

# En contexto

**Sistema de Pensiones:  
adónde invertir el ahorro de  
los trabajadores.**

**Fideicomiso de Inversión y Bienes  
Raíces (Fibras)**

Abril 2017



CÁMARA DE DIPUTADOS  
LXIII LEGISLATURA



Centro de Estudios Sociales y de Opinión Pública

# **Sistema de Pensiones: adónde invertir el ahorro de los trabajadores.**

## **Fideicomiso de Inversión y Bienes Raíces (Fibras)**

*Giovanni Jiménez Bustos*

### **Índice**

Marco institucional del Sistema de Pensiones en México

Ahorro, inversión y crecimiento económico

Los Fideicomisos de Inversión y Bienes Raíces (Fibras). Contexto Internacional

Los Fideicomisos de Inversión y Bienes Raíces (Fibras) en México

Evaluación de los Fibras, desde el punto de vista de las rentabilidades sociales.

“Una vejez digna termina por construir un mejor país”.

Conclusiones

## Marco institucional del Sistema de Pensiones en México

Antes de 1996 el Sistema de Pensiones de México era una facultad exclusiva del gobierno federal. Los asegurados ascendían a 35 millones de pensionados; sin embargo, en 1996 se empieza a gestar el nuevo sistema de pensiones enmarcado en la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (23 de mayo de 1996). Bajo este nuevo marco regulatorio los trabajadores beneficiados por el sistema de pensiones pasaban de un esquema de colectivo de reparto y beneficios definidos a uno de contribuciones definidas.

- i. En los sistemas de *colectivo de reparto* o *beneficios definidos* es necesario cubrir cierto número de aportaciones o periodo de cotización para acreditar el derecho a una pensión predeterminada. Las aportaciones de los trabajadores en activo no se acumulan en un fondo, sino que son destinadas a financiar las pensiones de los trabajadores jubilados.
- ii. En cambio, las *contribuciones definidas* son las aportaciones hechas a los sistemas de contribución definida donde se acumulan en una cuenta individual, construyendo el patrimonio que en el momento del retiro financiará el pago de una pensión. El monto de la pensión es determinado por el número de aportaciones, monto, tiempo y frecuencia con la que se realizan, así como el rendimiento obtenido.<sup>1</sup>

El nuevo sistema de pensiones en México fue la respuesta institucional al costo fiscal que representaba el sistema de reparto. La SHCP estima que de no haberse llevado a cabo esta reforma el costo financiero para el IMSS 2014 hubiera sido de 141 veces el valor del PIB.

En general, se reconocen tres costos relacionados con la reforma: 1) el pago de pensiones de los jubilados de la ley de 1973; 2) la pensión garantizada de la actual ley; y 3) las aportaciones gubernamentales a la cuenta individual del trabajador, incluyendo la cuota social (CS). Se espera que el costo fiscal vaya incrementándose año con año hasta alcanzar un máximo histórico, el cual coincidirá

---

<sup>1</sup> Asociación Mexicana de Afores.

con la disminución de obligaciones contraídas con los pensionados de la ley del 73, para después comenzar a reducirse. Para el caso de los trabajadores al servicio del Estado, el ISSSTE enfrentaba problemas similares, el déficit de caja derivado del pago de pensiones era insostenible y en 2007 (1 de abril) entró en vigor la nueva Ley del ISSSTE.<sup>2</sup>

Con los sistemas de ahorro para el retiro, el gobierno del presidente Zedillo crea una fuente amplia y permanente de oferta crediticia de largo plazo, tanto para el gobierno como para el sector privado; en 1997 (1 de julio) se autorizó al sector financiero privado su participación en el Sistema de Ahorro para el Retiro a través de las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afore). Del mismo modo se crean las Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores).

### Ahorro, inversión y crecimiento económico

El sistema de pensiones (reformado en 1997) tiene como principal característica la capitalización de cuentas individuales en las que se concentran las aportaciones de los trabajadores, patrones y gobierno. La proporción de estas aportaciones se muestra en la siguiente tabla (medida como % del salario del trabajador).

Tabla 1. Aportaciones al sistema de capitalización

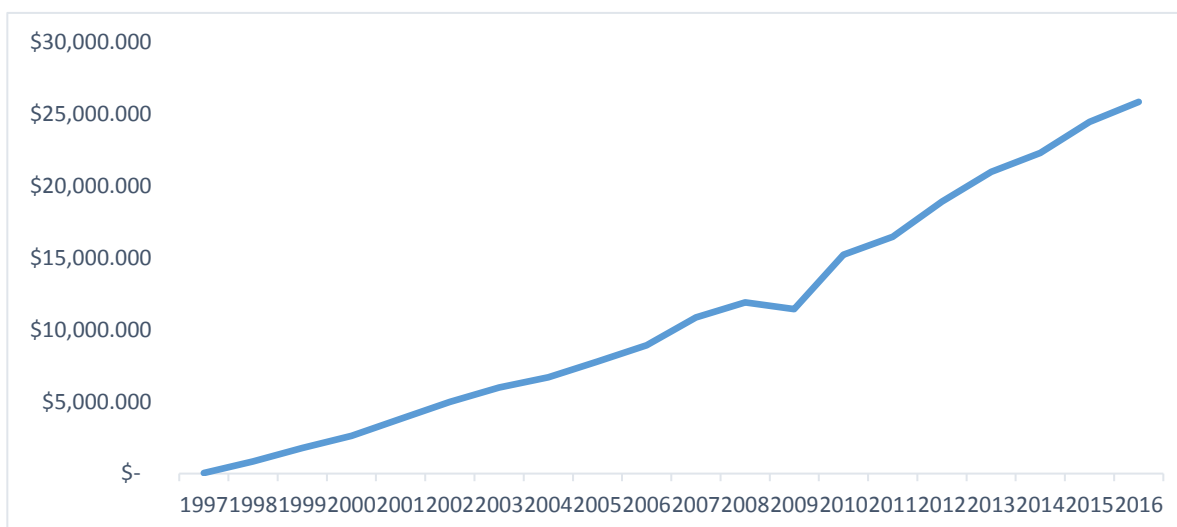
<i>trabajador</i>	<i>patrón</i>	<i>gobierno</i>
1.25	4.15	0.22

Fuente: Elaboración propia con datos de la Amafore.

<sup>2</sup> Diagnóstico del Sistema de Pensiones, SHCP-Consar, junio 2015.

Desde que dio inicio este sistema, los flujos de recursos destinados a las Afore ascienden a 1.4% del PIB. La evolución de estos flujos se observa en la siguiente gráfica.

Gráfica 1. Siefores. Recursos totales (mdp 2008)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Consar.

La gráfica anterior muestra las aportaciones hechas a los sistemas de contribución definida. Recordemos que estas contribuciones se acumulan en una cuenta individual, construyendo el patrimonio que en el momento del retiro financiará el pago de una pensión; es decir, los trabajadores, patrones y gobierno forman un ahorro precautorio para cuando el trabajador ya no tenga la capacidad de generar ingresos propios.

Atrás de los esquemas de capitalización se encuentra el modelo de ciclo de vida de Franco Modigliani (1963).<sup>3</sup> El autor propone que el *consumo* es una función que está relacionada con los ingresos pasados y la capacidad de generación de ingresos, misma que se va perdiendo con el paso de los años. El modelo supone que la capacidad de generar ingresos está asociada sólo a variables como la

<sup>3</sup> <http://www.jstor.org/stable/1817129?origin=JSTOR-pdf> "life cycle" hypothesis of saving: aggregate implications and test. Albert Ando and Franco Modigliani. 1963

educación. Sin embargo, en “Gasto público y enfoque de capacidades...”<sup>4</sup> he demostrado que los ingresos están íntimamente relacionados con el grupo social al que pertenecemos y no sólo con el capital humano, por tanto: entre mejores redes sociales vamos conformando a lo largo de nuestra vida más ingresos generamos. Este resultado es importante puesto que el lugar en donde se sitúan los Fibras impactará no únicamente a su plusvalía sino que atraerán empresas asociadas y capital humano, fortaleciendo así la creación de redes, y por ende, de ingresos.<sup>5</sup>

### *De cuántos estamos hablando (personas)*

En septiembre de 2016, el sistema de pensiones contaba con 56.3 millones de cuentas individuales. De las cuales 38.1 correspondían a trabajadores inscritos en una Afore y 18.2 millones personas asignadas a una. El sistema ha pasado de 11.2 a 56.3 millones de beneficiados en 19 años (1997-2016). La mayoría de los afiliados están inscritos en el Seguro Social (36.4 millones) mientras que los trabajadores del Estado afiliados al ISSSTE son menos de 1.5 millones; el resto de los beneficiados corresponde a trabajadores independientes que han decidido pagar sus aportaciones de forma voluntaria (267 mil).

De acuerdo con el Banco de México, el Sistema de Cuentas Individuales es la segunda fuente de recursos destinados al ahorro nacional, únicamente superada por los activos del sector bancario. En febrero de 2017 representaban 13.6% del PIB; es decir, 2,828 millones de pesos, destacando que esta cifra se ha mantenido estable desde 2014.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> “Gasto público y el enfoque de capacidades. Un análisis del gasto en educación por parte de los individuos, gobierno federal y entidades subnacionales de México”, Giovanni Jiménez, CESOP, abril 2017.

<sup>5</sup> Este resultado es consciente con el proceso de urbanización en América Latina. Actualmente en las ciudades latinoamericanas habita 80% de la población y este proceso de migración (de lo rural a lo urbano) se debe a que los latinoamericanos consideran que tienen más oportunidades laborales en las ciudades que en las zonas rurales. Aunado a ello, en las ciudades hay mejores servicios de vivienda y comunicaciones.

<sup>6</sup> Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Los recursos generados por estos casi 40 millones de trabajadores se invierten de acuerdo a la normatividad en los mercados financieros a través de diversos instrumentos, mismos que se muestran en la siguiente tabla.<sup>7</sup>

Tabla 2. Composición del portafolio de inversión

<b>Instrumentos</b>	<b>Porcentaje</b>
Gubernamentales	54
Renta variable	20
Papel privado	20
Instrumentos estructurados y Fibras	6

Fuente: Amafore, 2017.

¿Cómo impactan los diferentes instrumentos de deuda en donde las Afore invierten al crecimiento económico? Ésta es justamente la pregunta medular cuando estamos hablando de los ahorros generados por los trabajadores. Hay que tener presente que estos recursos forman parte del —en algunos casos, único— patrimonio con el que cuentan; por tanto, los vehículos de deuda deberían garantizar retornos sociales y retornos financieros, dado que cada que cada vez que se ha presentado una crisis en nuestro país se experimenta una sensible caída en los ingresos reales y los empleos.<sup>8</sup>

## Los Fideicomisos de Inversión y Bienes Raíces (Fibras)

### Contexto Internacional

Los REITS (Real Estate Investment Trust, por sus siglas en inglés; en México, denominados Fibras) fueron creados en EEUU en 1960, como un mecanismo para

<sup>7</sup> Disposiciones de carácter general que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro.

<sup>8</sup> La pérdida del empleo impacta en los ahorros futuros, no sólo por el hecho de que no tienen ingresos, sino que, por ley, los trabajadores pueden acceder a sus ahorros (Afore) hasta volver a recuperar sus empleos.



que el gran público inversionista tuviera la posibilidad de invertir en activos inmobiliarios de gran escala, generadores de rentas.

En la actualidad hay más de 140 REIT públicos, en diversas clases de activos, con un valor de capitalización aproximado de 271 mil millones dólares estadounidenses (diciembre de 2009) —frente a un valor actual de capitalización de mercado del IPC de 228 mil millones dólares americanos.

En la década de 1970 entraron en Holanda y Australia. Hoy están en Francia, Bélgica, Canadá, Brasil, Turquía, Singapur, Japón, México, Malasia, Israel, Taiwán, Corea, Reino Unido, Hong Kong, Alemania y Colombia. El último país europeo en generar estas oportunidades de inversión fue Italia, en 2007.

Tabla 3. REIT en América Latina

Chile	Colombia	Argentina	Brasil
Los primeros fondos de inversión inmobiliarios se crearon a principios de la década de 1990 y estaban orientados a instituciones como compañías de seguros o AFP y eran de rentabilidad a largo plazo.	Fiducia Inmobiliaria fue emitido en febrero de 2007 por un total de 269 mil millones dólares. Es un vehículo de inversión inmobiliaria similar a un REIT.	Fideicomiso Financiero Inmobiliario. Desde 1995, entró en vigencia la Ley 24,441 dando lugar a la figura del <i>fideicomiso financiero</i> como lo más cercano a un REIT.	Fundo de Inversión Inmobiliario. Fueron introducidos en Brasil en 1993. Actualmente sigue la Ley 472/08 de la CVM (Comissao de Valores Mobiliários —que es el equivalente brasileño de SEC). A nivel local son denominados FIIS o Fondos de



			Inversión Inmobiliario.
--	--	--	----------------------------

Fuente: Fibra Uno, antecedentes.

En los últimos siete años (2003-2009), el rendimiento anual promedio reportado por el índice de todos los REIT fue de 8.1%, de los cuales 5.9% provino de la distribución de dividendos (derivados de los arrendamientos) y 2.2% de la revaluación de las acciones de los REIT.

### Los Fideicomisos de Inversión y Bienes Raíces (FIBRAS) en México

Los Fibras son fideicomisos. Un fideicomiso es un contrato por medio del cual una persona llamada *fideicomitente* transfiere ciertos bienes y/o derechos a la institución fiduciaria. El *fiduciario* los administra en los términos pactados haciendo llegar los beneficios a un tercero llamado *fideicomisario*. Los beneficios fiscales de los fideicomisos creados para la prevención social son deducibles del Impuesto sobre la Renta (ISR).

Los Fibras son títulos o valores emitidos por fideicomisos que se destinan a la adquisición o construcción de bienes inmuebles en territorio nacional, éstos a su vez se destinan al arrendamiento o a la adquisición del derecho de percibir los ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como a otorgar financiamiento para esos fines, siempre que cumplan con lo previsto a través de los artículos 187 y 188 del ISR.

El esquema de operación de los Fibras en México es:

1. Las empresas aportan el bien inmueble.
2. El fideicomiso recibe el inmueble (Fibra).
3. El fideicomiso coloca los certificados en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).
4. La BMV entrega al inversionista público o a las Afore (inversionista institucional) los certificados bursátiles.
5. Los recursos, producto de la emisión, son destinados al fideicomiso.
6. La empresa recibe el dinero o los derechos fiduciarios.

De acuerdo con la normatividad, estos instrumentos pueden invertir sus recursos en: naves industriales, centros comerciales, oficinas, entre otros bienes raíces. Es decir, los Fibra son vehículos de inversión que brindan acceso al negocio inmobiliario. En este punto, la respuesta de por qué estas emisiones bursátiles tienen un impacto directo sobre el crecimiento económico es obvia: a mayor formación bruta de capital fijo, mayor crecimiento económico. Entonces, la respuesta va encadenada a la inversión localizada.

### **Evaluación de los Fibras, desde el punto de vista de las rentabilidades sociales. “Una vejez digna termina por construir un mejor país”.**

Paul Krugman explica en su teoría de la nueva geografía económica<sup>9</sup> que los productores se establecerán lo más cerca de sus proveedores y clientes. Derivado de esta aglomeración se forma una fuerza de gravedad que atrae activos (infraestructura y personas). Esta fuerza de atracción se determina a partir del indicador de aglomeración horizontal.

$$Ci = \frac{Ei}{A}$$

Donde:

- ✓ Ci es el indicador de aglomeración horizontal
- ✓ E es el empleo en el área i
- ✓ A es la superficie del municipio.

Del modelo de gasto público y el enfoque de capacidades sabemos que los ingresos están determinados por la siguiente ecuación:

$$Yi = \beta_1 e + \beta_2 exp + \beta_3 redsocial + \varepsilon$$

Donde:

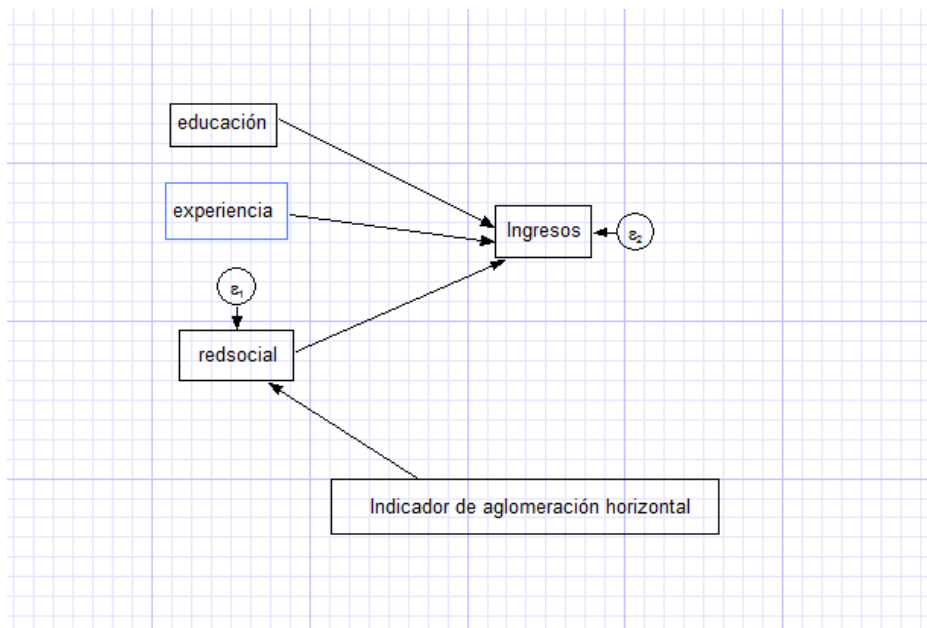
---

<sup>9</sup> Paul Krugman, *Desarrollo, geografía y teoría económica*, Antoni Bosch Editor, 1997, Barcelona, España.

- ✓  $Y_i$  son los ingresos de los mexicanos
- ✓  $e$  son los grados educativos aprobados
- ✓  $exp$  es la experiencia, y
- ✓  $redsoc$  es una variable que mide la solidaridad entre el grupo social al que pertenecemos y como éste apoya en la generación de nuestros ingresos laborales. Mide la solidaridad entre personas.

Siguiendo esta construcción, proponemos el siguiente modelo de ecuaciones estructurales.

Gráfica 2. Modelo 1 de ecuaciones estructurales para la valuación de Fibras



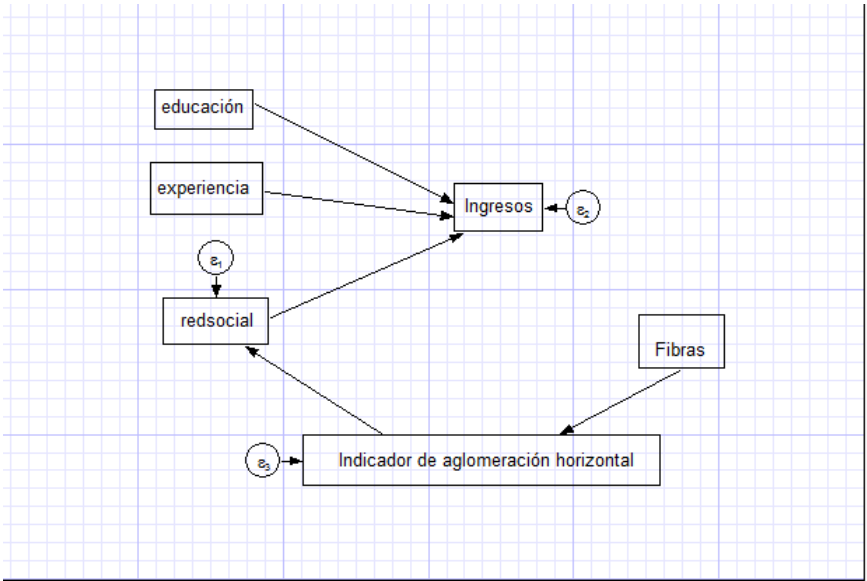
Fuente: Elaboración propia con Stata 12 y datos de la ENIGH.

De la ley de Tobler<sup>10</sup> —o principio de autocorrelación espacial— sabemos que el indicador de aglomeración refuerza las redes sociales. La ley de Tobler nos dice que todo está relacionado, pero las cosas más cercanas están más relacionadas. Dado que el indicador de aglomeración lo que nos dice es el grado de concentración

<sup>10</sup> W. R. Tobler, “A computer movie simulating urban growth in thr Detroit Region”, *Economic Geography*, vol. 46 , núm. Sup1, 1970.

de activos, por ejemplo trabajadores, entre más relaciones tengan entre ellos, más fortalecen sus redes sociales. Los Fibra fortalecen el indicador de aglomeración. Repetimos, como fueron normadas para la creación de naves industriales, centros comerciales, oficinas, entre otros bienes raíces, los Fibra fueron hechos para fortalecer las redes sociales entre el capital humano (oficinas y naves industriales), como se observa en la siguiente gráfica.

Gráfica 3. Modelo 2 de ecuaciones estructurales para la valuación de Fibras



Fuente: Elaboración propia con Stata 12 y datos de la ENIGH.

Entre mayores aglomeraciones creen los Fibra mayores son los ingresos que se generaran entre los trabajadores, y en caso de que algún desarrollo falle, los bienes inmuebles sirven como garantías de los ahorros del sistema de pensiones. Recordemos que fueron las aportaciones las que crearon estos vehículos de deuda y como tal, los trabajadores pueden disponer, de acuerdo a los porcentajes de aportaciones sobre estos bienes raíces.

## Conclusiones

La inversión en infraestructura es una de las variables más sensibles cuando hablamos de crecimiento económico. Como hemos mostrado, en los países latinoamericanos —donde se han mantenido en una senda estable de crecimiento— un porcentaje considerable del gasto se destina a la creación de infraestructura. Sin embargo para el caso mexicano, la crisis petrolera empujó al gobierno federal a contraer el gasto público en este sector, por lo que hoy se hace necesario considerar otras fuentes de recursos para garantizar la estabilidad laboral y la revaloración del poder adquisitivo de las familias. Para tal efecto, considero que los Fibras garantizan la creación de infraestructura productiva y aglomeraciones que impactan en los ingresos de la clase trabajadora. Aunado a ello, los bienes raíces creados por estos vehículos de deuda sirven como garantías de los ahorros de los trabajadores.

## Referencias

Asociación Mexicana de Administradora de Fondos para el Retiro (Amafore).

Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Alberto Ando y Franco Modigliani (1963), *Life cycle” hypothesis of saving: aggregate implications and test*, Istor.

Jiménez Bustos, R. Giovanni (2017), “Gasto público y el enfoque de capacidades. Un análisis del gasto en educación por parte de los individuos, gobierno federal y entidades subnacionales de México”, Documento de Trabajo núm. 242, Centro de Estudios Sociales y de Opinión Pública (CESOP), Cámara de Diputados, México.

Paul Krugman (1997) *Desarrollo, geografía y teoría económica*, Antoni Bosch Editor, Barcelona, España.

shcp-Consar (2015), Diagnóstico del Sistema de Pensiones.

W. R. Tobler, “A computer movie simulating urban growth in the Detroit region”, *Economic Geography*, vol. 46, núm. Sup1, 1970.