

Sistema de Pensiones: Dimensiones Macroeconómicas y Financieras

Mario Marcel, Presidente

Banco Central de Chile

22 de abril 2019



Agenda

1. Introducción
2. Impacto macroeconómico de alternativas de administración de una cotización adicional para pensiones
3. Dimensiones financieras del sistema de pensiones chileno



Introducción

- Mandatos institucionales del Banco Central:
 - *Artículo 3°.- El Banco tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.*
- Esto se traduce en el control de la inflación (política monetaria) y resguardo de la estabilidad financiera (política financiera)
- La autonomía institucional que le entrega la Constitución obliga al Banco Central a concentrarse en estas dos funciones
- En consecuencia, la visión del Banco respecto del sistema de pensiones está acotada a aspectos de éste que incidan sobre alguna de las dos dimensiones de su mandato



Introducción

- Durante 2016, la Presidenta de la República solicitó al Banco Central un análisis de los efectos macroeconómicos de distintas alternativas de organización del sistema de pensiones. Para ello, recurrió a otra disposición de la LOC:
 - *Artículo 4°.- El Banco (...) deberá asesorar al Presidente de la República, cuando éste lo solicite, en todas aquellas materias que digan relación con sus funciones.*
- En particular, el Ministerio de Hacienda solicitó evaluar los efectos macroeconómicos de largo plazo de tres escenarios para administrar un incremento de 5% de las cotizaciones previsionales con cargo al empleador:
 - Capitalización individual
 - Ahorro con redistribución intrageneracional
 - Redistribución intergeneracional (reparto)
- El análisis del Banco se tradujo en un Informe que fue entregado a la Presidenta de la República y al Ministro de Hacienda y cuyas principales conclusiones fueron presentadas a la Comisión de Trabajo de la Cámara de Diputados durante la tramitación del proyecto de reforma presentado por el anterior gobierno.



Introducción

- La presentación que sigue se circunscribe al mandato institucional del Banco Central. En particular, se focaliza en las dimensiones macroeconómicas y financieras del sistema de pensiones.
- Esta visión es, por cierto, parcial, y no niega otras dimensiones del sistema previsional y perspectivas para su análisis.
- Sin embargo, es importante que la discusión sobre el sistema de pensiones y sus eventuales reformas esté debidamente informada de sus dimensiones macroeconómicas y financieras.
- La presentación incluye las principales conclusiones del Informe preparado en 2016 y agrega algunos antecedentes sobre las dimensiones financieras del actual sistema de pensiones.
- Todo ello como antecedentes para la discusión de propuestas de reforma, identificándose las implicancias del análisis para las más pertinentes.

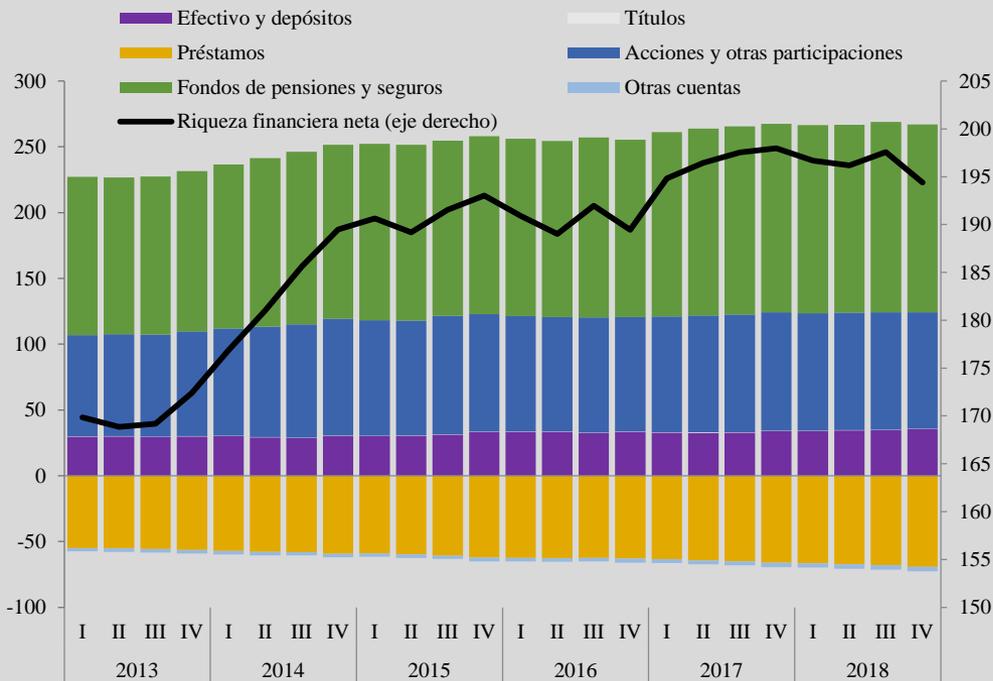


Agenda

1. Introducción
2. Impacto macroeconómico de alternativas de administración de una cotización adicional para pensiones
3. Dimensiones financieras del sistema de pensiones chileno

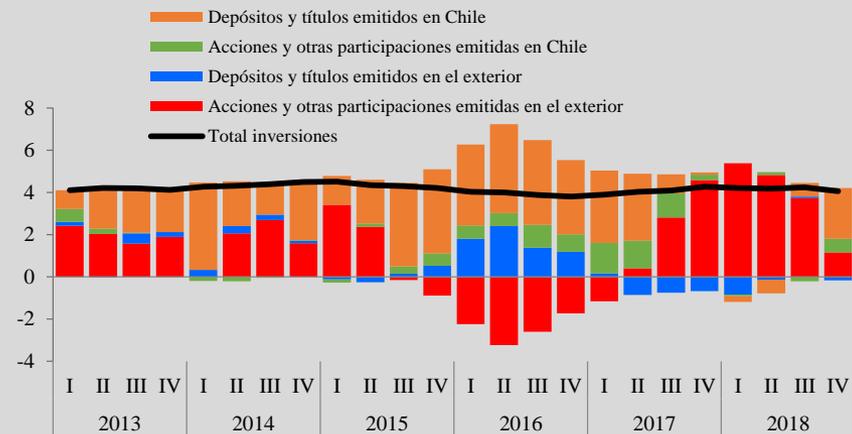
Los fondos de pensiones constituyen el activo más importante para los hogares chilenos. Este activo está respaldado por inversiones en el país y en el exterior.

Posición neta de los Hogares por instrumento financiero (porcentaje del ingreso disponible bruto anual)

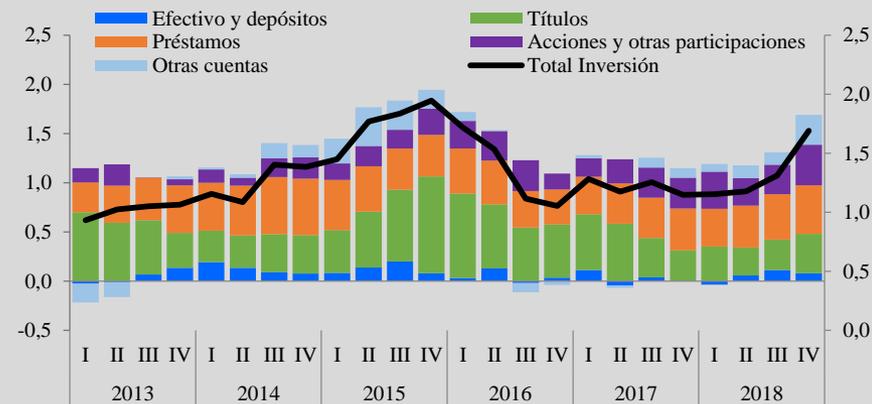


Los fondos de pensiones y compañías de seguros invierten en activos públicos y privados en Chile, financiando al Estado, así como la inversión pública y privada. Esto permite sostener la inversión sin recurrir a un financiamiento externo excesivo

Inversiones de los fondos de pensiones por tipo de instrumento y origen (porcentaje del PIB, promedio móvil anual)



Inversiones de las Compañías de seguros por tipo de instrumento (porcentaje del PIB, promedio móvil anual)



Conceptos macroeconómicos

- El principal efecto de los sistemas de pensiones se mide en el largo plazo, considerando el comportamiento de diversas generaciones de trabajadores.
- El impacto macroeconómico de los sistemas de pensiones depende de su impacto sobre el ahorro nacional. Un mayor ahorro nacional permite financiar la inversión sin recurrir al ahorro externo.
- La dependencia excesiva del ahorro externo genera vulnerabilidades. Cuando existen límites al ahorro externo, un bajo ahorro nacional limita la inversión y el crecimiento.
- El impacto del sistema de pensiones sobre el ahorro nacional neto depende de cómo incida sobre el ahorro de los hogares, las empresas y el gobierno.



Conceptos macroeconómicos (cont.)

- El funcionamiento de los sistemas de pensiones influye y es influido por el mercado del trabajo, especialmente cuando las cotizaciones gravan de manera diferenciada a trabajadores o empleadores, asalariados y no asalariados.
- Las cotizaciones de cargo de los empleadores representan un costo directo de contratación de la mano de obra que incide sobre la demanda por trabajo.
- El impacto de estas cotizaciones sobre el empleo y las remuneraciones en el largo plazo depende de las características del mercado del trabajo, el comportamiento de la oferta del mismo, y la mayor o menor acumulación de capital.



Claves para entender los efectos macroeconómicos de un sistema de pensiones

El efecto macro de los sistemas de pensiones (o un cambio a éste) depende de:

1. El impacto de las (mayores) cotizaciones previsionales sobre la demanda de trabajo.
2. Si las mayores cotizaciones se ahorran (capitalización) o se gastan (reparto):
 - Si se ahorran, y los individuos no deshacen en forma individual este ahorro (por ejemplo, con mayor endeudamiento): aumenta el ahorro agregado.
 - La inversión también aumenta, aunque el efecto es más acotado en una economía abierta (la tasa de interés responde menos a un aumento del ahorro).
 - Un mayor stock de capital eleva la demanda por trabajo (efecto de equilibrio general).
3. La respuesta de la oferta de trabajo, dependiente del grado de proporcionalidad entre lo que se aporta (cotizaciones individuales) y lo que se recibe (pensiones futuras):
 - Mientras menor la proporcionalidad, mayor el desincentivo al trabajo.
 - El efecto es más relevante para trabajadores de bajos ingresos, con mayor probabilidad de transitar hacia la informalidad.
4. El impacto sobre la solvencia fiscal de la relación entre los beneficios comprometidos (egresos) y el monto recaudado para ese fin.



Resumen efectos cualitativos

	Efecto ahorro / stock capital	Efecto empleo	Efecto balance fiscal	Efecto PIB largo plazo
Capitalización Individual	Positivo	Signo ambiguo, moderado	Negativo moderado	Positivo moderado
Ahorro intrageneracional: condicional	Positivo	Signo ambiguo, moderado	Negativo moderado	Positivo moderado
Ahorro intrageneracional: no condicional a cotizaciones	Positivo/moderado	Negativo	Negativo moderado	Signo ambiguo, moderado
Reparto	Negativo	Negativo	Negativo sustancial, si se mantiene los beneficios en tiempo	Negativo sustancial



La reforma actual: 4% adicional a capitalización individual, con cargo al empleador

- Conceptualmente, la medida sería similar a la primera alternativa evaluada anteriormente (capitalización individual):
 - Su efectos en ahorro, inversión y producto serían positivos, pero moderados.
 - Su efecto en empleo debiera ser marginal (signo ambiguo).
- Otras consideraciones:
 - Cambios ya vigentes y otras consideraciones de la reforma debieran elevar las contribuciones y montos acumulados en pensiones:
 - Obligatoriedad cotizaciones trabajadores independientes.
 - Complemento a las pensiones de vejez de clase media.
 - Seguro de lagunas previsionales para trabajadores cesantes.
 - Beneficios con cargo al Pilar Solidario deben ser evaluados en relación a las disponibilidades y compromisos fiscales en el largo plazo (no incluido).
 - Análisis macroeconómico es independiente de quien administre los fondos de capitalización.



Agenda

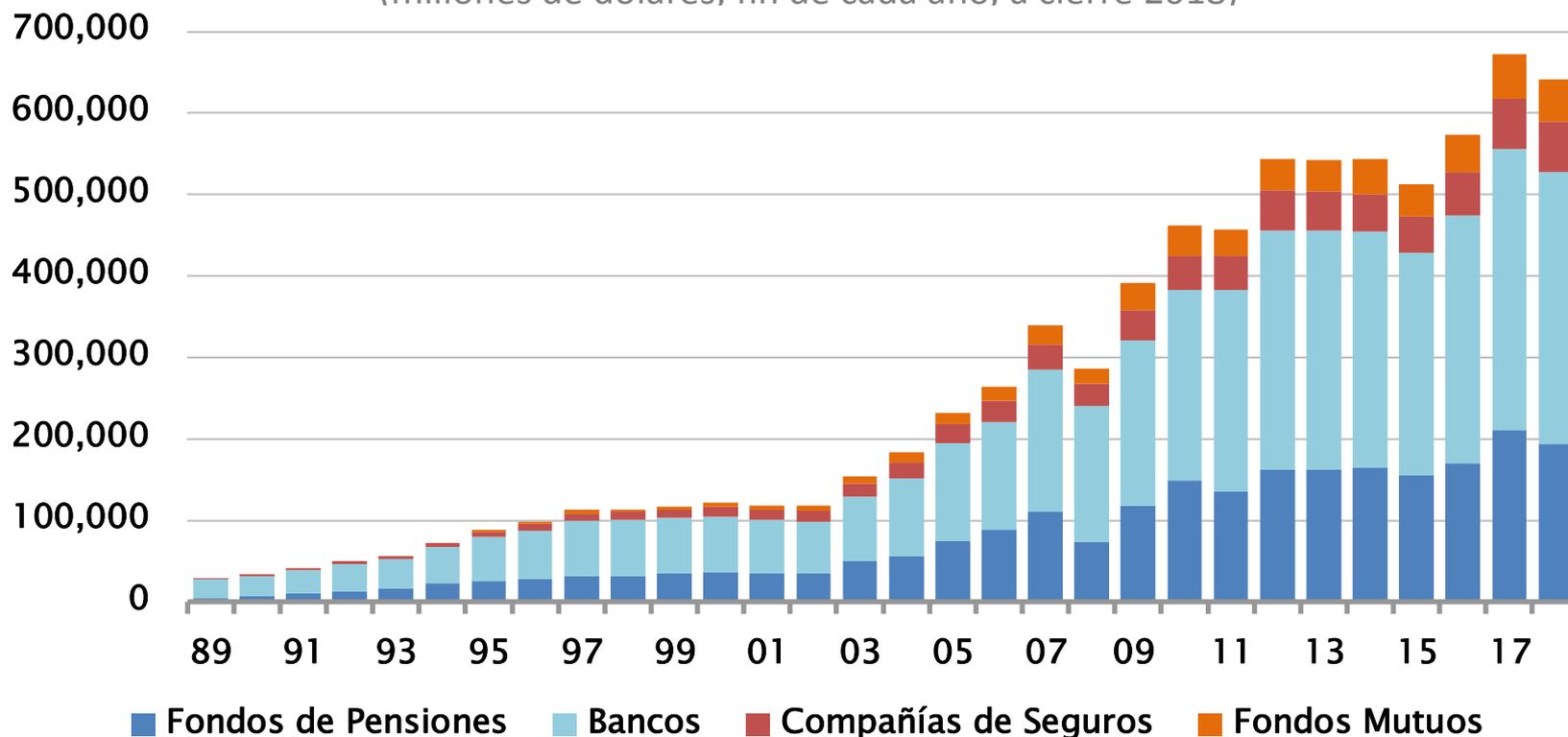
1. Introducción
2. Impacto macroeconómico de alternativas de administración de una cotización adicional para pensiones
3. Dimensiones financieras del sistema de pensiones chileno



Fondos de Pensiones son principal inversionista institucional en Chile: activos administrados en torno a US\$200,000 millones

Evolución de Activos Inversionistas Institucionales

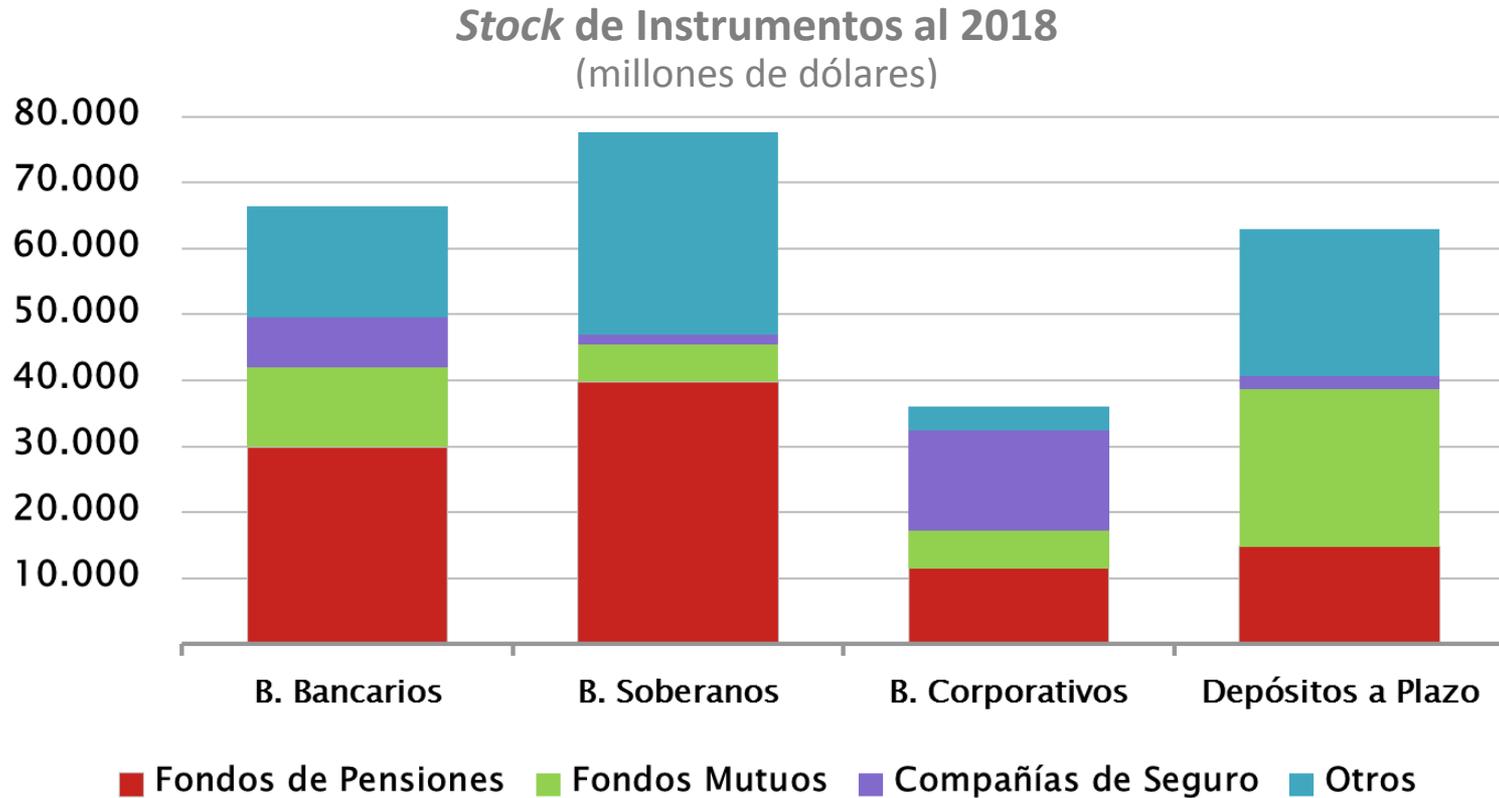
(millones de dólares, fin de cada año, a cierre 2018)



Fuente: CMF, Superintendencia de Pensiones y SBIF.



Tienen un rol protagónico en el mercado de capitales doméstico, siendo de los principales tenedores de bonos bancarios, soberanos, corporativos y depósitos a plazo



Otros incluye otros fondos de inversión, bolsa de valores y corredores de bolsa.

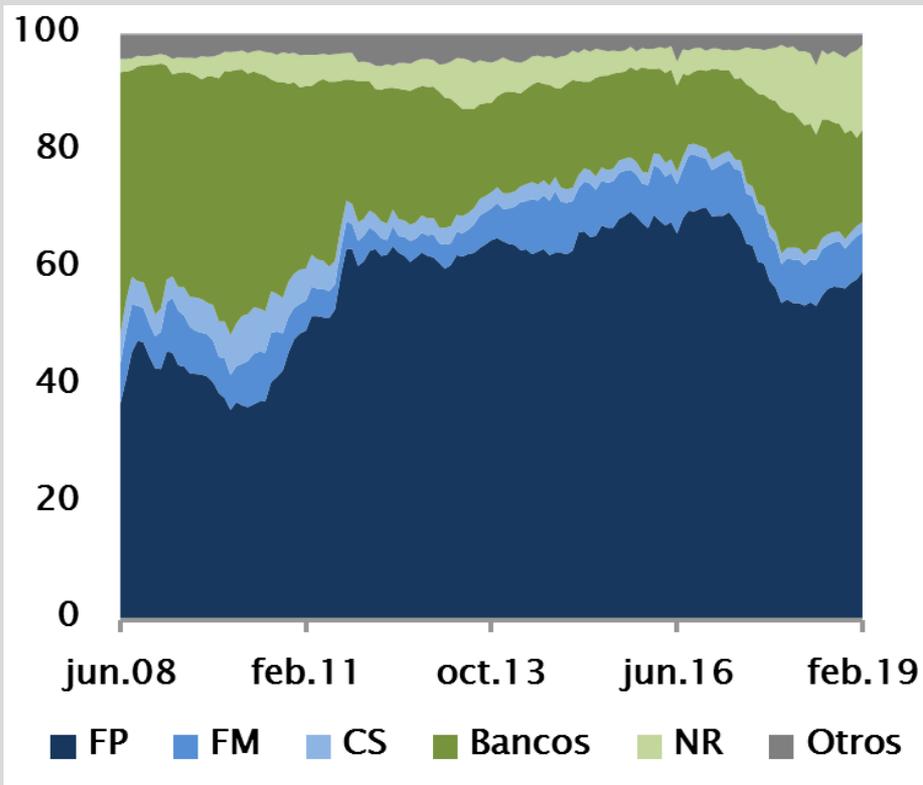
Fuente: DCV, Superintendencia de Pensiones, CMF y Bolsa de Comercio de Santiago.



Inversionistas institucionales con alto peso en el mercado local de renta fija y con capacidad para reasignar sus inversiones desde el exterior le da a la economía chilena una mayor capacidad para amortiguar shocks externos

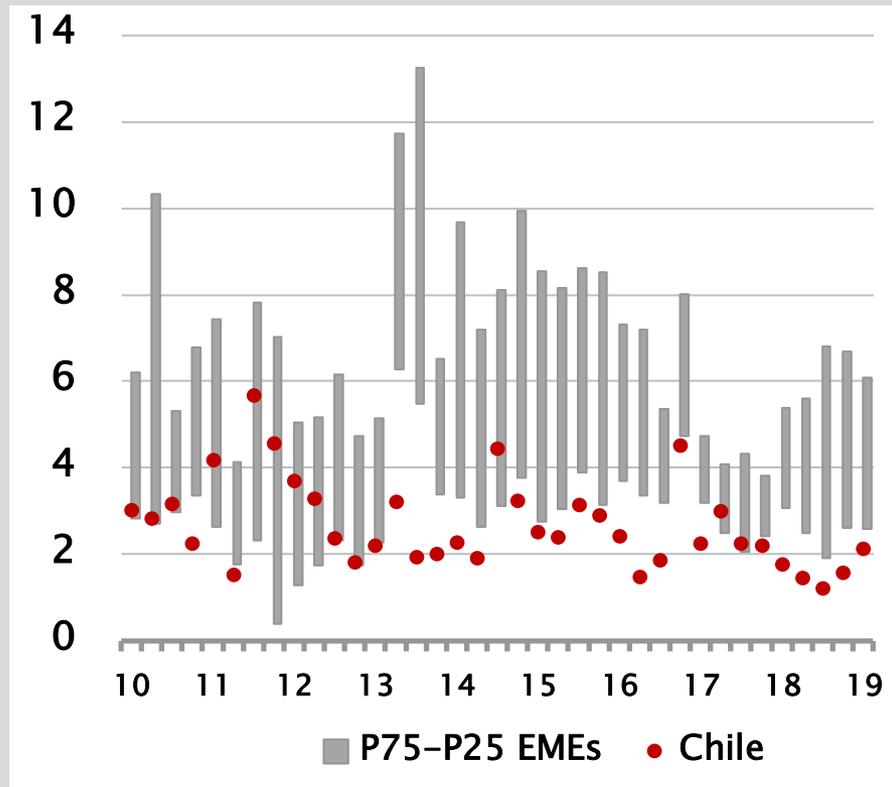
Participación en bonos soberanos locales

(porcentaje)



Volatilidad de tasas soberanas a 10 años EMEs

(puntos base)



Fuente: Banco Central de Chile y DCV.

Bonos soberanos locales incluye Banco Central y Tesorería; FP = Fondos de Pensiones; FM = "Fondos Mutuos"; CSV = Cías de Seguro de Vida; NR = "Inversionistas No Residentes"; Otros incluye a Corredoras de Bolsas, Fondos de Inversión y agentes mandates

Fuente: Bloomberg. Calculado como la desviación estándar del cambios del nivel de las tasas. EMEs incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía.



Un aumento gradual de la cotización en 4% implicaría aumentar el ahorro previsional

- Considerando la gradualidad propuesta (8 años), esta alza en la cotización generaría un flujo nuevo al sistema del orden de US\$550 millones cada año.
- En régimen se acumularía un mayor flujo anual de cerca de US\$4,500 millones.
- Esto representa un aumento de la demanda por instrumentos de inversión, que debe ser evaluado en relación a las perspectivas de la oferta de los mismos.
- Se estima que este cambio por sí solo, al ser implementado en forma gradual tendría un impacto acotado en los mercados financieros locales, siendo consistente con las perspectivas de emisión de títulos públicos y privados.



Otras medidas podrían generar en el margen una mayor demanda por instrumentos de renta fija domésticos, lo que requiere evaluar la oferta de estos instrumentos

- i. Autorizar a afiliados a comprar Rentas Vitalicias (RV) diferidas antes de la edad de pensión.
- ii. Facilitar el acceso a las rentas vitalicias de pensionados con menor saldo (bajar a 3UF el requisito para optar a una RV).
- iii. La cotización de “seguro de dependencia” por 0,2%, acumularía fondos a razón de US\$200 millones aprox. por año.

Las medidas anteriores, en conjunto con la inercia del envejecimiento de los afiliados, aceleraría la demanda por instrumentos de renta fija doméstica.



Conclusiones

1. El impacto macroeconómico de un aumento en la cotización para pensiones depende de la medida en que ésta contribuya a aumentar el ahorro, la inversión y el stock de capital en el largo plazo, compensando parcialmente el efecto negativo que tiene sobre la demanda de trabajo el costo adicional de contratación.
2. En el caso de Chile esto adquiere especial relevancia considerando que el ahorro previsional es la principal fuente de ahorro de los hogares y el principal componente de su riqueza.
3. De acuerdo a la evaluación realizada el 2017 por el Banco Central, a petición del Gobierno de la época, si una cotización adicional se administra bajo un régimen de capitalización individual, se producirían efectos positivos pero moderados en ahorro, capital, y actividad. El efecto en empleo debiera ser acotado.
4. En lo que se refiere al mercado financiero, la magnitud de los activos administrados por inversionistas institucionales (fondos de pensiones y compañías de seguros) constituyen una fortaleza para la economía chilena, que le permite satisfacer necesidades de financiamiento de largo plazo, tanto para el sector público como privado, y amortiguar el impacto de shocks externos.



Conclusiones

5. Un aumento de las cotizaciones, bajo un sistema de capitalización, involucra una mayor acumulación de activos financieros, que debe tener como contraparte una oferta suficiente de títulos en el mercado doméstico. Las perspectivas de la oferta de títulos públicos y privados para las próximas dos décadas parece suficiente para alimentar esta demanda.
6. Existen una serie de medidas en este PdL que podrían generar una mayor demanda por instrumentos de renta fija, por lo que debería ser analizada la oferta de estos instrumentos a través del tiempo.



Sistema de Pensiones: Dimensiones Macroeconómicas y Financieras

Mario Marcel, Presidente

Banco Central de Chile

22 de abril 2019

