

# Bajas Tasas de Interés: el desafío en las pensiones



• Roberto Walker

Un fenómeno nunca antes visto en nuestra historia moderna ha estado presente en gran parte del mundo y Chile no es la excepción. Este fenómeno tiene que ver con una prolongada caída en las tasas de interés, que ya lleva casi dos décadas, alcanzando un nivel de tasas reales extraordinariamente bajas.

La continua caída en las tasas de interés tiene en parte una explicación que viene de la crisis financiera del año 2008 - 2009. En dicha crisis, como una forma de capear la tormenta, los Bancos Centrales de USA, de Europa y Japón, entre otros, junto con comprar activos de mala calidad, inyectaron grandes cantidades de liquidez al sistema financiero mundial. A diferencia de crisis anteriores, se evitó generar un fuerte shock y ajuste a la economía con grandes impactos en el corto plazo en la demanda agregada y en el poder adquisitivo de las personas.

Efectivamente, se eligió el camino de atenuar el impacto de la crisis a través de la compra masiva de activos de baja calidad crediticia y fuertes inyecciones de liquidez.

Considerando que la tasa de interés refleja el costo del dinero, al aumentar la cantidad de liquidez en forma significativa, el precio del dinero cae. Al menos esto se aplicaría para las tasas a corto plazo. Sin embargo, ha pasado mucha agua debajo del puente desde el 2008 - 2009, y las tasas no han vuelto a los niveles previos a la crisis. Incluso, las tasas largas continúan en niveles muy bajos.

Existe un factor más preponderante y estructural que explica las bajas tasas de interés que vemos actualmente. Este factor es el envejecimiento de la población. En otras palabras, la crisis aceleró

la baja estructural de tasas, pero lo más probable es que éstas permanezcan bajas.

El envejecimiento de la población se da a nivel mundial, Chile incluido, excepto en un número muy limitado de países que no logran compensar esta tendencia. Sin ánimo de explicar el problema del envejecimiento, éste tiene que ver con la caída en la tasa de fertilidad y el aumento de las expectativas de vida de la población en general. Este inevitable y predecible envejecimiento genera que un número cada vez mayor de personas salgan del mercado laboral y vivan de los ahorros acumulados durante su etapa activa. Las personas buscan generar un ingreso estable en esta etapa que pueda mantener dentro de lo posible su capacidad de compra, ojalá con bajos niveles de riesgo. Dicho de otra manera, la forma de enfrentar esta etapa es equivalente a si una persona comprase un bono de largo plazo, en que el bono paga un cupón mensual, equivalente a una pensión.

En la medida que, producto del envejecimiento de la población, tenemos un número creciente de personas comprando este tipo de bonos, estos instrumentos empiezan a subir de precio, lo que hace que en definitiva las tasas de descuento y, por lo tanto, de retorno de los bonos, sean más bajas. En el gráfico a continuación, podemos ver la evolución de las tasas reales de interés, usando el papel del tesoro de USA y del Banco Central de Chile, ambos a 10 años plazo.

## Impacto sobre los sistemas de pensiones

Las caídas en las tasas de interés tienen un impacto significativo



Nota: Tasas desde enero de 2003

sobre los sistemas de pensiones en el mundo. Dicho impacto se manifiesta de distintas formas, pero en todos ellos representa una variable muy importante.

Básicamente existen dos tipos de planes de pensiones: de Beneficio Definido (BD) y de Contribución Definida (CD). En muchos países combinan ambos, y se habla que un sistema así es un sistema de Pensiones Mixto.

En el caso de BD, existe un beneficio prometido que consiste en la pensión que va a recibir el trabajador al momento de jubilarse, independiente del nivel de las tasas de interés. Es decir, alguna entidad, ya sea el Estado o una empresa, asume la responsabilidad de pagar estas pensiones, lo que constituye un pasivo. Una tasa más baja, hace que el valor del pasivo aumente.

Si este pasivo no se encuentra debidamente respaldado por activos con similares características ("calce" de activos con los pasivos), cosa que ocurre en muchos casos y en no pocos ni siquiera existe el activo (como es el caso de los sistemas de reparto), se produce un aumento en la diferencia entre el valor de los pasivos y los activos, lo que se denomina déficit.

Mientras mayor es el descalce entre estos pasivos con los activos, mayor es el impacto en el déficit. En muchos casos, este déficit ha generado que una empresa sea inviable o que un país no pueda cumplir con dichas obligaciones. Esto es precisamente lo que hemos visto en países como Grecia, Portugal, España, Italia, Francia, donde es imposible cumplir con la promesa del BD y simplemente se deben revisar a la baja los beneficios o endurecer las condiciones para acceder a ellos. Un ejemplo reciente del problema social que esto genera, son las manifestaciones y paros que debieron enfrentar los franceses a raíz de los ajustes en el programa de pensiones promovido por su presidente Macron.

Muchos de estos planes de BD, desafortunadamente, tienen características de reparto, lo que significa que no están fondeados, es decir, los activos que respaldan los pasivos son inexistentes, y, por lo tanto, el cien por ciento del aumento en el valor de los pasivos producto de la menor tasa de interés se traduce en déficit.

La imposibilidad de muchos países de cumplir con las promesas de los planes de BD, los ha llevado a cambiar en forma significativa sus condiciones. Según un estudio de la FIAP publicado este año, 68 países aumentaron o decretaron aumentos de sus tasas de cotización a corto plazo, 57 están aumentando la edad de retiro, y 61 están ajustando la fórmula de los beneficios, en la dirección de una reducción de éstos.

En el caso de los planes de Contribución Definida (CD), en que no existe una promesa de un beneficio a futuro y la pensión viene determinada por el ahorro de las personas y la rentabilidad obtenida, el hecho de enfrentar una tasa de interés más baja lleva a que las pensiones que se van a recibir bajen en función de la caída de las tasas de interés. En este caso no se genera un déficit como en el caso de los BD, pero esto no significa que el impacto

no sea significativo. De hecho, un escenario de menores tasas de interés, ante la necesidad o expectativa de mantener la misma pensión esperada, lleva a que es necesario aumentar la tasa de ahorro.

A modo de ilustrar de una manera simple el impacto de la tasa de interés, con una caída de 100 puntos básicos en la tasa de interés, considerando una persona que se jubila a los 65 años, con una Duración de 15 años (Duración Macaulay), el aumento en el valor del pasivo es de 15%. O lo que es lo mismo, una persona va a necesitar aumentar su ahorro en un 15% si quiere mantener su pensión, sólo por el efecto de la caída de la tasa de interés.

Como conclusión se puede decir que la baja en las tasas de interés es la forma en la cual el sistema de precios refleja la realidad demográfica, en la cual el envejecimiento de la población lleva a un aumento en la demanda por activos útiles para el período de retiro, dentro de los cuales los bonos de largo plazo son los más apropiados, pero también hay un aumento en la demanda por otros activos que cumplen una función similar, como las acciones o los activos inmobiliarios. La compra de un activo a precio mayor con flujos futuros similares resulta entonces en una menor rentabilidad futura. De esta manera, las promesas de pensiones se hacen crecientemente onerosas y eventualmente impagables.

## Importancia de que los sistemas de pensiones se encuentren debidamente "Fondeados"

La recomendación que surge entonces es que, más allá de si los sistemas deben ser de beneficio o de contribución definida, es de gran importancia que estén fondeados, es decir, que cuenten con activos suficientes para cubrir sus crecientes pasivos. Esto requiere de un esfuerzo de ahorro muy importante en la mayoría de los países. Ese aumento de ahorro se equilibra a nivel de las economías a través de un aumento en la inversión, la cual es asimismo beneficiada por las menores tasas de interés. De esta manera se genera un círculo virtuoso de mayor inversión y mayor crecimiento, lo que permite sufragar de mejor manera los costos futuros de pensión.

---

### SOBRE EL AUTOR



**Roberto Walker**

**Presidente de Principal  
para América Latina**

---