

ESPECIAL DE FitchRatings PARA EL ECONOMISTA

Rendimiento de SAR supera a inflación luego de tres años; ¿qué se espera en el 2018?

EL RENDIMIENTO promedio ponderado del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) en el 2017 (9.11%) superó a la inflación (6.77%) después de que su desempeño real en el 2015 y el 2016 fuera negativo: 1.4% contra 2.13 y 2.5% contra 3.36%, respectivamente. La tasa compuesta (acumulación de rendimientos expresada de forma anual, según el número de periodos), que atenúa el efecto de movimientos inusuales o extremos y permite valorar mejor la gestión de los portafolios, ya muestra cifras positivas a tres y cinco años, de 4.40 y 5.14%, respectivamente, sobre la inflación de 4.07 y 4.05%, calculada sobre la misma base.

Bolsas, Udibonos y M Bonos, impulsores

● **SI BIEN** lo apropiado es hacer evaluaciones en horizontes de mediano y largo plazos, la revisión en periodos anuales ayuda a clarificar la reacción de los portafolios ante sucesos coyunturales, observar que los cambios de posiciones en la tabla de rendimientos suelen ser frecuentes y extremos en ciertas etapas, y comprender que se pueden generar fuertes minusvalías temporales. En ese sentido, véase que la línea del desempeño del SAR a 12 meses se desplazó de forma horizontal hasta octubre, entre 3.8 y 5.7%, por debajo de la del índice de precios al consumidor, hasta que subió fuertemente en noviembre.

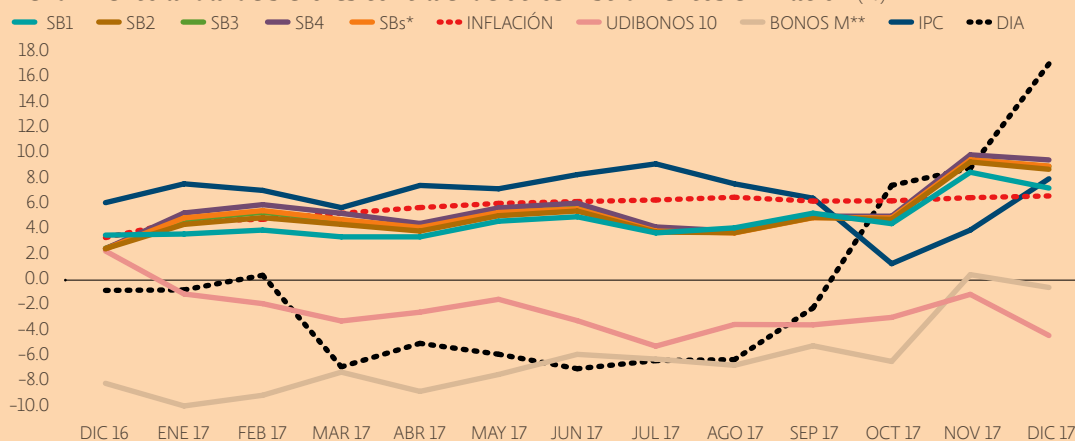
El repunte del último trimestre coincide con la recuperación del precio del M Bono de 10 años (M Bono) y el alza de las bolsas de México y Estados Unidos. El declive del retorno en diciembre se explica por la baja dual del M Bono y el Udibono del mismo vencimiento. De hecho, se aprecia que la evolución del rendimiento del sistema se parece mucho a la del bono, lo que evidencia su correlación. Véase que el M Bono redituó 8.0% hasta noviembre (de -8.0 a 0.0%), a pesar de que su tasa de mercado terminó el año en el rango de entre 7.55 y 7.65% y después de que se diluyeran las ganancias de mercado que produjo su baja a 6.65 por ciento.

En general, la cifra de renta-

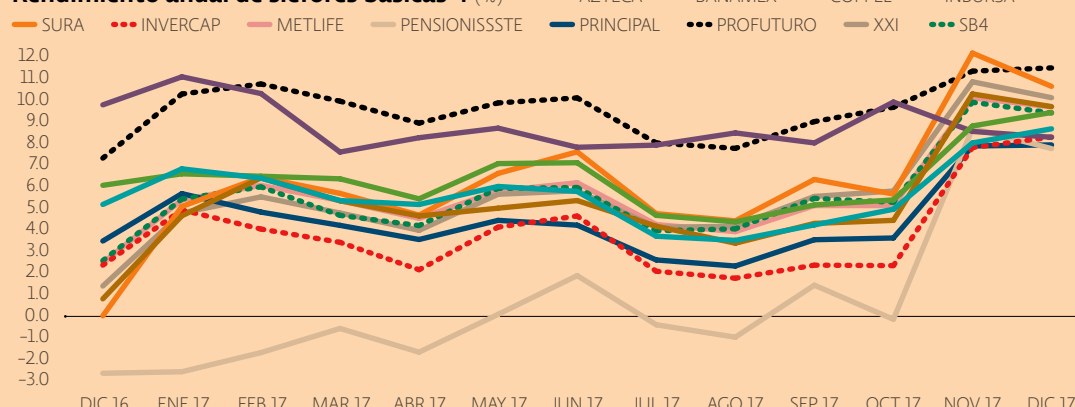
SIEFORES, A LA PAR

Las líneas de desempeño de los cuatro grupos de SB, en especial SB 4, 3 y 2, corrieron a la par, con separación mínima. Las de las SB3 y SB2 parecen incluso un solo trazo, sin distinción perceptible.

Rendimiento anual de siefores contra el de otros instrumentos e inflación (%)



Rendimiento anual de siefores básicas 4 (%)



FUENTES: BANCO DE MÉXICO, BLOOMBERG, CONSAR, PIP Y CÁLCULOS DE FITCH

GRÁFICO EE: STAFF

bilidad del conjunto de las Siefores Básicas (SB) se atribuye a la composición que las cifras de Consar revelan al cierre de año: cerca de 23% de sus activos en renta variable (RV) local y extranjera y 35% en M Bonos y Udibonos, principalmente.

La mezcla habría producido 5.6% de retorno absoluto (la porción de mercado de capitales, alrededor de 3.5%; la de M Bonos y Udibonos, 2.10 por ciento).

En la gráfica, la referencia más redituable es DIA, el ETF que emula al índice Dow Jones en moneda nacional, puesta como representación genérica de la inversión del sistema en valores internacionales. En el 2017, produjo 17.31% de ganancia, con minusvalía máxima de 7% entre febrero y septiembre. Impulsores adicionales de peso relevante en las inversiones totales habrían sido la deuda pri-

vada (19.5% de los activos) y el resto de deuda gubernamental (14% en Cetes, reportos y valores revisables).

Portafolios homogéneos

● **LA GRÁFICA** nos revela que las líneas de desempeño de los cuatro grupos de SB, en especial SB 4, 3 y 2, corrieron a la par, con separación mínima. Las de las SB3 y SB2 parecen incluso un solo trazo, sin distinción perceptible.

Los distanciamientos mayores entre los retornos de las SB4 y las SB1 fueron en diciembre (2.3%) y febrero (2.1 por ciento). Hubo meses de cruzamiento de líneas: las SB1 superaron a las otras tres en agosto y septiembre, cuando las tasas "largas" culminaron su proceso de baja en el mercado secundario y cambiaron de tendencia (ca-

be recordar que, en el 2016, en ocho meses intercalados, el rendimiento de las SB1 fue superior al de las demás).

Como se ha señalado en otras colaboraciones, la semejanza en la evolución de los retornos es consecuencia de que no haya diferenciales significativos en las proporciones de inversión de los cuatro conjuntos de SB. Prevalce como pendiente del sistema la configuración de los portafolios conforme a los parámetros del régimen de inversión.

Para que los trabajadores hagan valoraciones adecuadas para tomar decisiones, es enriquecedor que observen el comportamiento de cada una de las 11 SB4 a mediano plazo en vez de datos de corto alcance. Véase en la segunda gráfica que, en enero, el rendimiento anual de INBURS4 (Inbursa) era 13.56% superior al de MASBAS4 (PensionISSSTE): 11.02% contra -2.54 por ciento.

En octubre, el margen era todavía de 9.99%; finalmente, en diciembre, se redujo a medio punto porcentual: 8.24 contra 7.72 por ciento. Nótese también, en la parte media, el grupo de ocho líneas que se enlazaron en enero, entre 4.76 y 6.79%, y transitaban con las mismas formaciones de subidas y retrocesos. En resumen: al inicio parecía que la trayectoria de desempeño de cada SB correría separada de las demás, algunas con amplia ventaja sobre otras; al final, se cerraron las diferencias y todas tendieron a converger entre 10.58 y 7.72 por ciento.

Detonantes de rentabilidad en el 2018

● **CON BASE** en las cifras a diciembre del 2017, seis SB4, ocho SB3 y nueve SB2 podían elevar sus proporciones de RV internacional (algunas no aprovechaban ni 30% del potencial) y casi todas tenían mucho espacio para incrementar las de RV nacional. En caso de que la composición sustancial no cambie y la homogeneidad de los cuatro tipos de portafolios se mantenga, su rentabilidad ponderada en el 2018 provendrá de la estructura señalada en el segundo párrafo, sin que se procure la diferenciación necesaria de retornos para los ahorradores jóvenes respecto de los que se pretenden para quienes están más cerca del retiro.

Así, el resultado variará en la medida en que el comportamiento de los tres activos principales del sistema (bolsas externas, M Bonos y Udibonos) difiera de aquel del 2017 en trayectoria o porcentaje. En primera instancia, los movimientos tácticos de los gestores estarán supeditados a la posibilidad de que se diluya el abultamiento en la parte corta de la curva local (porcentajes más altos entre 28 días y un año que entre uno y 10 años), ya sea por la baja de las tasas menores a un año, el alza gradual de las de mediano y largo plazos, o la combinación de ambas cuestiones. Con todo lo anterior, Fitch Ratings considera que, para hacer lecturas correctas y tomar decisiones con sustento, lo conveniente es evaluar el desempeño en horizontes de mediano y largo plazos.