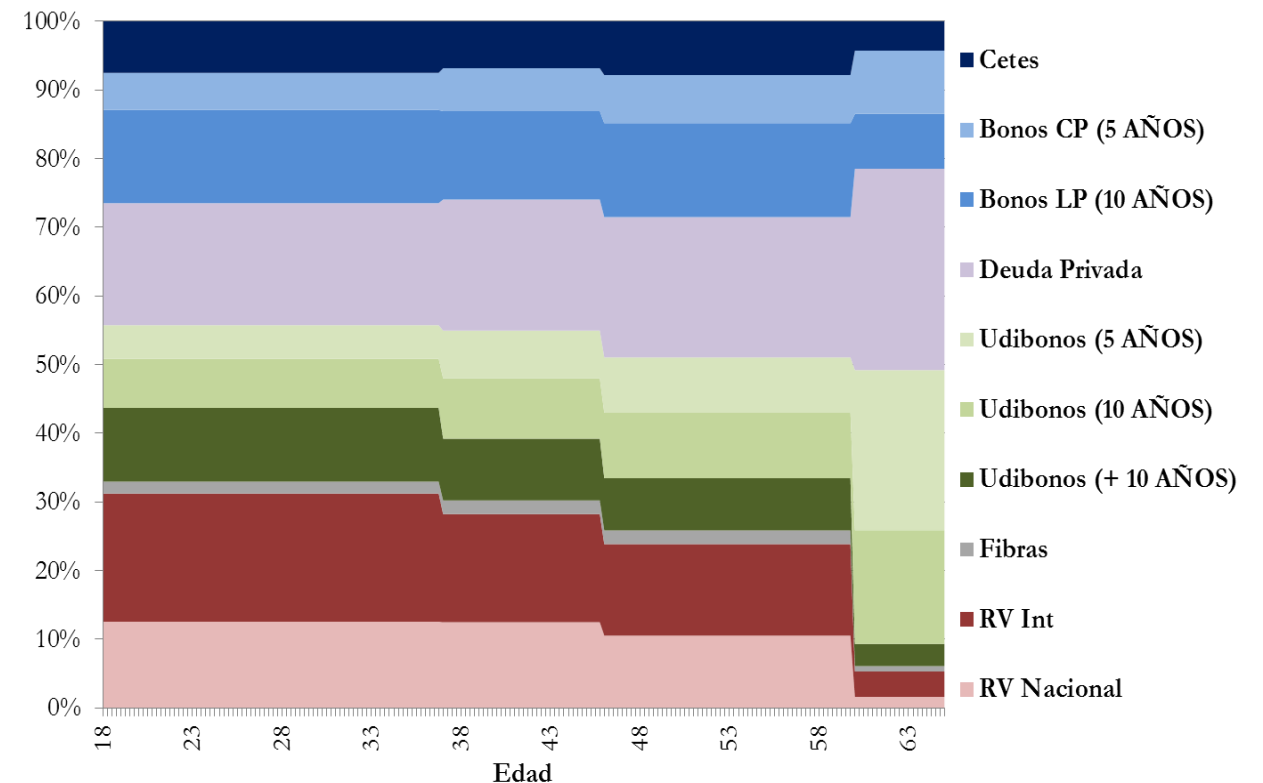
Proyección de activos por SIEFORE (Recursos IMSS)



Deficiencias en el modelo

- El esquema presentaba ineficiencias:
 - ❑ **Discontinuidades entre los perfiles de los fondos** provoca una desinversión abrupta del trabajador (SB2 hacia SB1).
 - ❑ **Rebalanceo anual de los fondos (traspaso por edad) genera periodos de iliquidez en los mercados.**

Carteras de SIEFORE



Que ventajas se encontraron en los TDF

Trayectoria de inversión (GlidePath)

- Es la característica más importante del TDF, establece la exposición al riesgo durante la vida del fondo.
- La experiencia internacional considera portafolios inicialmente invertidos entre un 80% y 90% en renta variable, así como entre un 40% y 50% al retiro (landing point).
- La trayectoria de inversión debe considerar las características del afiliado y el objetivo de inversión.

Fecha Objetivo

- Se establece a la edad mínima de retiro legal (60 años).
- Cuando el landing point se alcanza en la fecha objetivo, el TDF es “to retirement”, cuando lo rebasa (+10 – 15 años) es “through retirement”.

Cohortes

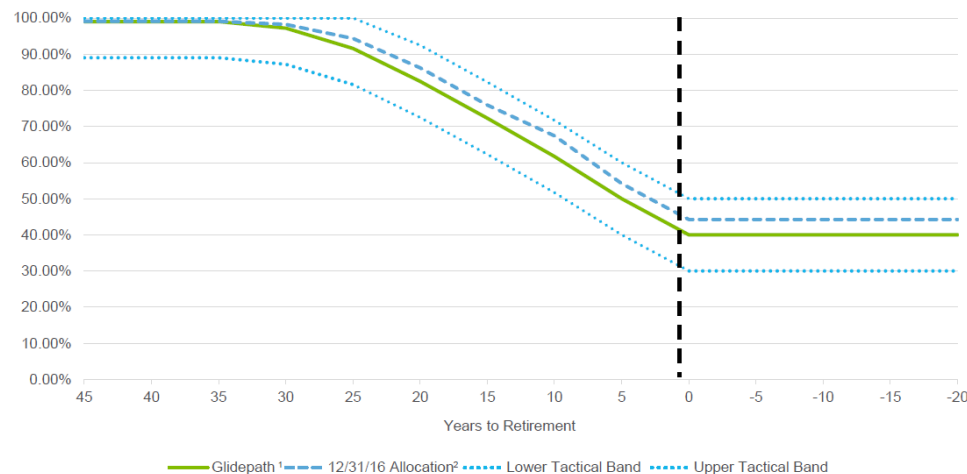
- Los TDF están diseñados para grupos de personas con fechas de retiro similares.
- Típicamente se establecen TDF que agrupan ahorradores en rangos de 5 años.

Que ventajas se encontraron en los TDF

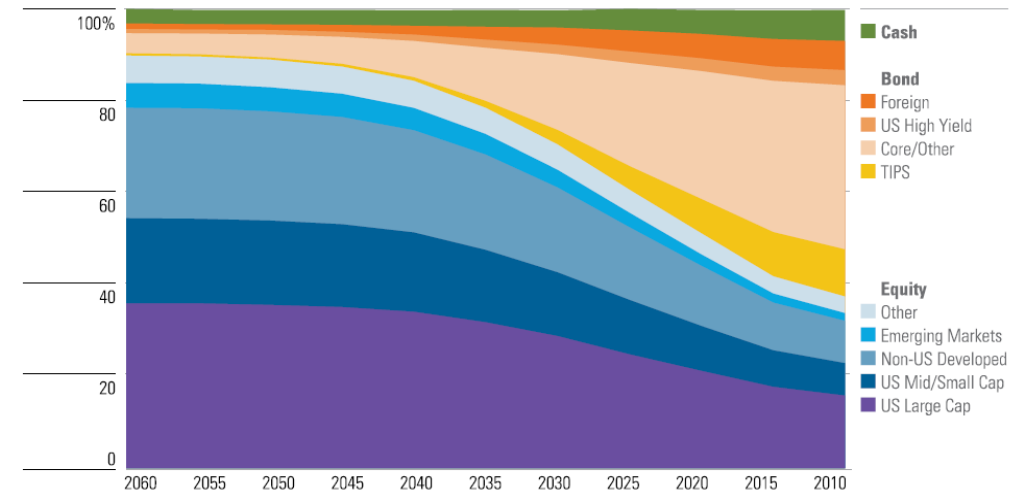
- En el mercado hay una diversidad de TDF:

- ☐ Distintos objetivos de inversión
- ☐ Distintos niveles de diversificación

Estrategia activa para TDF

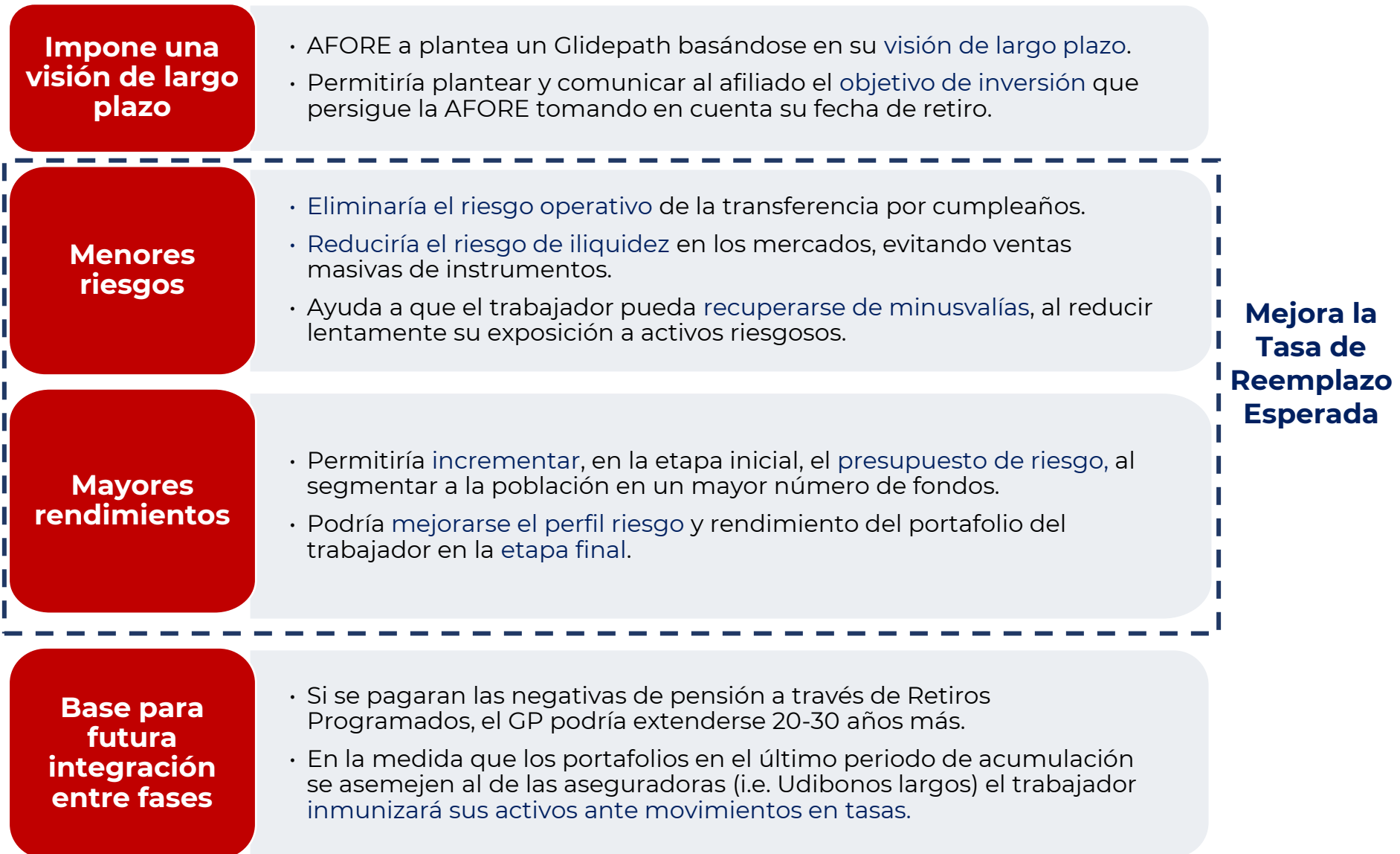


Asignación de activos (Promedio de la industria)



- ☐ Administración pasiva y activa
- ☐ Mezcla de fondos (incluso de sólo dos: HK)

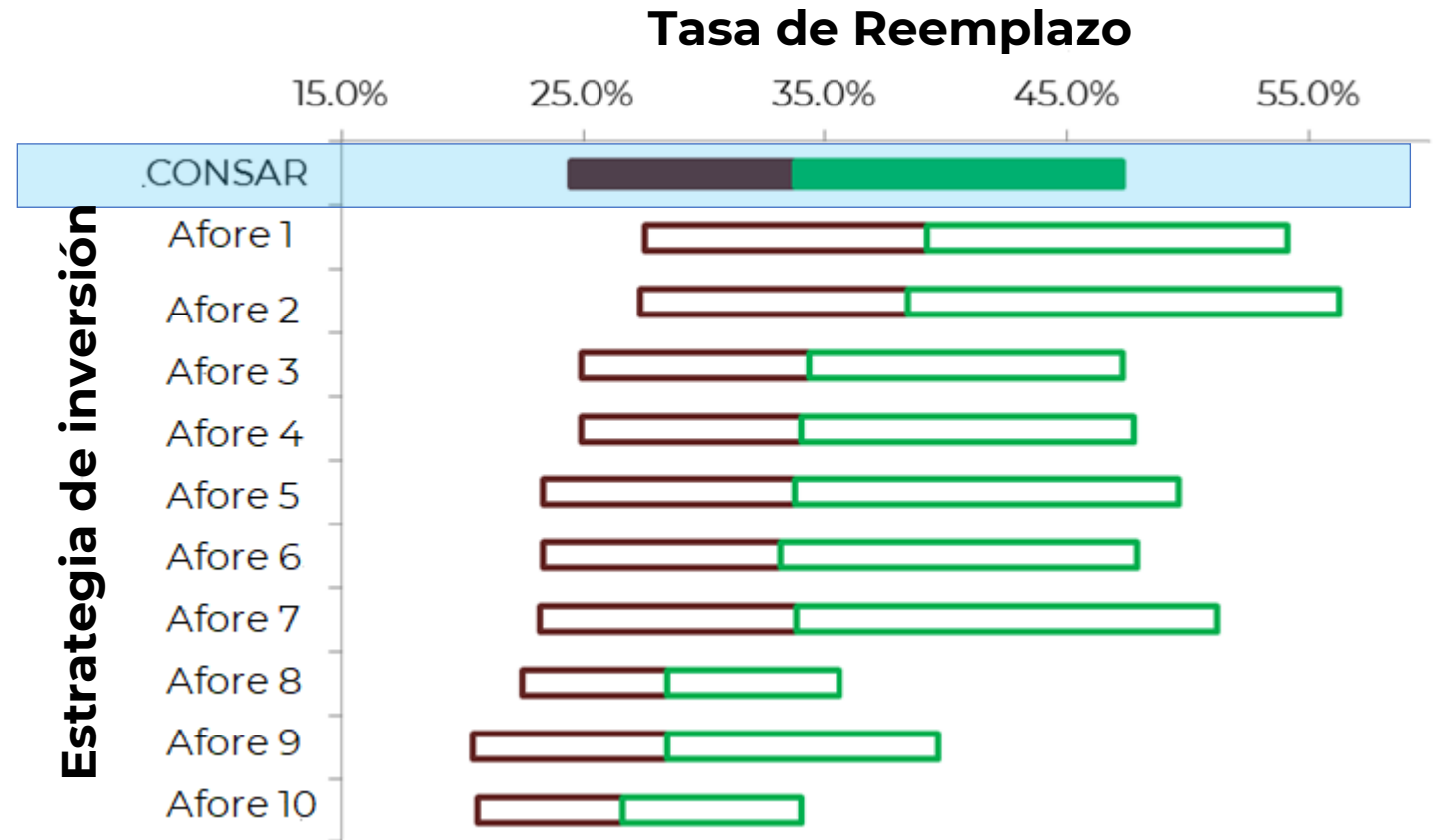
Que ventajas se encontraron en los TDF



Que ventajas se encontraron en los TDF

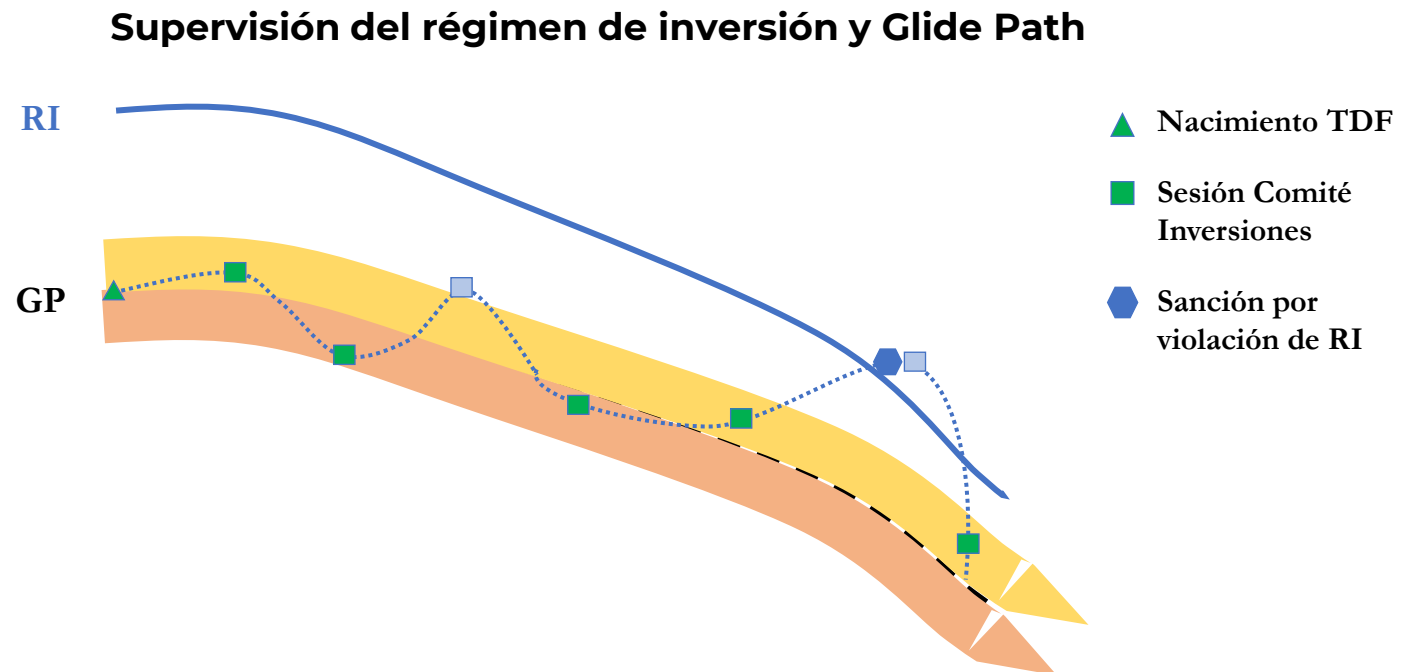
La mejora en la distribución de TR proviene de:

- Una mayor exposición a activos de riesgo en la etapa inicial
- Una desinversión más suave del portafolio en la etapa final

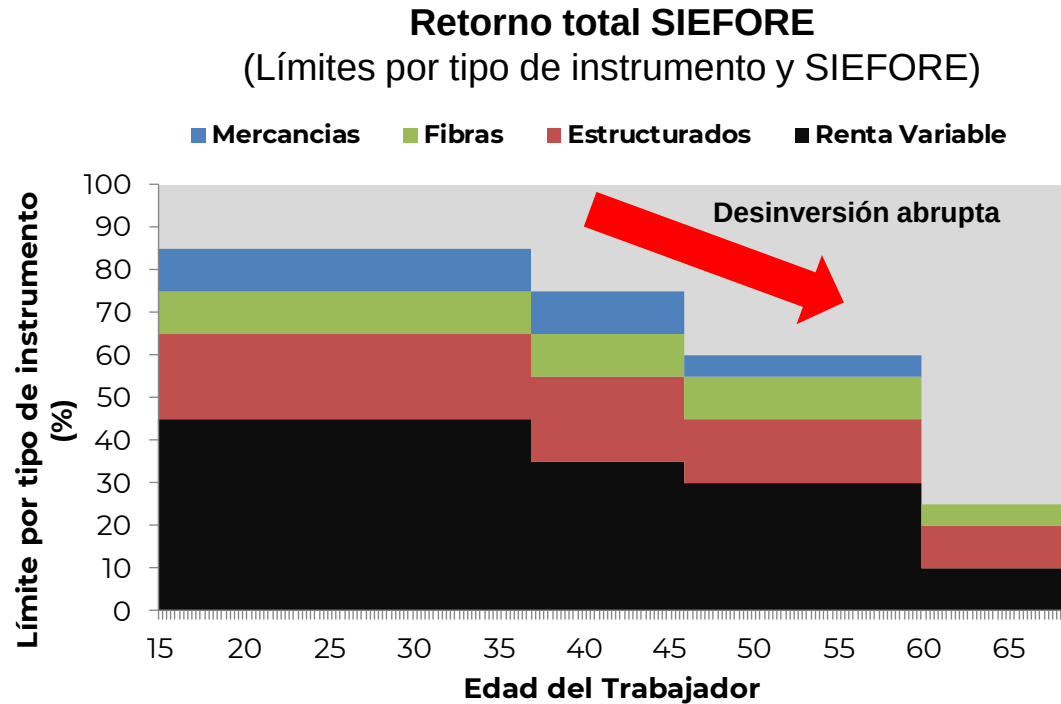


Como supervisar a la industria con este modelo

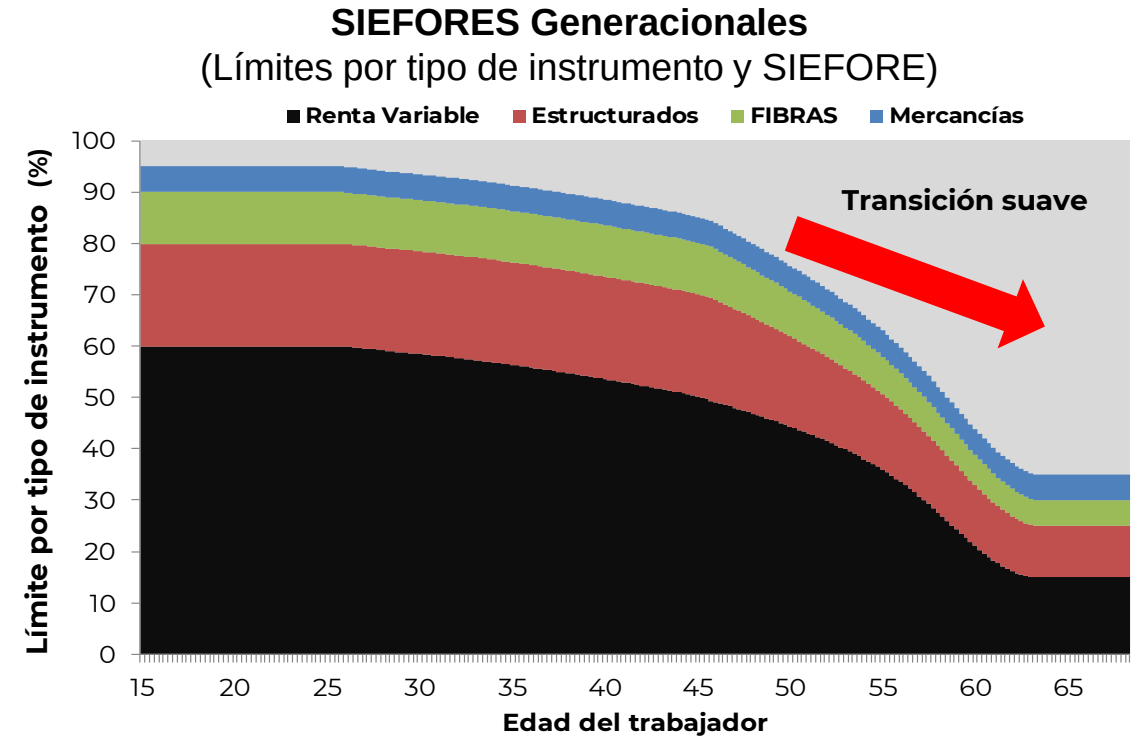
- AFORE define su propio Glidepath, al interior del régimen de inversión, así como la política para rebalanceo (tracking error).
- Se supervisa el cumplimiento del Glidepath dentro de la holgura máxima.
 - ❑ Mientras el portafolio permanezca al interior de las bandas tácticas, el rebalanceo puede hacerse con la periodicidad que determine el Comité de Inversiones.



Fondos de retorno total vs. SIEFORES Generacionales



- Estrategias con **rangos de edad muy amplios**.
- **No se enfoca en la tasa de reemplazo**.
- **Cambios pronunciados en la estrategia de inversión**.
- **Trabajador no recibe los beneficios** de proyectos de inversión con horizontes de madurez amplios (Alternativos).
- El **trabajador cambia** de SIEFORE.
- **No hay una referencia a superar**.



- Estrategias **focalizadas por generación**.
- Objetivo de **maximizar la pensión esperada**.
- **Suaviza la transición** de la estrategia de inversión.
- **Fomenta inversión de largo plazo** y permite al afiliado recibir los **beneficios** de proyectos con horizontes amplios.
- **SIEFORE modifica su estrategia** de inversión en el tiempo.
- Establece **referencia clara a superar** (pasivo pensionario).

Transición a TDF

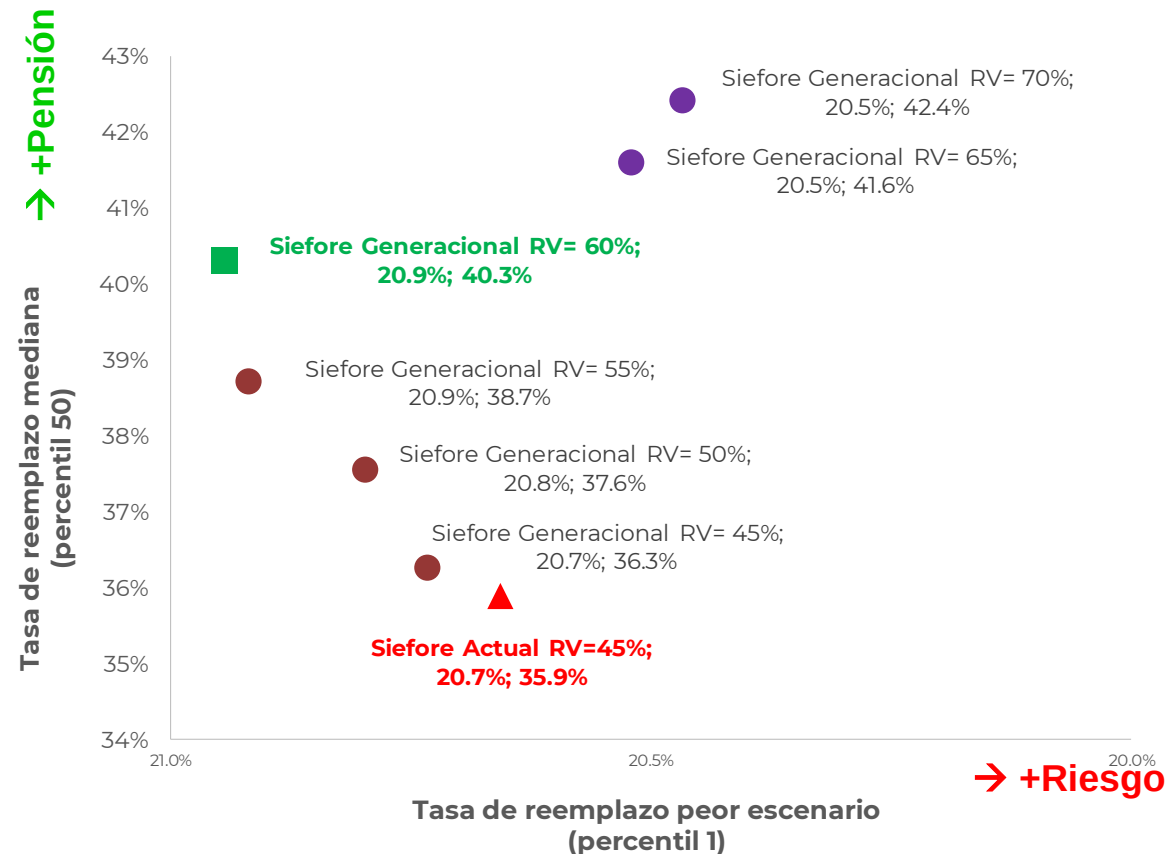
- I. Gestionar los recursos en **10 SIEFOREs Generacionales**
 - a) 1 SIEFORE Básica Inicial
 - b) 8 SIEFOREs Básicas Generacionales** con grupos quinquenales de edad
 - c) 1 SIEFORE Básica de Pensiones
- II. Constituir **5 nuevas SIEFOREs Generacionales**

			Siefore de origen				
			SB4	SB3	SB2	SB1	SB0
Nueva	Target Date Funds	SBI	100%				
Nueva		SB 90-94	100%				
SB4		SB 85-89	100%				
Nueva		SB 80-84	39%	61%			
SB3		SB 75-79		100%			
Nueva		SB 70-74		22%	78%		
Nueva		SB 65-69			100%		
SB2		SB 60-64			100%		
SB1		SB 55-59				100%	
SBP		SBP				29%	71%

Transición a TDF

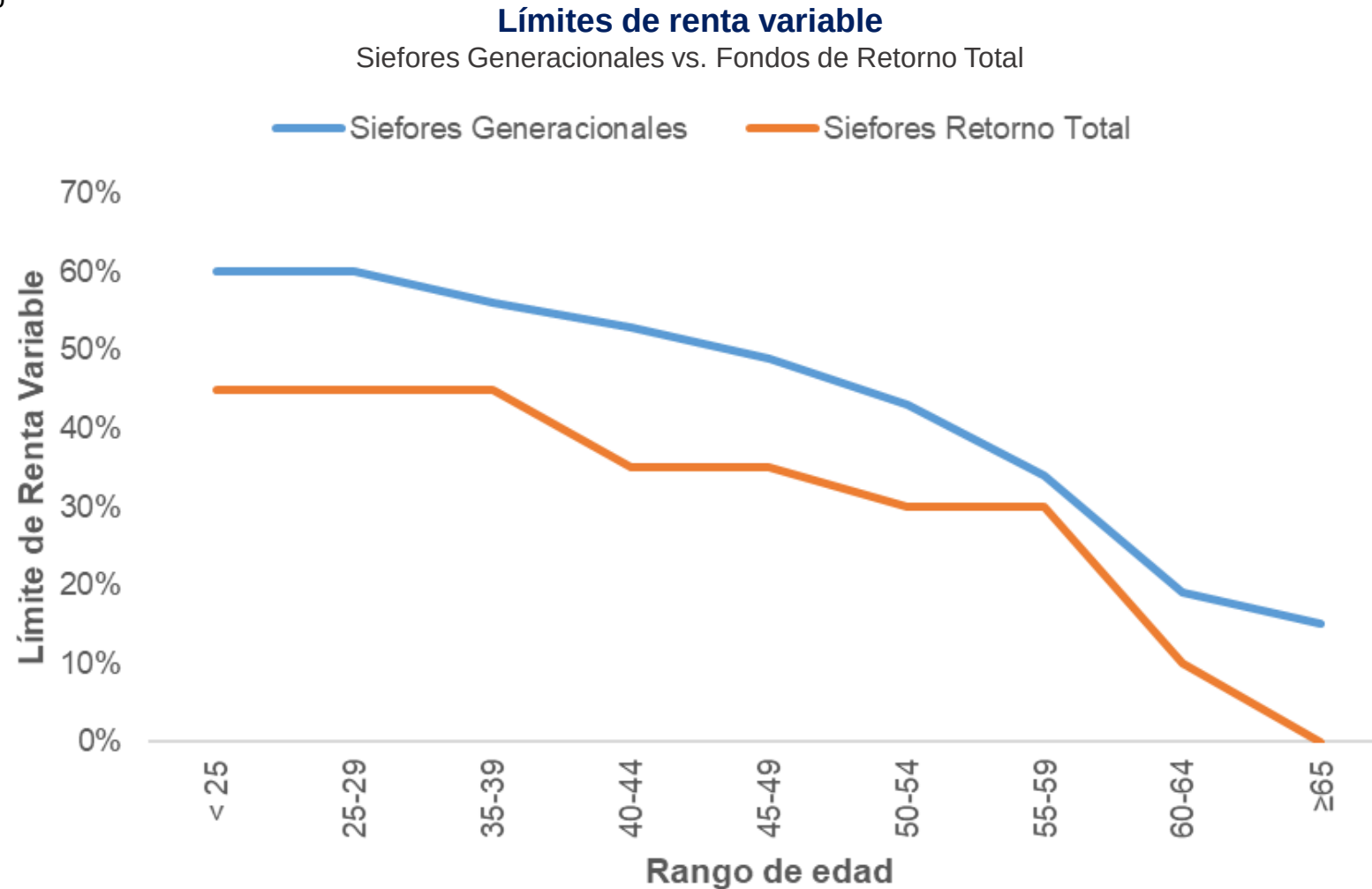
- El límite de renta variable se estableció como una función directa de la tasa de reemplazo; buscando un incremento en el percentil 50 (mediana) de la tasa de reemplazo, sin incrementar el riesgo (percentil 1).

Escenarios de tasa de reemplazo esperada (diferentes niveles de renta variable)



Transición a TDF

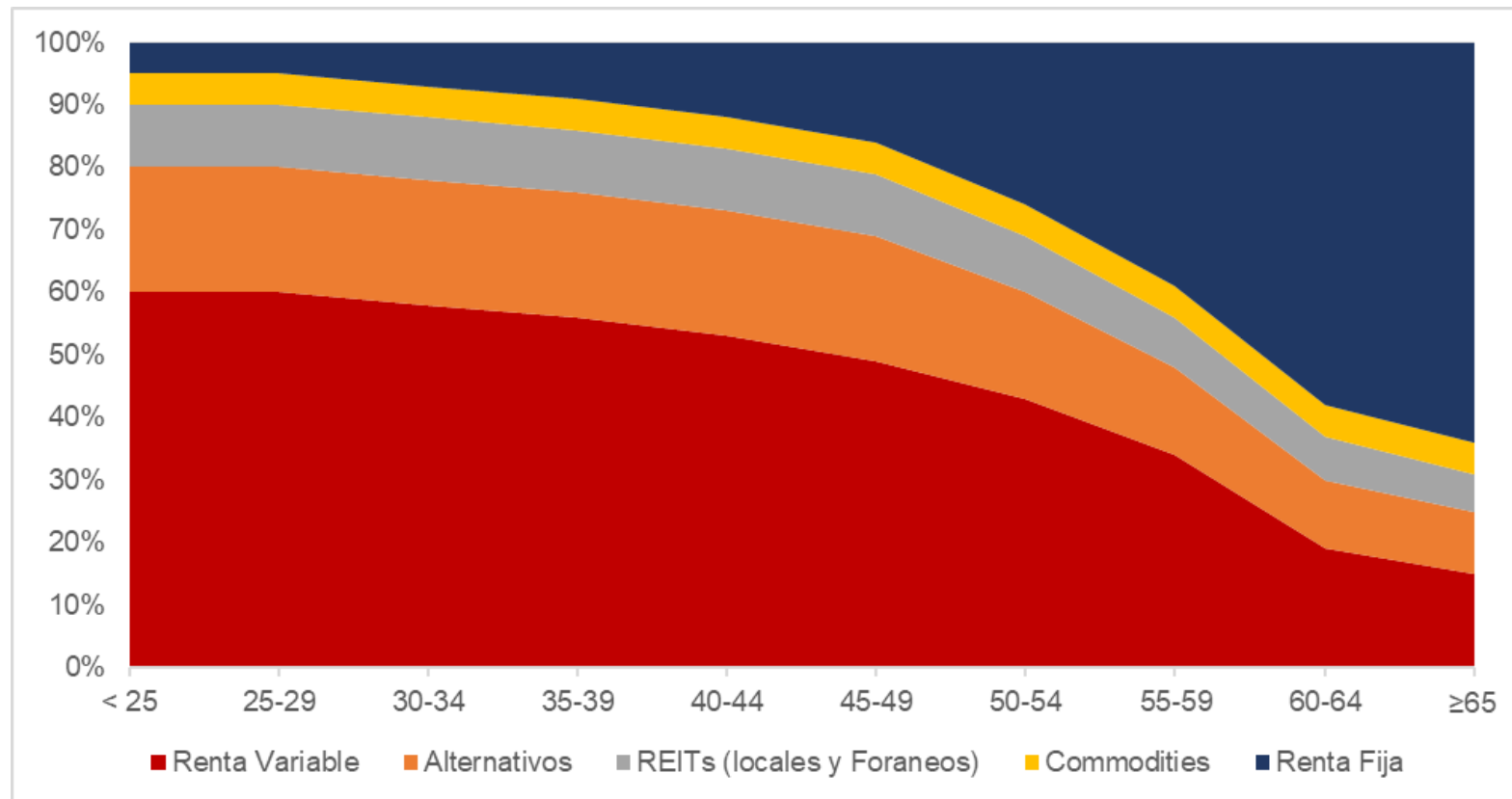
- De manera que el Glidepath para la Renta Variable se definió de la siguiente manera:
 - ❑ Punto de inicio: 60%
 - ❑ Punto Final: 15%



Transición a TDF

- Para el resto de los Activos de Riesgo (Alternativos, REITs y Commodities) ya se contaba con límites de inversión amplios, por lo que se generaron curvas de ajuste para adecuarlos a un Glidepath
 - Activo de Riesgo (Renta Variable, Alternativos, REITs y Commodities)
- Punto de inicio: 95%
- Punto Final: 36%

Límites de Inversión Siefores Generacionales
(Glidepath Regulatorio)



Transición a TDF

- Un aspecto fundamental de la gestión de las Siefos Generacionales son los parámetros de riesgo
- El SAR se había gestionado hasta ese momento con la medida de VaR. El **VaR no es una medida adecuada para fondos de pensiones** (impide incrementar duración y es pro cíclica en momentos de volatilidad). Por lo anterior, se acoto su aplicación a partir de los 60 años.
- Asimismo las Afores tienen permitido la operación con derivados, por lo que el apalancamiento se controla con 3 medidas; Diferencial de VaR Condicional, Exposición Total y Coeficiente de Liquidez
- **Con la transición a Siefos Generacionales se introdujo la medida de Error de Seguimiento (Tracking Error); este sin duda es el cambio más importante en la gestión del SAR vs. los fondos de retorno total**

Parámetros de Riesgos Siefos Generacionales

Edad	< 25	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	≥65
VaR	No Aplica								0.82%	0.70%
Diferencial de VaR Condicional	1%	1%	0.98%	0.95%	0.89%	0.77%	0.57%	0.37%	0.28%	0.25%
Coeficiente de Liquidez	80%									
Error de Seguimiento	5%									

VaR, Diferencial de VaR Condicional: porcentaje de los activos administrados

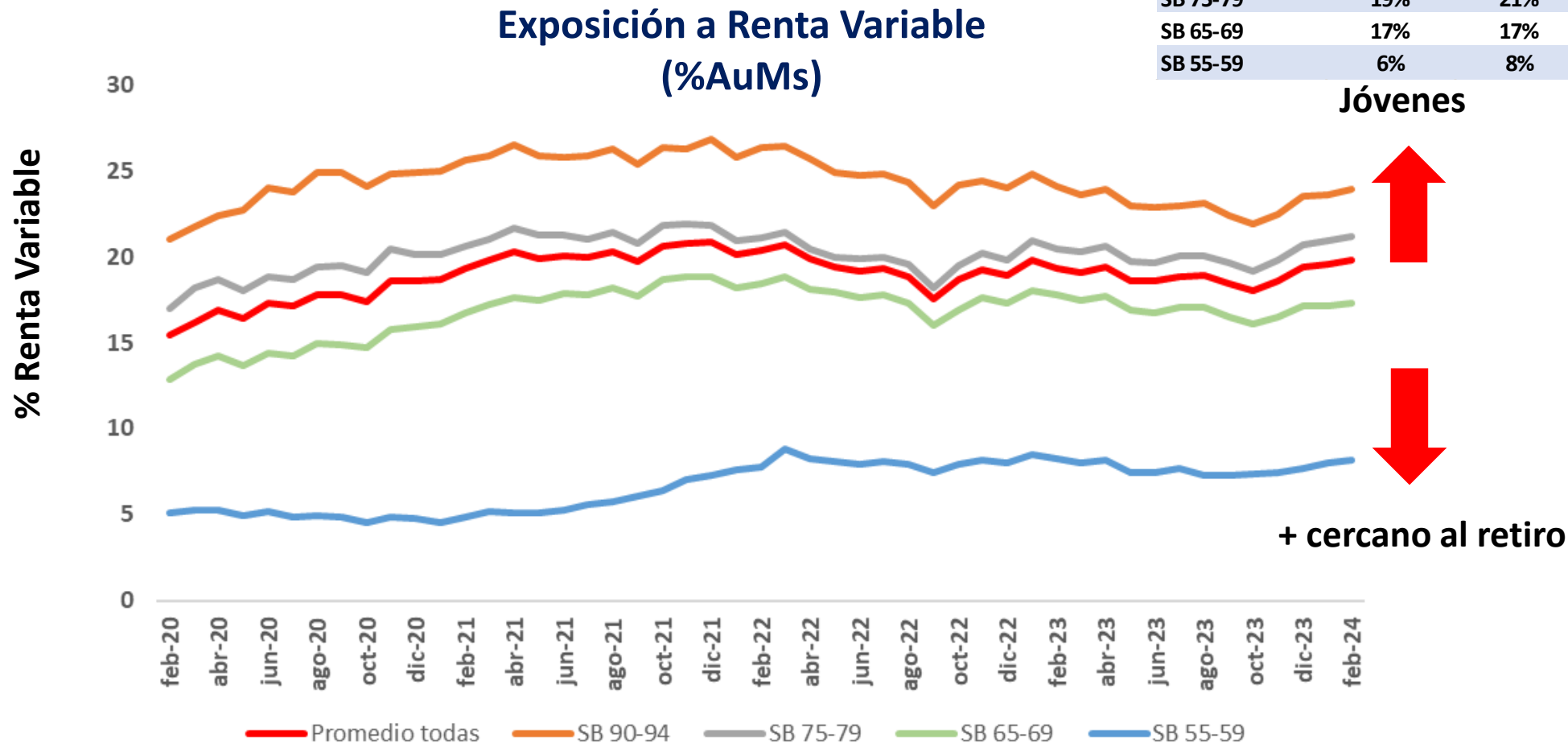
Coeficiente de liquidez: (Exposición actual por contraparte + VaR Condicional por contraparte) / Activos Líquidos

Error del Seguimiento: volatilidad de los rendimientos diarios frente al Glidepath

Algunas conclusiones a 4 años de implementación

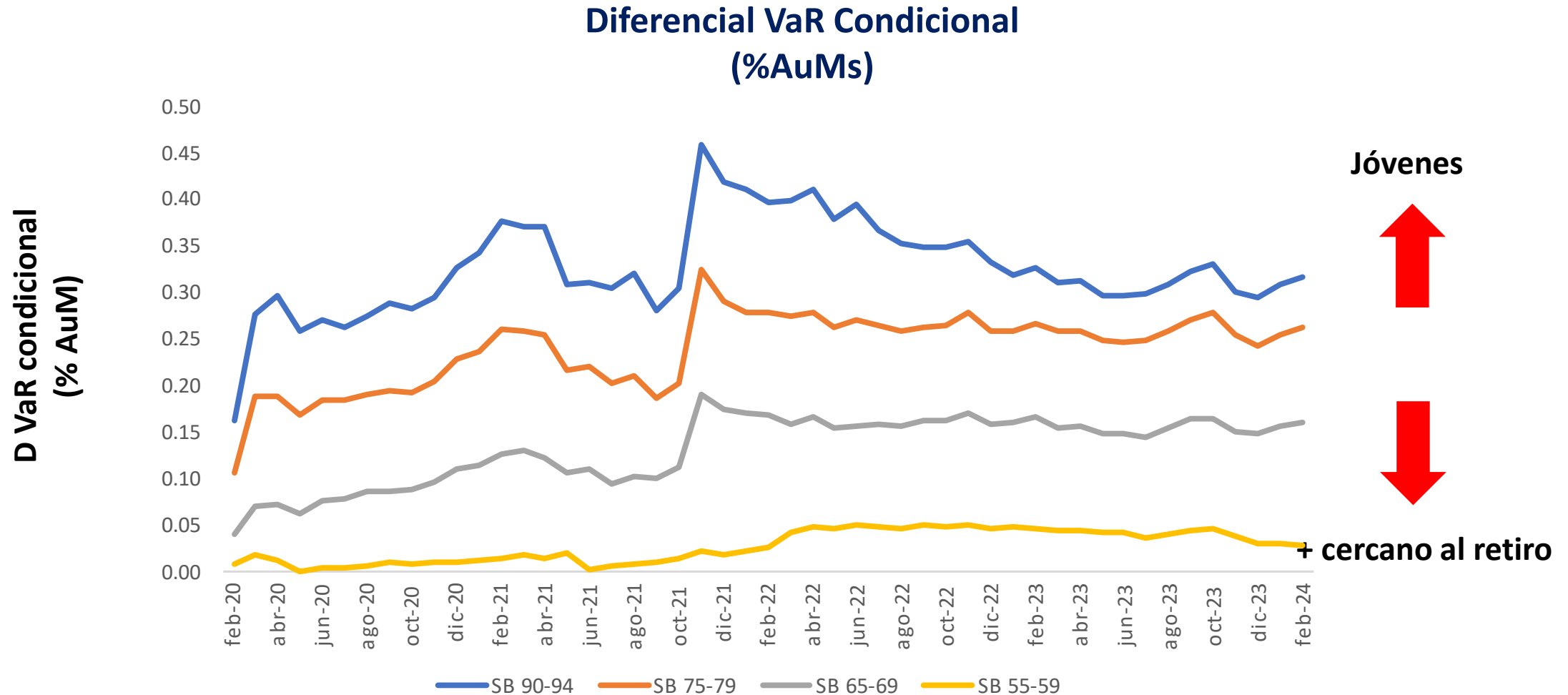
- Las Siefors continúan siendo primordialmente fondos de renta fija

Siefors	nov-19	feb-24	nov-19	feb-24
	Exposición	Exposición	Consumo límite	Consumo límite
Promedio todas	19%	20%	53%	41%
SB 90-94	24%	24%	54%	40%
SB 75-79	19%	21%	55%	42%
SB 65-69	17%	17%	55%	48%
SB 55-59	6%	8%	62%	54%



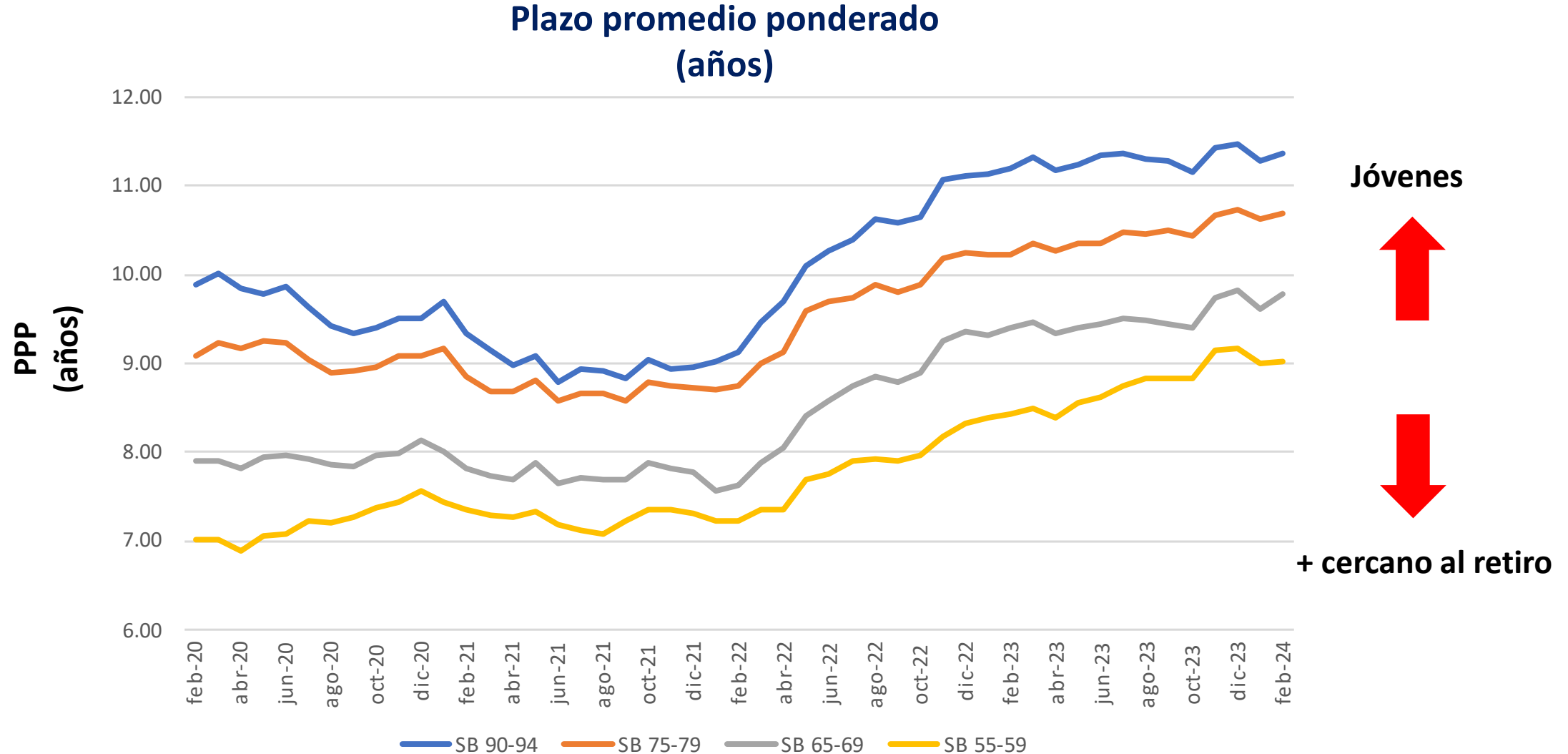
Algunas conclusiones a 4 años de implementación

- La exposición a renta variable se da principalmente a través de derivados



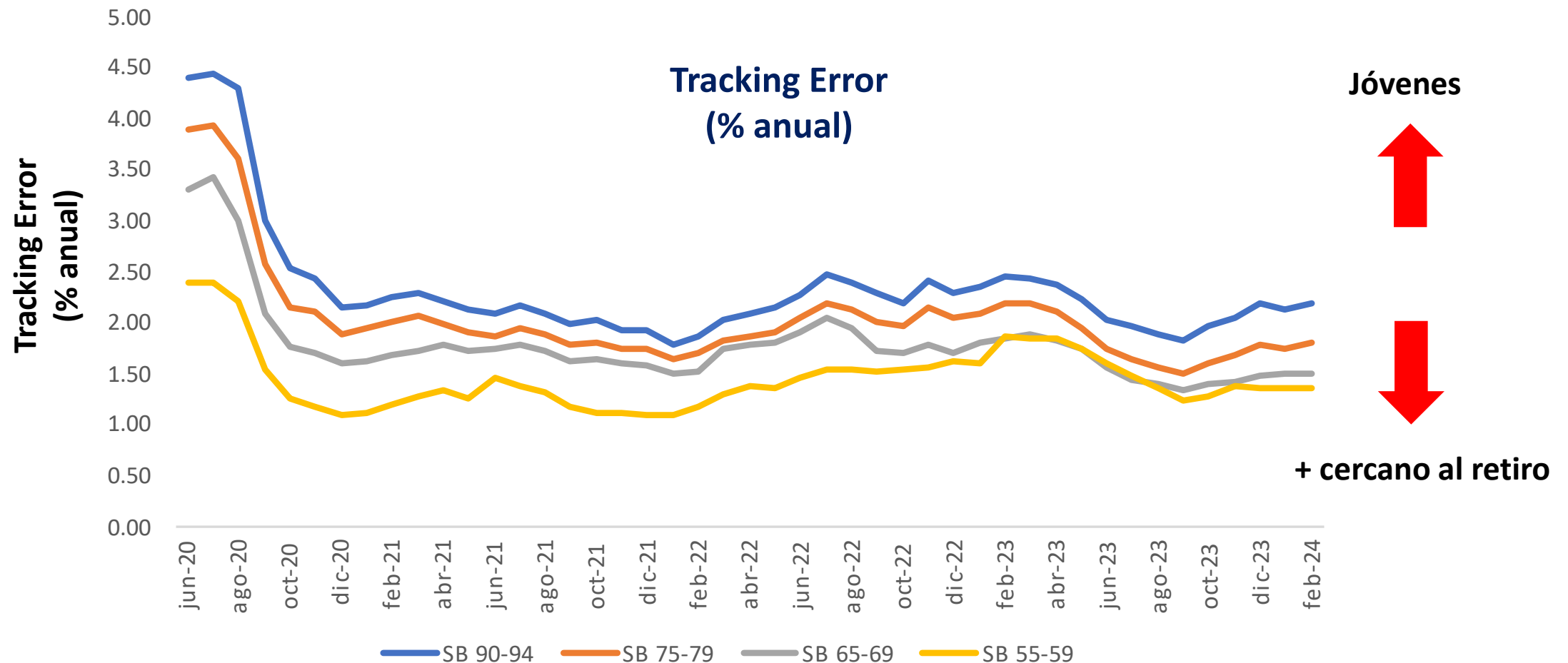
Algunas conclusiones a 4 años de implementación

- El cambio de modelo ha contribuido a incrementar la duración de los portafolios (incremento promedio de 2 años).



Algunas conclusiones a 4 años de implementación

- **Tracking Error se ha reducido un 50%**, lo que demuestra un mayor compromiso con la estrategia de largo plazo
- Las Siefiores más jóvenes tienen mayor Tracking Error, debido al bajo nivel de renta variable en las carteras vs. Los Glidepaths (estas Siefiores necesitan disminuir su Tracking Error en mayor magnitud).



Algunas conclusiones a 4 años de implementación

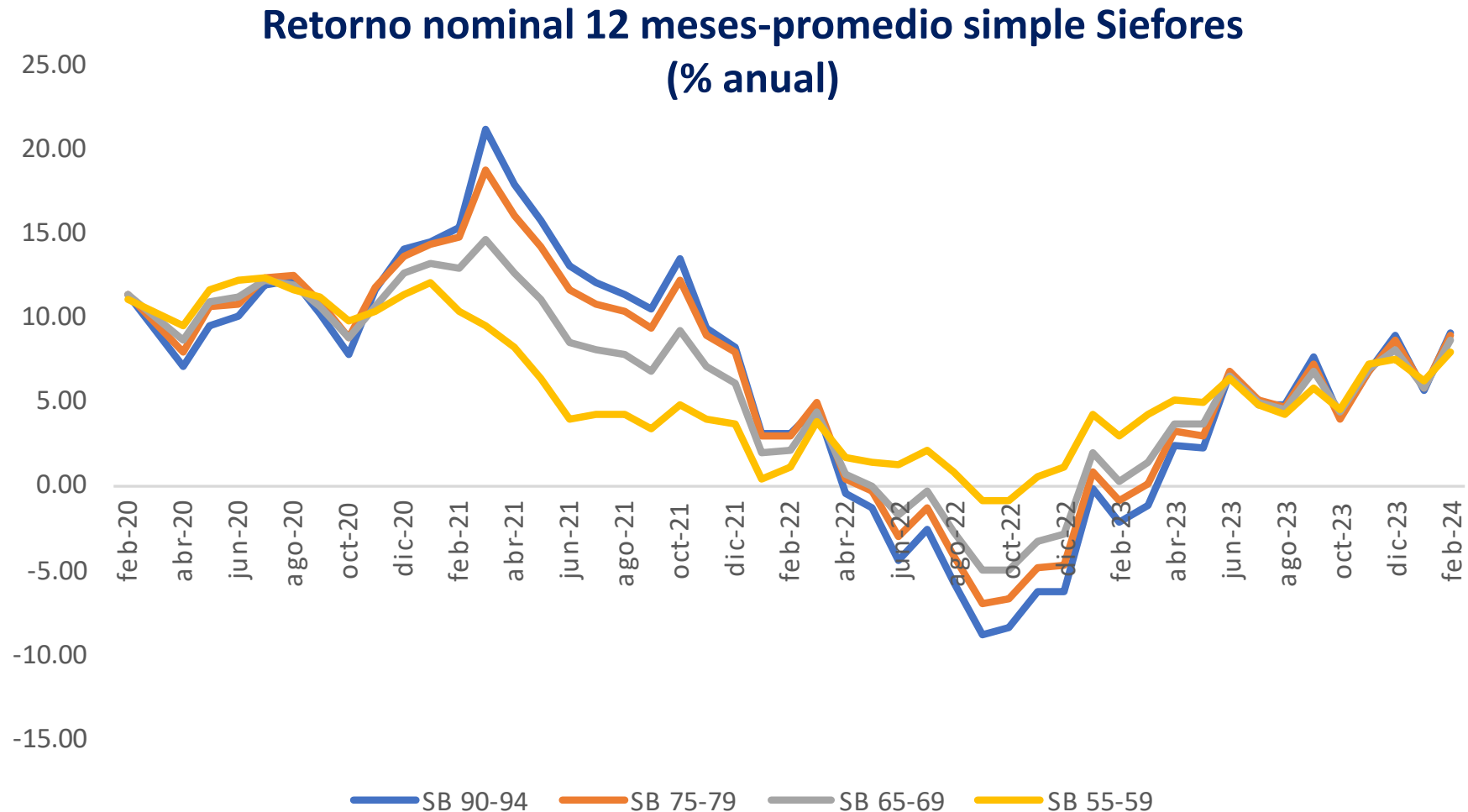
- El sistema ha incrementado su rendimiento en 144 puntos base tras la implementación de TDF

**Retorno nominal 12 meses-promedio del periodo
(% anual)**

Periodo	nov 15-nov-19	feb 20-feb 24	Incremento
Siefore	%	%	PB
Promedio todas	4.6	6.0	144
SB 90-94	4.5	6.1	165
SB 75-79	4.5	6.3	181
SB 65-69	4.6	5.9	137
SB 55-59	4.9	5.8	92

Algunas conclusiones a 4 años de implementación

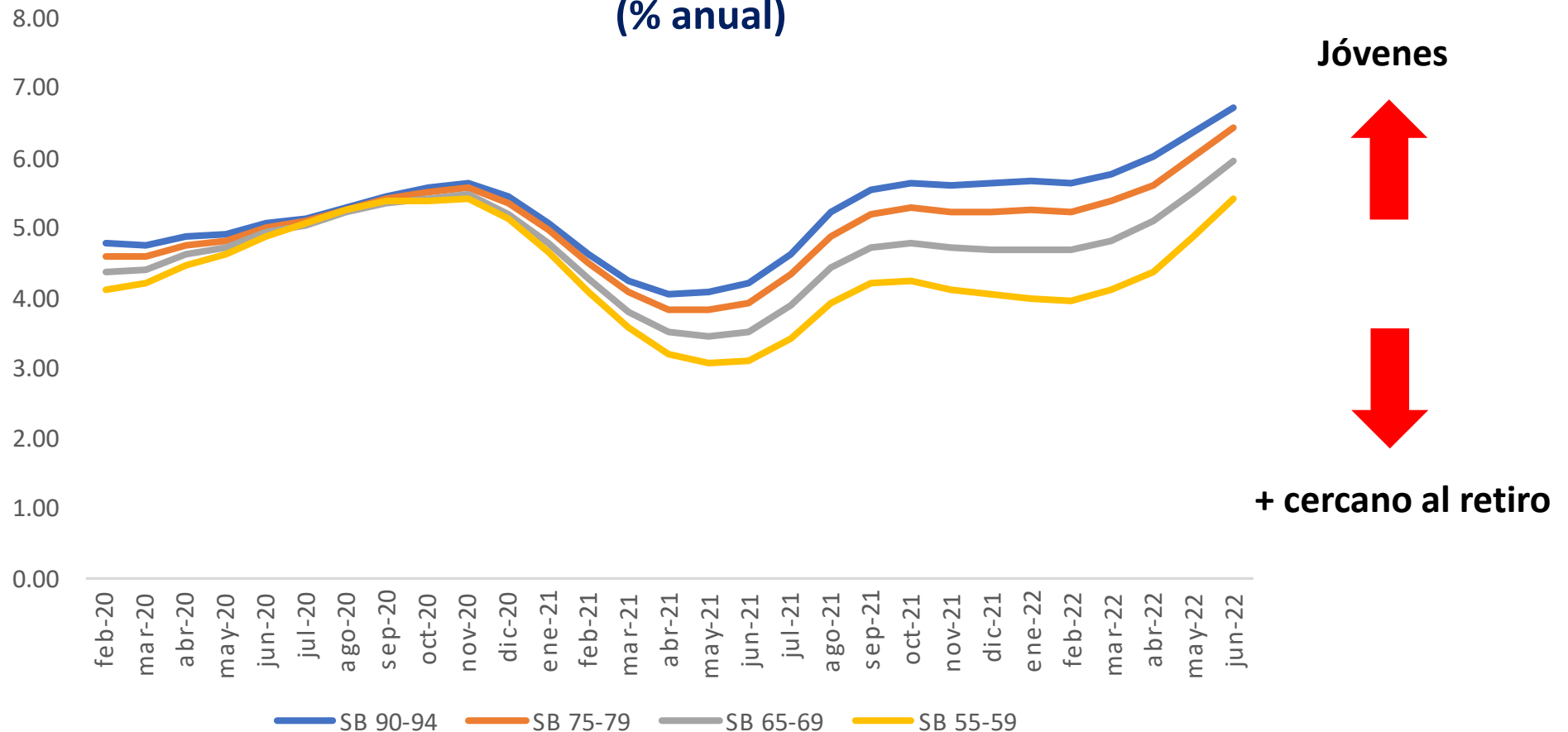
- Las mediciones de **corto plazo** muestran a los TDF con **alta volatilidad**
- No permiten evaluar las diferencias de perfil de riesgo entre generaciones (todos son volátiles)



Algunas conclusiones a 4 años de implementación

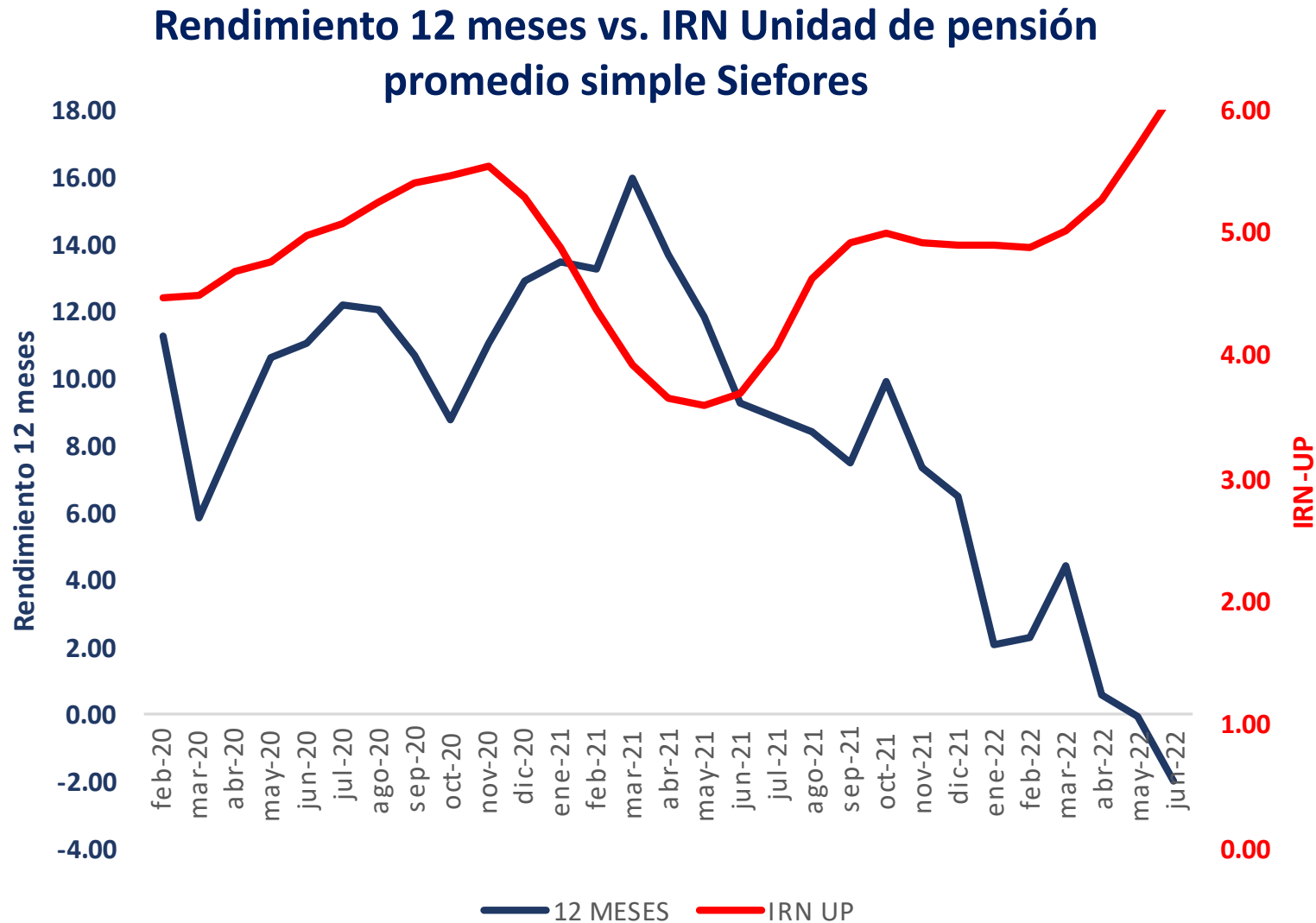
- Medir el **desempeño** en términos del **costo de una pensión (unidad de pensión)** hace el desempeño **menos volátil** y permite evaluar las diferencias de perfil de riesgo entre generaciones

Indicador de Rendimiento Neto con Unidad de Pensión-promedio simple Siefores (% anual)



Algunas conclusiones a 4 años de implementación

- Pero sobre todo las medidas de corto plazo desinforman al cotizante sobre la pensión que podrá obtener.



El caso México-Siefores Generacionales: diseño, implementación y regulación

Octavio Ballinas

abril 2024