

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Andrea Ríos y Nelson Vera

Abril 5 de 2018

Expansión curva-TES y mercado de capitales

En enero de 2018, el Ministerio de Hacienda lanzó la nueva emisión del TES-UVR, expandiendo su plazo a 32 años. Su objetivo central consiste en “alargar” la duración de la curva-TES de los tradicionales 15-20 años hacia horizontes que pasarían del año 2035 hacia el año 2049. Sin embargo, el monto de dicha emisión fue tan solo de \$1 billón y de allí que resulte prematuro entrar a calificar la “calidad” de la misma, a pesar de que se hable de “sobredemandas” de dos veces y de “favorables” cortes a tasas de UVR+3.8%. A medida que se expandan sus volúmenes hacia los anunciados \$3 billones (cerca del 10% del flujo de emisión), será más pertinente entrar a debatir estos detalles (ver gráfico adjunto).

En cualquier caso, esta expansión del horizonte en las emisiones de TES es una buena noticia para el mercado de capitales y también para la estabilidad de las finanzas públicas. En particular, cabe resaltar los beneficios referidos a: i) *alargamiento de la vida media de la deuda pública* (actualmente bordeando los 6 años); ii) *creación de un buen referente de mercado para las tasas de interés de los créditos hipotecarios*, pudiendo alargar también los plazos de amortización hasta 30 años (según Ley 546 de 1999); y iii) *habilitación de calces entre activos y pasivos de largo plazo* para los inversionistas institucionales (aseguradoras-AFPs), reduciendo así el llamado riesgo de “refinanciación” de sus inversiones.

Sobre este último aspecto, vale la pena recordar que las aseguradoras deben buscar un adecuado calce financiero entre su emisión de Rentas Vitalicias (RV), que afecta su pasivo, y las inversiones que hagan a largo plazo, su contrapartida en el lado activo del balance. Por múltiples problemas, es bien

sabido que el mercado de RV todavía es muy “pandito” en Colombia, cubriendo tan solo el 13% de los pensionados por vejez (vs. la cobertura del 66% que se observa actualmente en Chile). Esto quiere decir que el remanente 87% del manejo de los dineros de los pensionados de las AFPs se está teniendo que hacer a través del esquema de “retiro programado” (vs. 34% en Chile), ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fasecolda1115.pdf>.

En particular, este mercado de RV en Colombia enfrenta los siguientes problemas: i) bajo ahorro de los cotizantes, lo cual implica faltantes cercanos al 70% del costo de dicha RV (ver http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-libro_reforma_pensional.pdf); ii) rezagos en la actualización de las tablas de mortalidad; y iii) elevados riesgos jurídicos por el activismo de las Cortes y cambios legislativos.

El activismo jurídico ha implicado la extensión de dichas RV mucho más allá de su valor esperado de duración de 20-25 años. Esto debido a la proliferación de beneficiarios *ex-post*, lo cual ha llevado a importantes aseguradoras a salirse no solo del negocio de RV, sino también del de “seguros previsionales” (durante la fase de cotizaciones pensionales). Este “secamiento” de la oferta de RV ha llevado al mercado a un subóptimo de concentración de dichas obligaciones en cabeza de las AFPs bajo un modelo *sui generis* de “auto-aseguramiento”, sobre el cual viene llamando la atención la Superfinanciera recientemente.

La persistencia de dichos problemas estructurales ha opacado los logros del Decreto 36 de 2015, el cual trató de corregir el llamado “riesgo de desliza-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

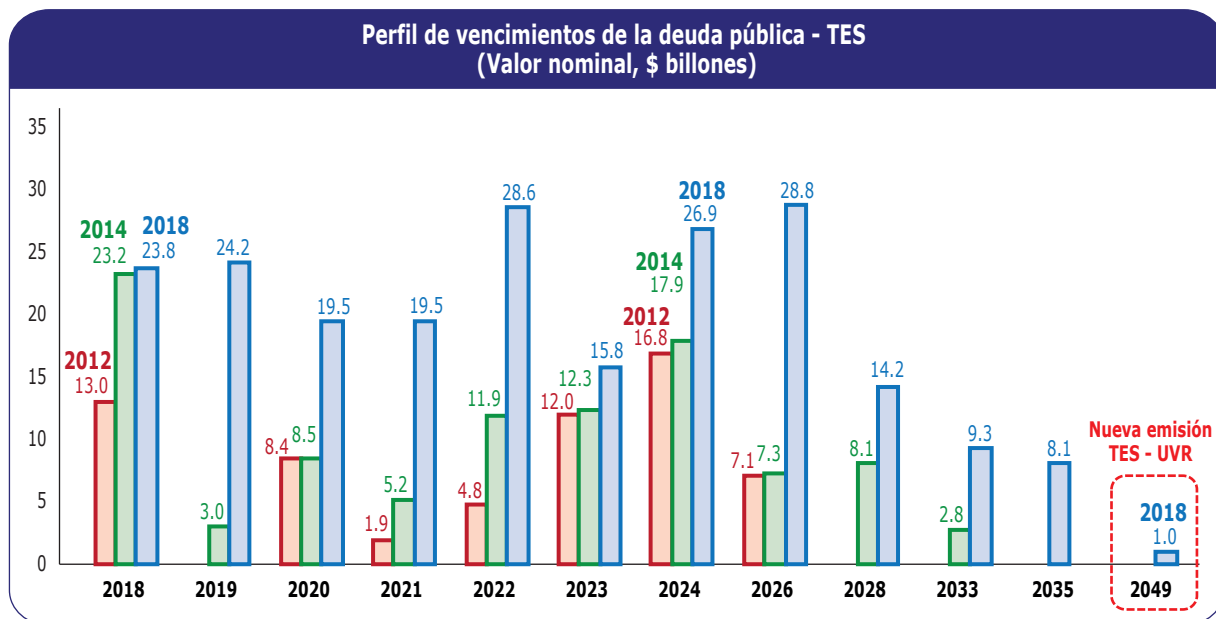
Con la colaboración de
Andrea Ríos y Nelson Vera

miento del SML”. Dicho riesgo hacía referencia al hecho de que cerca del 70% de las pensiones bordean el SML y ellas deberían ajustarse simplemente por inflación (según mandato Constitucional), pero sucede que al “deslizarse” las pensiones con el SML se otorgaba un “premium” político a favor de dichas RV y en contra del calce financiero existente (ver *Comentario Económico del Día* mayo 21 de 2015). El mencionado Decreto fue en la dirección correcta de establecer mecanismos de cobertura que permitan a las aseguradoras cubrir dicho riesgo. En particular, se estableció que será el gobierno quien asumirá los faltantes de reservas derivados de los desbordes del SML que superen la inflación más las ganancias en productividad laboral (promedio de los últimos 10 años).

En síntesis, la reciente emisión del TES-UVR con vencimiento a 32 años es sin duda una buena noticia para el mercado de capitales colombiano y estará facilitando el mencionado calce de activos-pasivos de largo plazo de inversionistas institucionales. Sin embargo, lograr “revivir” el mercado de RV en Colombia requerirá moverse en los frentes estructurales de: i) una verdadera Reforma Estructural Pensional (ajuste de parámetros clave, como alza en la edad de pensión, disminución de la tasa de reemplazo y

reducción al 75% en la garantía de pensión mínima), ver *Informe Semanal* No. 1386 de octubre de 2017; y ii) un acotamiento de los riesgos jurídicos asociados a la emisión de dichas RV (claramente no gestionables por parte de las aseguradoras). En el *interim*, dicha ausencia de jugadores privados en el mercado de RV debería suplirse con mayor participación del Estado a través de su entidad de Seguros-Positiva, la cual deberá apalancarse en la Agencia de Defensa Jurídica del Estado para sortear con mayor eficacia la creciente inseguridad jurídica.

En materia pensional, debe poderse profundizar el exitoso esquema de ahorro privado a través de las AFPs, el cual tiene la doble virtud de habilitar esquemas de inversión de largo plazo (con elevadas rentabilidades históricas del 8% real) y evitar la agudización de los faltantes pensionales públicos. Lo peor que podría pasarle al mercado de capitales de Colombia es virar hacia un monopolio estatal en cabeza de Colpensiones para supuestamente poner a funcionar un esquema de pilar-básico. Este último ya existe, pero problemas operativos han impedido utilizar adecuadamente la solidaridad pensional del Fondo de Garantía de Pensión Mínima que se ha edificado precisamente al interior de las AFPs (ver *Comentario Económico del Día* 6 de marzo de 2018).



Fuente: Ministerio de Hacienda.