

**AFORES Y FINANZAS
ESTRUCTURADAS**

28 de octubre de 2024

ANÁLISIS SECTORIAL**CONTACTOS**

Francisco Uriostegui
Associate Director – Credit Analyst/ML
+52.1253.5728
francisco.uriostegui@moodys.com

Rodrigo Granovsky
Associate Director – Credit Analyst/ML
+52.55.1253.5747
rodrigo.granovsky@moodys.com

Ethan Devars
Associate/ML
+52.55.1555.5308
ethan.devars@moodys.com

José Montaña
Ratings Manager/ML
+52.55.1253.5722
joseangel.montano@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

México
+52.55.12535700

Mejoras en el régimen de inversión de las Afores

El 25 de octubre se publicó en el diario oficial de la federación ajustes al marco regulatorio de las inversiones de las Afores con la finalidad de modernizar el régimen de inversión. Un cambio positivo que busca fortalecer la diversificación de los portafolios por perfil de riesgo para el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), lo que mitigaría también la volatilidad ante escenarios de estrés. Además, amplía el abanico de opciones para las Administradoras de Fondos para el Retiro, que han visto un acelerado el crecimiento de los recursos administrados de los trabajadores.

A septiembre 2024, se reportaron activos bajo administración por MXN 6,787 miles de millones, lo que representa alrededor del 21% del Producto Interno Bruto (PIB) de México, y se espera que esta proporción sea hasta 35% en 2030. Asimismo, el nuevo régimen de inversión permite a las Afores contar con una definición de “Emisora Simplificada”, lo que ayudaría a considerarlas en el marco de inversiones, expandiendo más las oportunidades de diversificación de los portafolios de inversión.

Los cambios en el régimen de inversión contemplan incrementar los límites para cuatro tipos de activo (Figura 1), dichos cambios son de una necesidad creciente para proteger los ahorros y el retorno de tal forma que se maximice la tasa de reemplazo de los trabajadores, pero su aplicación es posible en el sistema multifondos. El sistema multifondos actual optimiza el riesgo y rendimiento según la edad, ajustando las estrategias de inversión durante la fase de acumulación.

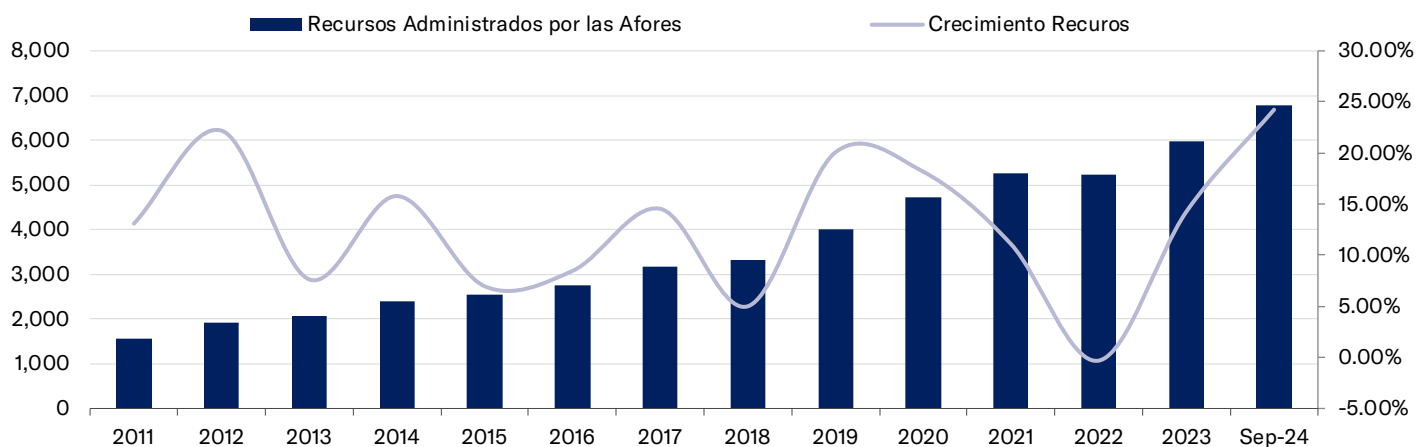
Aproximadamente el 48% de los activos en administración son plusvalías acumuladas. En consecuencia, estos cambios aprovechan el potencial del sistema para establecer límites trimestrales precisos en las trayectorias de inversión, mejorando así tanto la diversificación como los rendimientos. La implementación del modelo de Siefors Generacionales en diciembre de 2019 representó un avance significativo en el desarrollo de estrategias de inversión ponderadas por riesgo dentro del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR). Las trayectorias de inversión de ciclo de vida se definen ahora con mayor precisión según cortes generacionales de cinco años, ajustando el perfil de riesgo a medida que se acerca la edad de jubilación.

FIGURA 1 Límite de inversión establecido por tipo de activo bajo el nuevo esquema de Régimen de Inversión

| Tipo de Activo | Límite de Inversión |
|--|--|
| Límites de inversión en Instrumentos Estructurados. | Las Afores podrán invertir hasta un 30% de los activos, sujeto a las condiciones que se determinen en la Circular Única Financiera. |
| Límites de inversión en FIBRAS. | La modificación permitirá que sobre todo las Siefores de los más jóvenes tengan mayor exposición a esta clase de activo, hasta un 12.5% de los activos. |
| Límites de inversión en instrumentos en divisas. | Con la introducción del esquema de Siefores Generacionales, el límite para instrumentos denominados en divisas se mantuvo constante para todas las Siefores, por lo que en esta actualización del Régimen de Inversión se armonizan estos límites con las trayectorias del resto de los activos sin que se afecte el rendimiento, pero acotando los riesgos. |
| Límites del Diferencial del Valor en Riesgo Condicional (DCVaR). | Acorde con la vida laboral de los trabajadores y que las Siefore puedan incrementar sus inversiones en activos de renta variable sobre todo para las Siefores de los trabajadores más jóvenes, se incrementan los límites aplicables al DCVaR. |
| Definición de Emisora Simplificada. | En línea con la reforma a la Ley del Mercado de Valores. |

Fuente: Modificaciones y Adiciones a las Disposiciones de Carácter General que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro, publicado en el diario oficial de la federación el 25 de octubre de 2024 y Moody's Local México

FIGURA 2 Comportamiento de los recursos administrados en el SAR desde 2011



Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CON SAR) y Moody's Local México

Nota: Cifras expresadas en MXN Miles de Millones, crecimiento septiembre 2024 se calcula con respecto a septiembre 2023

Otro factor relevante detrás de la actualización al régimen de inversión es el crecimiento promedio 2011 - 2023 de 12.07% anual de los recursos bajo administración (AUM) de las Afores, que se ha potenciado con el incremento de las contribuciones derivado de la reforma de 2020 (Figura 2). Esperamos que las actualizaciones al régimen de inversión sean más dinámicas en el futuro respondiendo a los crecientes niveles de AUM, ya que a través de flexibilizar los límites de inversión se amplían las estrategias posibles para los administradores de activos y por lo tanto los rendimientos prospectivos mejoran. Adicionalmente, un mayor nivel de recursos también implica que se agotan las posibilidades de inversión en ciertos tipos de activos por lo que el régimen de inversión debe considerar la capacidad y configuración del mercado de valores.

Como ejemplo es el caso del incremento en los últimos años en las inversiones en renta variable internacional a 14.1% de los AUM y estructurados a 8.3% de los AUM y su efecto positivo en el retorno. Desde nuestra perspectiva las capacidades técnicas de los equipos de riesgos e inversiones de las Afores también han evolucionado positivamente y se encuentran en posibilidad de explotar los recientes cambios en favor de sus clientes, aunque una mayor complejidad de estrategias exigirá mayores recursos invertidos en capital humano.

El aumento en el límite de inversión en instrumentos estructurados beneficia al sector de financiamiento estructurado.

Desde 2022, se han realizado 23 emisiones estructuradas públicas respaldadas por portafolios de activos corporativos y de consumo, por un monto colocado en cada emisión cercano a MXN 500 millones en promedio. En el caso de los portafolios corporativos, estos han sido principalmente arrendamientos de maquinaria y equipo para Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes); en el caso de consumo se trató principalmente de créditos al consumo y microcrédito.

Durante los últimos años, especialmente durante la quiebra o liquidación de Instituciones Financieras No Bancarias (IFNBs) prominentes en el mercado, las emisiones estructuradas han probado su fortaleza financiera de cara a los inversionistas, cumpliendo con el pago en tiempo y forma de capital e intereses aún durante la quiebra o liquidación de la IFNB originadora y administradora original de la cartera.

En la medida en que el incremento en el límite de inversión en instrumentos estructurados recientemente publicado estimule el apetito por este tipo de financiamiento, se podría esperar que aumente el número de IFNBs que emitan deuda respaldada por portafolios de activos corporativos y de consumo. Especialmente en el caso de IFNBs de tamaño mediano.

Indirectamente los valores en los portafolios de inversión son un ahorro interno de extrema relevancia para el país representan el 21% del PIB, con MXN 1,934 mil millones en el sector privado, MXN 754 mil millones en infraestructura y con MXN 243 mil millones invertidos en energía por mencionar algunos ejemplos. De este modo, la actualización del régimen de inversión permitirá a los equipos de riesgos e inversiones de las Afores considerar proyectos que impulsen la productividad nacional. Es crucial proteger la independencia y fortalecer el rol de los profesionales encargados del análisis y selección de inversiones para promover empleo, vivienda, infraestructura estratégica y desarrollo regional sostenible.

Finalmente, consideramos positiva la incorporación de la figura de emisora simplificada que tiene su origen bajo el marco de la reforma a la Ley del Mercado de Valores de 2023. La emisora simplificada es una opción orientada a financiar pequeñas y medianas empresas, incorporar la definición ayuda a tener claridad sobre su condición y operación en la práctica en los portafolios de inversión. No obstante, consideramos que la emisión simplificada tiene retos intrínsecos en su naturaleza operativa y crediticia que podría limitar el ser una inversión relevante dentro del apetito de riesgo de un portafolio de ahorro para el retiro.

A lo largo de sus 27 años el régimen de inversión del SAR ha evolucionado constantemente, lo que ha permitido tener una diversificación eficiente que ha demostrado su eficiencia defensiva frente a diferentes escenarios de volatilidad de los cuales se ha aprendido y mejorado. De tal manera en agosto y septiembre de 2024 se han registrado niveles récord de retorno mensual (Figura 2), un desempeño que es un resultado de capacidades combinadas incluido el régimen de inversión. Las elecciones en Estados Unidos podrían derivar en diferentes escenarios de volatilidad en los mercados nacionales e internacionales durante los próximos meses, pero consideramos que el sistema se encuentra adecuadamente diversificado para afrontarlo.

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIRSE, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.