

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Marzo 15 de 2016

## Tasas de interés de largo plazo y ahorro pensional

Anif ha venido expresando su preocupación por el impacto que tendría una declinación secular de las tasas de interés reales sobre el ahorro pensional. En particular, hemos calculado que si dichas tasas descendieran del 9% real por año (valor histórico en Colombia durante 1995-2015) hacia un 7%, entonces se incrementaría el flujo de ahorradores del Régimen de Ahorro Individual (RAIS) privado hacia el Régimen de Prima Media (RPM) y ello agravaría las finanzas públicas de forma grave en el horizonte 2016-2050.

En efecto, dicha trayectoria de tasas de interés derivaría en mayores traslados RAIS-RPM, pasando de 130.000 en 2014 a 274.000 en 2050 (para un total cercano a 9 millones de traslados durante todo el horizonte 2015-2050). Ello, junto con la dinámica demográfica del país, implicaría que el total de cotizantes activos RAIS+RPM pasaría de 9 millones en 2014 hacia 21 millones en 2050.

Así, la composición de los cotizantes activos RAIS/RPM cambiaría, pasando del 77%/23% al cierre de 2014 (7 millones en el RAIS / 2 millones en el RPM) al 72%/28% a la altura de 2050 (15/6 millones). Nótese cómo cerca de la mitad de los cotizantes activos al RPM en 2050 estarían explicados por los traslados realizados durante el horizonte de proyección.

A nivel del Valor Presente Neto (VPN) pensional, nuestras estimaciones más recientes nos hablaban

de cifras del 141% del PIB, incluyendo las nuevas tablas de mortalidad. Nótese cómo ello supera la estimación oficial realizada por el DNP en 2005 (traída al año 2015). Dicho VPN pensional bruto se descomponía en subsidio (83.6% del PIB) y cotizaciones (57.7% del PIB). Sin embargo, la totalidad de ese VPN-pensional bruto debe ser asumido vía PGN al descubierto, dado que el Gobierno se ha venido gastando dichas cotizaciones, agotando las reservas del RPM en el año 2003 (ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-Pensiones1113.pdf>).

Ahora bien, a dichas cifras habría que agregarle el VPN pensional resultante de los mayores traslados derivados de nuestro modelo de semielasticidades de tasas de interés (ver detalles en el *Informe Semanal* No. 1301 de febrero de 2015). Al agregar estas cifras del VPN-bruto por traslados a nuestras estimaciones anteriores del VPN pensional del 141.3% del PIB (por nuevas tablas de mortalidad), llegamos a un total del 228% del PIB de VPN pensional bruto (129.5% de subsidio y 98.6% de cotizaciones). Esta es una cifra bastante abultada si se le compara con el faltante del 117% del PIB que se tiene calculado en términos del VPN-pensional para los Estados Unidos (ver *Comentario Económico del Día* 29 de marzo de 2011).

La gran pregunta no es entonces sobre el impacto negativo que tendría a nivel fiscal esa desbandada del RAIS hacia el RPM (para aprovechar los

Continúa

## CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas  
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

[www.bancoavillas.com.co](http://www.bancoavillas.com.co)

Director: Sergio Clavijo

generosos subsidios que aún otorga el régimen público), sino sobre la probabilidad de ocurrencia del desplome de las tasas de interés a nivel global, tal como se ha venido comentando en la era pos-Lehman (tras su quiebra en 2008).

Para visualizar esto con mayor claridad, hemos sintetizado la trayectoria de las tasas de interés reales en los Estados Unidos durante algo más del un siglo (1900-2015). El cuadro adjunto ilustra cómo los períodos 1900-1920 y 1973-1986 fueron de alzas en las tasas de interés reales, ganando entre 6 y 7 puntos porcentuales (pp), al saltar de niveles del 4% al 10%-11% anual. En cambio, los períodos 1934-1972 y 1987-2000 habían sido de abruptos descensos en las tasas de interés reales, perdiendo nuevamente esos 6 y 7 pps.

El ciclo más reciente Pos-Lehman del período 2008-2015 también ha sido de descenso marcado y sostenido en las tasas de interés reales (en la mezcla de portafolios típicos de los Estados Unidos; 40% acciones; 30% bonos públicos y 30% bonos privados), ver *Comentario Económico del Día* 1° de julio de 2014. En particular, se observan pérdidas de 3 pps, pero nótese que ahora los um-

brales de partida son del 5% y no del 7%, llegando a esos retornos de solo el 2% real anual (ver *The Economist*, noviembre 21 de 2015).

Aquí lo novedoso y preocupante para los ahorradores es que los “umbrales-piso” de esas tasas de interés reales se han ubicado tan solo en ese 2% durante el último episodio 2008-2015 (el llamado “*new normal*”). Aunque el Fed ha dado señales de querer salir de esa “trampa de liquidez”, primero aboliendo las inyecciones de dinero en 2014 y después iniciando alzas en sus tasas en diciembre de 2015, persiste una gran incertidumbre durante 2016 sobre las probabilidades de que ello ocurra. Esto debido a los evidentes riesgos de un “estancamiento secular” en las economías desarrolladas y una sincronía con la desaceleración del crecimiento potencial del mundo emergente durante 2016-2017.

En cualquier caso, la amenaza sobre las perspectivas de los ahorros de los pensionados es una realidad que preocupa tanto a nivel del mundo desarrollado como del mundo emergente y ello conlleva serias amenazas fiscales en los sistemas públicos que continúan dando abultados subsidios.

El “Nuevo Normal” en tasas de interés (tasa real promedio en portafolios de Estados Unidos; %)			
Períodos de tasas ascendentes			
	Valle (1)	Pico (2)	Diferencias (3) = (2) - (1)
1900-1920	4	11	+7
1973-1986	4	10	+6
Períodos de tasas descendentes			
	Pico (1)	Valle (2)	Diferencias (3) = (2) - (1)
1934-1972	10	4	-6
1987-2000	9	2	-7
2008-2015	5	2	-3

Fuente: cálculos Anif con base en *The Economist* (noviembre 21 de 2015).