

Proyecto de ley que Modifica la Carta Fundamental para autorizar un nuevo retiro anticipado de fondos previsionales

Mario Marcel
Presidente, Banco Central de Chile

Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del H. Senado de la República,
12 de octubre de 2021

El Banco Central de Chile en el proceso legislativo de los retiros de ahorros previsionales

- El Consejo del Banco Central, en cumplimiento de sus mandatos legales de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, informa y da cuenta de sus acciones de manera permanente al público y a los poderes Legislativo y Ejecutivo.
- Asimismo, presta la asesoría técnica que se le requiere en las materias de su competencia y colabora cuando se le solicita en el proceso legislativo.
- En lo que se refiere a los retiros de ahorros previsionales, el mandato del Banco Central se acota a los impactos financieros y económicos de dichas medidas, no a sus efectos sobre las pensiones. Tampoco se pronuncia respecto de los alcances jurídicos o constitucionales de las iniciativas en discusión.
- Luego de entregar estos antecedentes en el proceso legislativo, el BCCh, junto con los reguladores pertinentes han generado condiciones para que, una vez aprobados, los retiros, éstos se efectúen con el menor impacto posible para la economía y los propios afiliados.
- Las medidas adoptadas por el BCCh ante legislación aprobada, se han adoptado en línea con sus mandatos, en el ejercicio de sus facultades legales, en coordinación con otros actores y con plena información al público.
- Los impactos financieros y económicos de los retiros han ido evolucionando con la reiteración de la medida y la evolución del contexto económico del país. La capacidad para amortiguar el impacto de los retiros también ha variado con el tiempo. Ello ha ido alterando el balance de costos y beneficios de la medida.

Contenido

1. Antecedentes
2. Impacto de anteriores retiros sobre la economía y las personas
3. Potenciales efectos de nuevos retiros y cambios estructurales en el mercado financiero
4. Espacio de acción del BCCh ante nuevos retiros de fondos
5. Conclusiones

A glass globe with a grid pattern, resting on a circular base. The globe is centered in the image, and the background features a light blue grid pattern. The text "Antecedentes" is overlaid on the right side of the globe.

Antecedentes

Comparación con proyectos anteriores – fondos de pensiones

	Primer retiro (Ley N° 21.248, de 30-07-2020)	Segundo retiro (Ley N° 21.295, de 10-12-2020)	Tercer retiro (Ley N° 21.330, de 28-04-2021)	Cuarto retiro (texto del proyecto aprobado en 1er trámite constitucional)
Elegibilidad	Universal: activos y pasivos con RP	Universal (salvo autoridades art. 38 bis CPR)	Universal (salvo autoridades art. 38 bis CPR)	Universal (salvo autoridades art. 38 bis CPR)
Montos autorizados	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible)	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible)	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible)	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible). Enfermos terminales pueden retirar el 100%
Descuentos	No, salvo deudas alimentarias	No, salvo deudas alimentarias (con mecanismo de subrogación que se hace extensivo al 1er retiro)	No, salvo deudas alimentarias (para lo cual se aplica mecanismo de subrogación)	No, salvo deudas alimentarias (para lo cual se aplica mecanismo de subrogación)
Plazo solicitud	365 días	365 días	365 días	730 días
Plazo pago	Hasta en 2 cuotas pagaderas en un máximo de 10 y 30 días hábiles, respectivamente	Hasta en 2 cuotas: la 1ra pagadera en un máximo de 10 días hábiles y la 2da en hasta los 10 días hábiles siguientes	En una sola cuota pagadera en hasta 15 días hábiles	En una sola cuota pagadera a contar del 10º día hábil y hasta en un máximo 15 días hábiles
Impuestos	No	Si (sólo para personas cuya renta anual imponible sea igual o superior a 30 UTA)	No	No
Compensaciones	No	No	Opción de aumentar cotización en 1 punto porcentual y derecho a aporte fiscal por cada año en que se postergue la pensión	Opción de aumentar cotización en 1 punto porcentual y derecho a aporte fiscal por cada año en que se postergue la pensión

Comparación con proyectos anteriores – Rentas Vitalicias

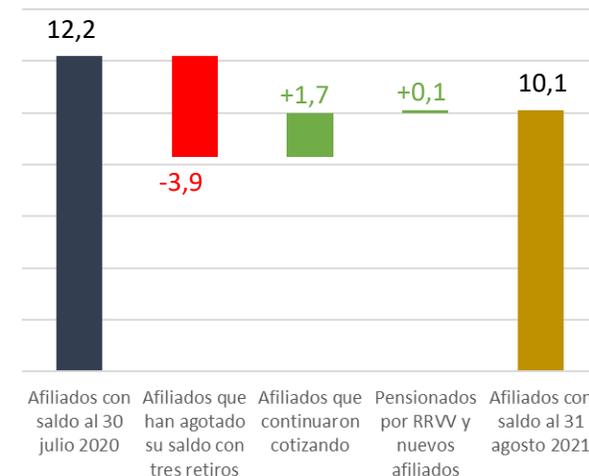
	Anterior Anticipo (Ley N° 21.330, de 28-04-2021)	Anticipo Actual (texto del proyecto aprobado en 1er trámite constitucional)
Monto	10% del valor correspondiente a la reserva técnica que mantiene el pensionado en la respectiva CSV para cubrir el pago de sus pensiones	10% de los fondos originalmente traspasados desde sus cuentas de capitalización al a respectiva CSV
Tope	150 UF	150 UF
Plazo solicitud	365 días	365 días
Plazo pago	30 días corridos	30 días corridos
Restitución	Se imputa al monto mensual de sus rentas vitalicias futuras, a prorrata, en forma proporcional	El monto del adelanto solicitado se pagará descontándose a prorrata de las rentas que resten por pagar al asegurado vitalicio hasta pagar el adelanto, volviendo luego a la renta mensual originalmente pactada
Impuestos	No	No
Porcentaje a descontar de RV	Igual porcentaje que aquel que represente el monto efectivamente retirado	El monto en ningún caso podrá superar el 5% de las rentas mensuales del asegurado quien siempre podrán solicitar una prórroga de pago de 90 días.
Retroactividad		Los dos puntos anteriores se aplican a retiros efectuados bajo reforma constitucional anterior

Volumen y distribución de recursos

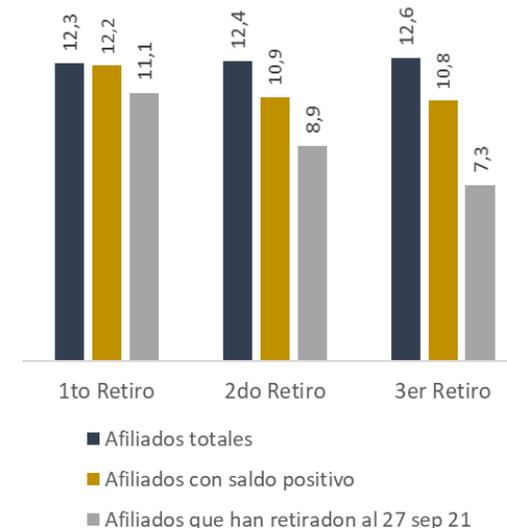
- Los retiros de FP acumulan cerca de US\$ 50 mil millones (US\$ 19,9, 16,0 y 13,2 mil millones en retiros 1, 2 y 3 respectivamente).
- El 91% de los afiliados con saldo disponible en el primer retiro realizó el desembolso, mientras que en el segundo y tercero un 81 y 67% de los afiliados lo hicieron.
 - Luego de los retiros, quedaron cerca de 4 millones de personas sin saldo, las que en parte han comenzado a cotizar nuevamente.
 - No obstante, a la fecha más de 2 millones de personas continúan sin saldo en sus cuentas.
- En el caso de RRVV, se han realizado 260 mil pagos, por más de USD 1.000 millones, que en promedio para cada afiliado; significan 3,5 millones de pesos.

➔ Según estimaciones de la DIPRES, el beneficio/costo tributario acumulado por los tres primeros retiros sería de USD 4.700 millones y, si se agregara un cuarto, subiría a USD 6.100 millones, acumulando, en conjunto con otros elementos, cerca de un 7% del PIB.

Afiliados con saldo a retirar al 31 ago 2021 (millones de personas)



Afiliados con saldo positivo y que efectuaron retiros (millones de personas)



Fuente: Banco Central de Chile en base a Superintendencia de Pensiones. Afiliados con saldo positivo se estiman al mes o trimestre anterior a la fecha de vigencia de la ley

Entorno sanitario, económico y social

	Primer retiro	Segundo retiro	Tercer retiro+anticipo RV	Proyecto actual
Situación sanitaria (casos activos, hospitalizados)	Activos: 18863 Camas UCI Covid: 1445	Activos: 17178 Camas UCI Covid: 663	Activos: 58830 Camas UCI Covid: 3376	Activos: 5676 Camas UCI Covid: 379
Movilidad (% de población en cuarentena)	55%	6%	85%	0%
Nivel de IMACEC versus pre pandemia	-12,9%	-1,9%	-1,9%	+5,7%
Nivel de consumo, ventas versus pre pandemia (IACM)	-18,1%	+8,2%	0,1%	+32,3%
Situación laboral (tasa de ocupación, crecimiento empleo asalariado, tasa desocupación, salarios)	tasa de ocupación: 45,0% empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): -568mil tasa desocupación: 12,5% salarios: 2,8%	tasa de ocupación: 50,8% empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): -194mil tasa desocupación: 11,0% salarios: 4,0%	tasa de ocupación: 51,1% empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): +70mil tasa desocupación: 10,4% salarios: 5,8%	tasa de ocupación: 51,8% empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): +126mil tasa desocupación: 8,4% salarios: 6,4%
Inflación	2,5%	3,0%	3,3%	5,3%
Tipo de cambio	759	739	702	820
Tasas de interés	TPM: 0,5 10 años: 2,5	TPM: 0,5 BCP10: 2,8	TPM: 0,5 BCP10: 3,8	TPM: 1,5 BCP10: 6,6
Morosidad consumo	1,7%	1,3%	1,3%	1,1%
Morosidad hipotecaria	1.92%	1,5%	1,3%	1,2%

Para el primer a tercer retiro, los datos corresponde a la fecha de publicación de la ley. Para el proyecto actual al último dato disponible.

En resumen

- El actual proyecto no es una mera repetición de los anteriores ni lo serán sus eventuales efectos económicos
 - Involucra mayores exigencias al sistema de pensiones y de rentas vitalicias que encuentran un sistema de capitales más debilitado y expuesto
 - Tiene un mayor costo fiscal
 - Beneficia proporcionalmente más a personas menos afectadas por la crisis
- Se aplicaría en un contexto sanitario, económico y social diametralmente opuesto al del primer retiro

Impacto de los anteriores retiros sobre la economía y las personas



Canales de impacto económico

- 1. Canal financiero:** impacto sobre precios financieros de liquidar activos equivalentes a 6-7% del PIB en plazos breves, mayor volatilidad y menor liquidez.
- 2. Canal macro de corto plazo:** impacto sobre consumo, demanda y actividad, condicionado por distribución de retiros, propensión a consumir/ahorrar y componente importado del consumo
- 3. Canal estructural:** impacto sobre tasa de ahorro, profundidad del mercado de capitales, y necesidades de financiamiento externo
- 4. Canal expectativas:** efecto sobre incertidumbre y aversión al riesgo asociado a repeticiones de la medida; cambio en percepciones de riesgo para la economía chilena por debilitamiento de amortiguadores, agotamiento de holguras

Los anteriores retiros tuvieron un impacto positivo, pero decreciente, sobre el consumo, la demanda interna y la actividad

Uso proyectado de montos retiros en consumo y PIB (2020-2022)			
	1er retiro AFP	2do retiro AFP	3er retiro AFP
Consumo (% del PIB 2020)	[3,0 – 3,6]	[2,0 – 2,5]	[1,5 – 2,0]
Impacto en crecimiento del PIB	≈ 1,8	≈ 1,1	≈ 0,8

Efectos en el PIB de las medidas adoptadas durante la crisis del Covid-19
(porcentaje respecto de igual período del año anterior)

	2020	2021 S1
Política monetaria convencional (1)	[0,2 / 0,8]	[0,6 / 2,1]
Políticas no convencionales de crédito (2)	[2,2 / 4,8]	[2,7 / 4,4]
Política fiscal	0,8	1,7
Total política fiscal y monetaria	[3,2 / 6,4]	[5,0 / 8,2]
Retiros de pensiones	1,2	2,9
Total	[4,4 / 7,6]	[7,9 / 11,1]
PIB efectivo	-5,8	8,7
PIB contrafactual	[-10,2 / -13,4]	[0,8 / -2,4]

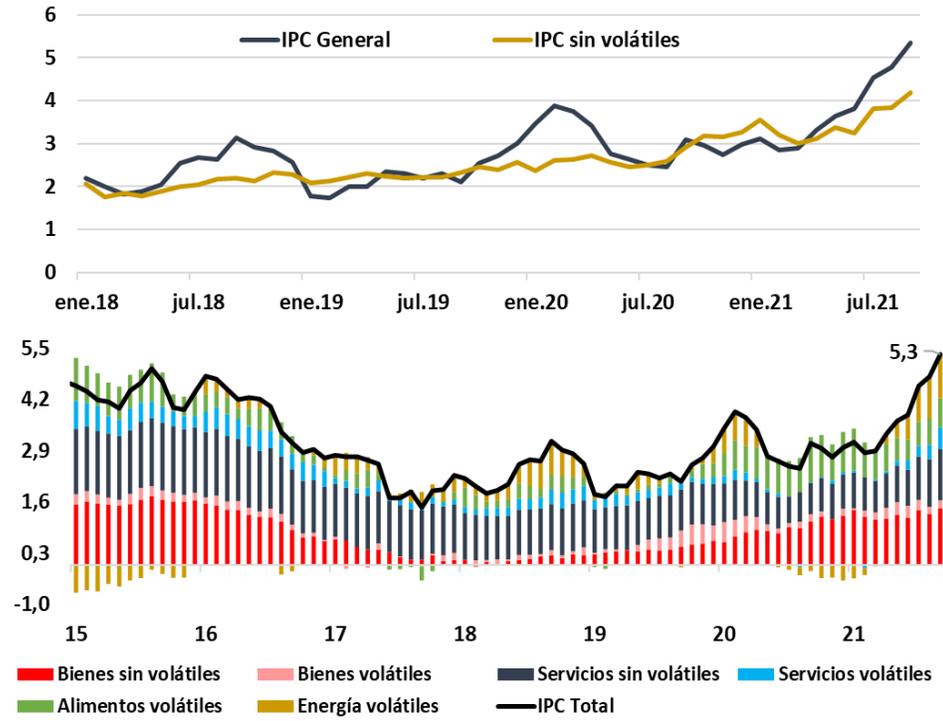
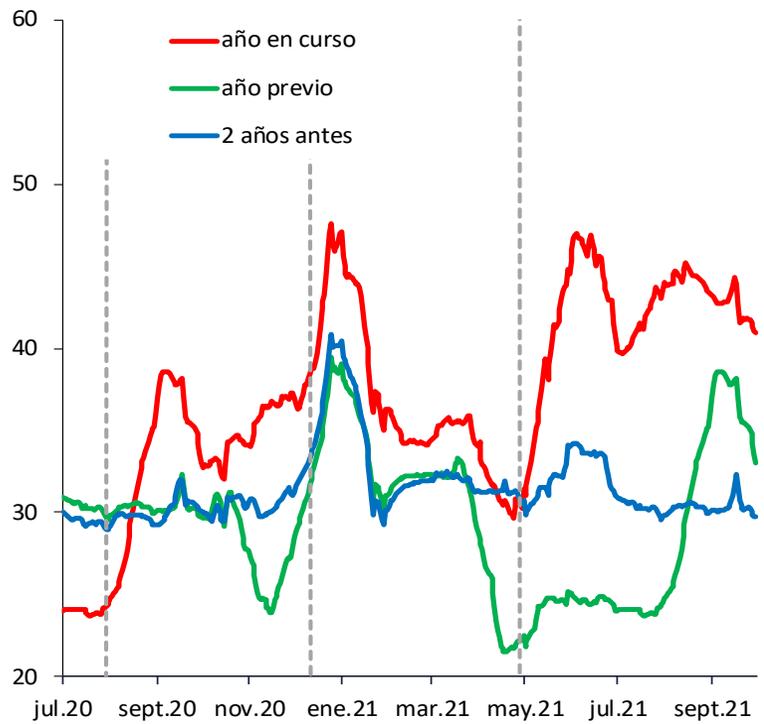
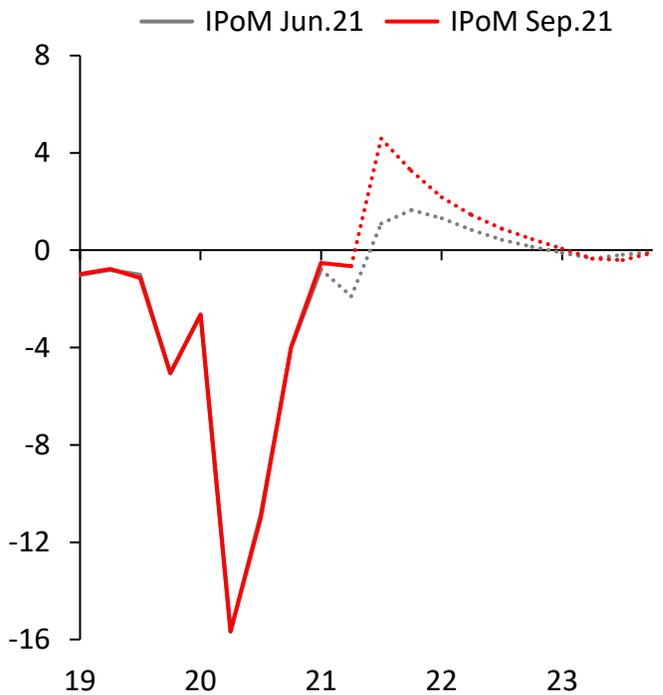
(1) Política monetaria convencional se asocia con la TPM. (2) Engloba políticas monetarias y de garantías soberanas que buscaron estabilizar los mercados financieros incluyendo el programa FCIC-FOGAPE, la compra de bonos, y los programas de liquidez en moneda local y extranjera.
Fuente: Banco Central de Chile.

La mayor demanda cierra la brecha de actividad y las ventas minoristas destacan por sobre los niveles de años anteriores. Con ello, nuevos impulsos a la demanda se trasladan crecientemente a inflación

Brecha de Actividad (1) (2) (nivel, puntos porcentuales)

Ventas minoristas con Boleta Electrónica (3) (miles de mill. de pesos, prom. móv. 28 días)

Inflación y contribución a la inflación anual (4) (variación anual del IPC, %)

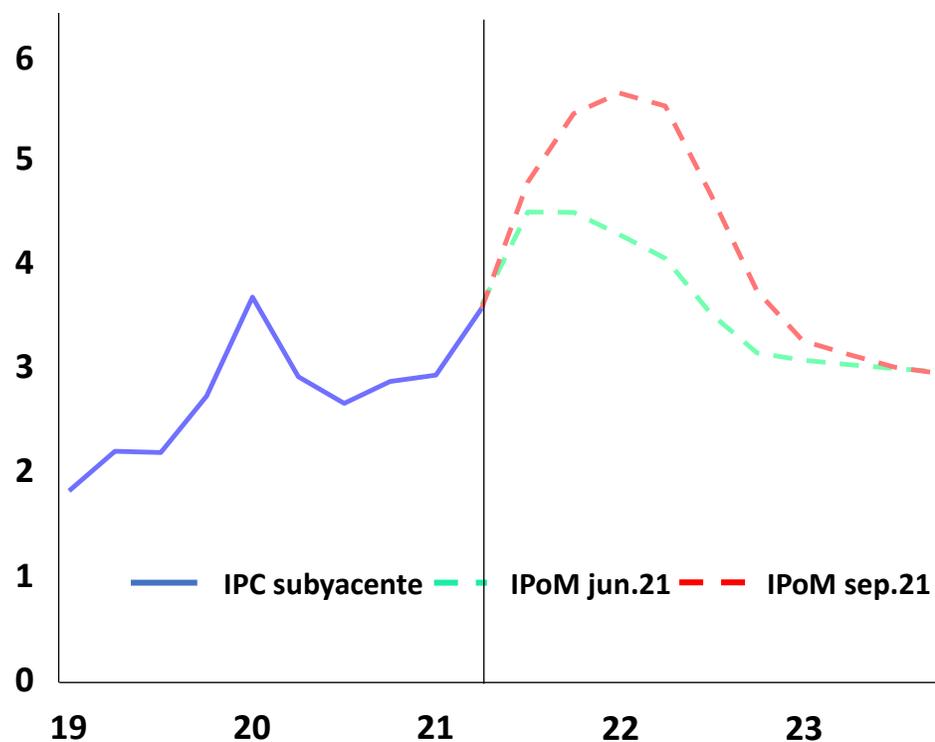


(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.
 (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021. Fuente: Banco Central de Chile.
 (3) Líneas verticales marcan aprobación de retiros previsionales. Último dato 30 de septiembre 2021.
 (4) Datos a septiembre de 2021.
 Fuentes: SII, Transbank y Banco Central de Chile.

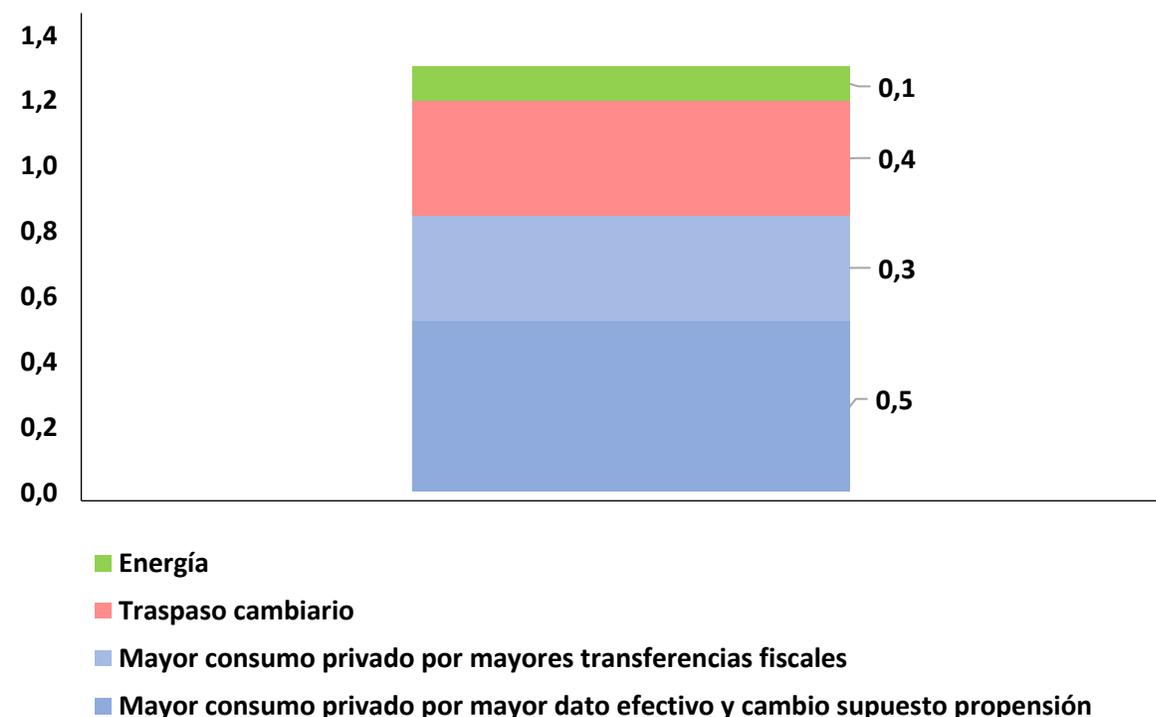


Según las proyecciones del IPoM de septiembre, la inflación culminaría este año en 5,7%, por encima del 4,4% previsto en el IPoM de junio. Prácticamente toda la diferencia se explica por mayor consumo y la depreciación del peso, ambos influidos por los retiros realizados y la expectativa de retiros adicionales

Proyección de inflación (1)
(variación anual, porcentaje)



Incidencias en la revisión de la proyección de
inflación a diciembre 2021 (2)
(puntos porcentuales)

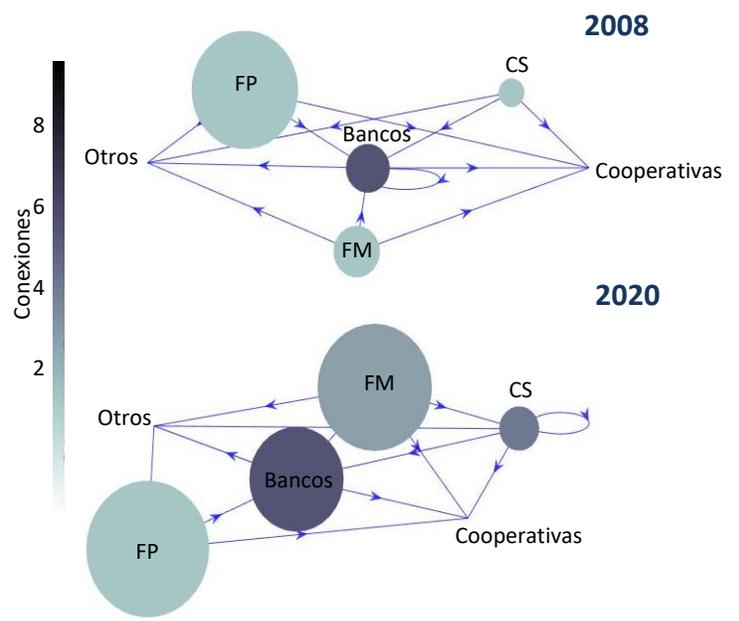


(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección en el respectivo *Informe de Política Monetaria*. (2) Medida por el IPC sin volátiles. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

(2) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total del IPoM de junio y de septiembre del 2021. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Para evaluar el impacto financiero de los retiros, debe considerarse que el sistema financiero está profundamente interconectado y provee financiamiento al Gobierno, los hogares y las empresas. Las grandes empresas se financian en el mercado de bonos local e internacional

Bancos e IFNB: flujos y conectividad en montos y pazos (1)



Plazo e inversiones en activos de bancos (2) (años, porcentaje)

Instrumento	Bancos	FP	FM	CS
Bonos banco	5.8	5.6	2.9	10
Bonos hipotecarios	8.0	9.3	7.7	7.7
Bonos subordinados	-	15.5	8.5	17
Depósitos PF	0.5	0.6	0.3	11
Letras hipotecarias	9.9	6.8	7.2	11
Promedio ponderado	5.7	5.9	1.1	13.9
% Pasivo Bancos	6.5	10.3	9.9	0.2

Fuente de financiamiento empresas y hogares (3) (porcentaje)

Usuario	Crédito Banca y OCNB	Instrumentos		Porcentaje del PIB
		Local	Externo	
Mega	24	21	55	82
Grandes	77	3	20	18
Pyme	88	1	10	20
Micro	94	0	6	3
Hogares	100	0	0	49
Gobierno central	0	71	29	33

(1) Los colores y la posición representan el grado de conectividad de la institución. Las flechas indican el flujo de las inversiones (de origen de los fondos a destino). El tamaño de las esferas representa el monto de los fondos invertidos en activos en el subsistema.

(2) Promedio ponderado en años y peso relativo en pasivos de bancos en porcentaje. Bancos incluye Banco Central de Chile.

(3) Incluye crédito Comex.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV.

Dentro del mercado de capitales, los fondos de pensiones son actores muy relevantes. Una liquidación acelerada de posiciones es difícilmente manejable, generando riesgos tanto para el corto, como para el mediano plazo

Presencia de mercado y posibilidades de liquidación

- Un supuesto laxo, en que se preserven los montos promedio diario de transacciones, da cuenta que se requerirían más de **4 años** para liquidar el saldo de bonos estatales, cerca de **1 año** para bonos bancarios y cerca de **4 meses** para las divisas.

Renta fija

- FP tienen un **65%** de participación del mercado de bonos de tesorería y más de **30%** en bonos corporativos y bancarios locales.

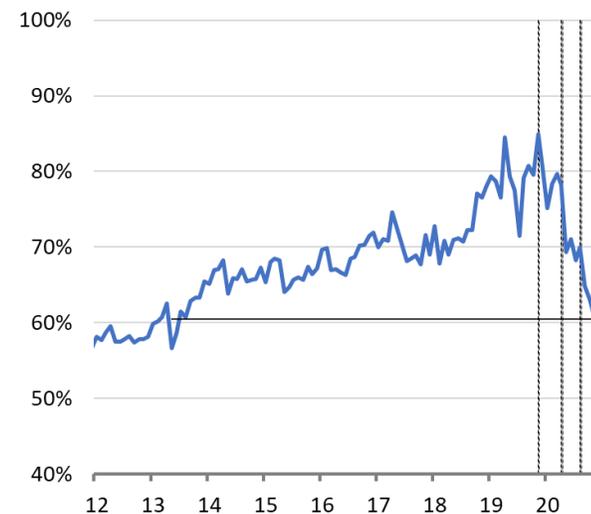
Acciones

- En promedio, FP poseen cerca de **20%** de las acciones *free float* (*) que se transan en el IPSA, y más de **13%** de las no-IPSA.
- Pueden llegar a tener más de **60%** de participación en el *free float* de algunas empresas IPSA y más de **40%** en algunas no-IPSA.

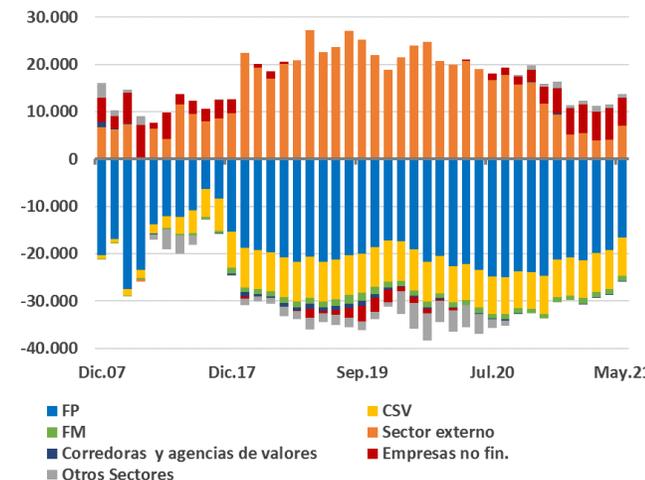
Cobertura cambiaria

- FP poseen más de **2/3** de posiciones netas del mercado de derivados de cobertura cambiaria.
- De este modo, son los **actores más relevantes** del mercado que utiliza la banca para proveer cobertura a las empresas y no se observa un sustituto evidente ante un potencial retiro.

Fondos de Pensiones como % del PIB



Posiciones netas de derivados (millones de US\$; según contraparte)



Transacciones



(*) Porcentaje del total de acciones de una sociedad que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable.

De esta forma, los retiros masivos de fondos han tenido impactos significativos en el mercado de capitales local

Tasas de interés aumentan en todos los plazos y tipos de créditos

- Las tasas de interés aumentan a todos los plazos. Esto se traslada a tasas de todos los tipos de créditos.
- Diferencias con tasas de interés de otros países aumenta. Esta diferencia es fundamentada por factores locales ante el aumento de la incertidumbre relacionadas a factores idiosincráticos.
- La disminución del tamaño de los fondos de pensiones en relación a la economía provoca un cambio estructural en el mercado de capitales al disminuir el ahorro de largo plazo.

El peso chileno pierde valor frente a otras monedas

- Pese al ingreso de divisas desde el exterior, tanto por los fondos de pensiones como por el gobierno central, la moneda local pierde valor frente a sus pares internacionales.
- Adicionalmente la liquidez del mercado se reduce.

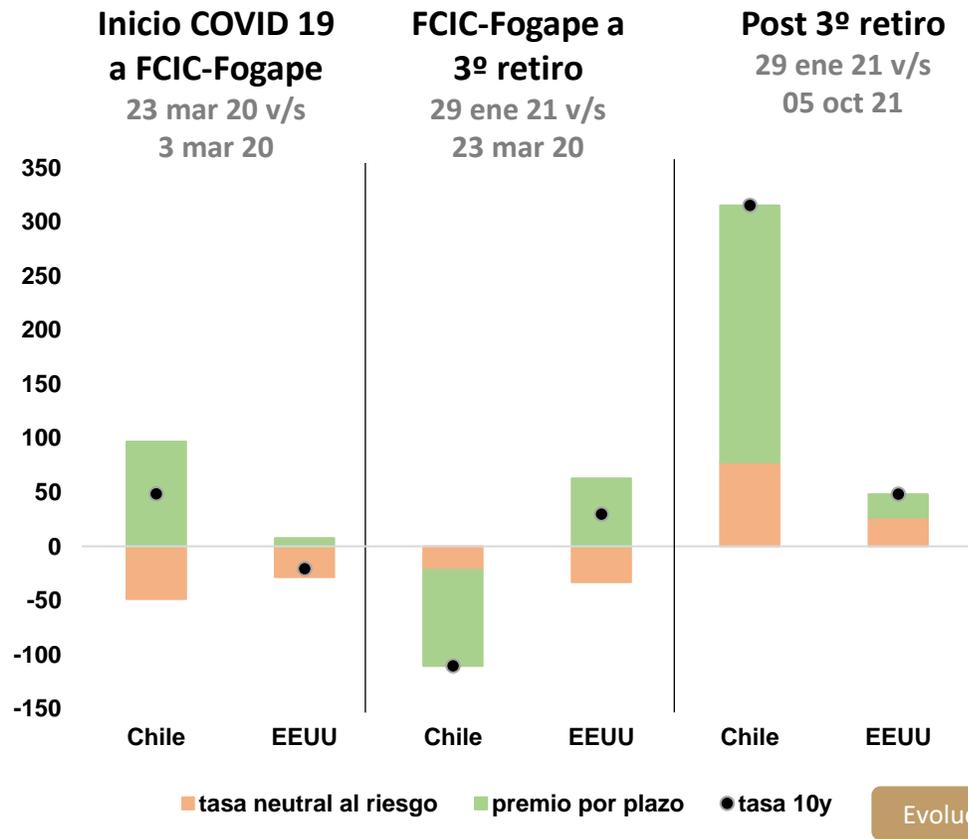
Volatilidad y preferencia por moneda extranjera

- Liquidaciones masivas, mayor incertidumbre y menor poder de mitigación de FP se asocian a un incremento de la volatilidad de tasas de interés y tipo de cambio.
- Hogares y empresas no financieras aumentan preferencia por activos en moneda extranjera
- Aumenta el flujo de inversión de cartera y depósitos al exterior
- Aumenta el número de cuentas corrientes en US\$, particularmente con montos mayores a UF 1.500

Tasas de interés y tipo de cambio: Pese al ingreso de divisas desde el exterior, la moneda local pierde valor frente a sus pares internacionales. En tanto, las tasas de interés se incrementan por deterioro del mercado de capitales doméstico.

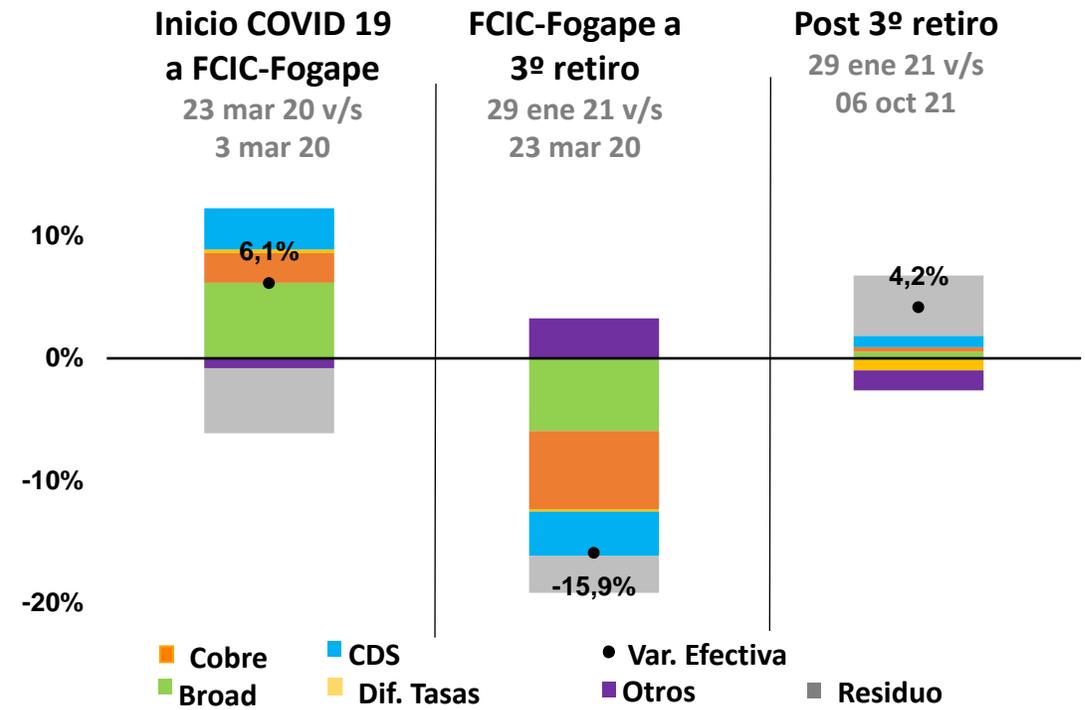
Variación de la tasa de interés a 10 años en pesos (1)

(puntos base)



Variación del tipo de cambio nominal (2)

(contribución al cambio en %)



(1) Los componentes RN y TP se extraen de las tasas SPC usando la estrategia propuesta por Krippner (2015) que contempla la existencia de un límite inferior para la TPM.

(2) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN según sus fundamentos, como el precio del cobre, nivel de precios interno, entre otros. Para más detalle ver "Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile" (2020).

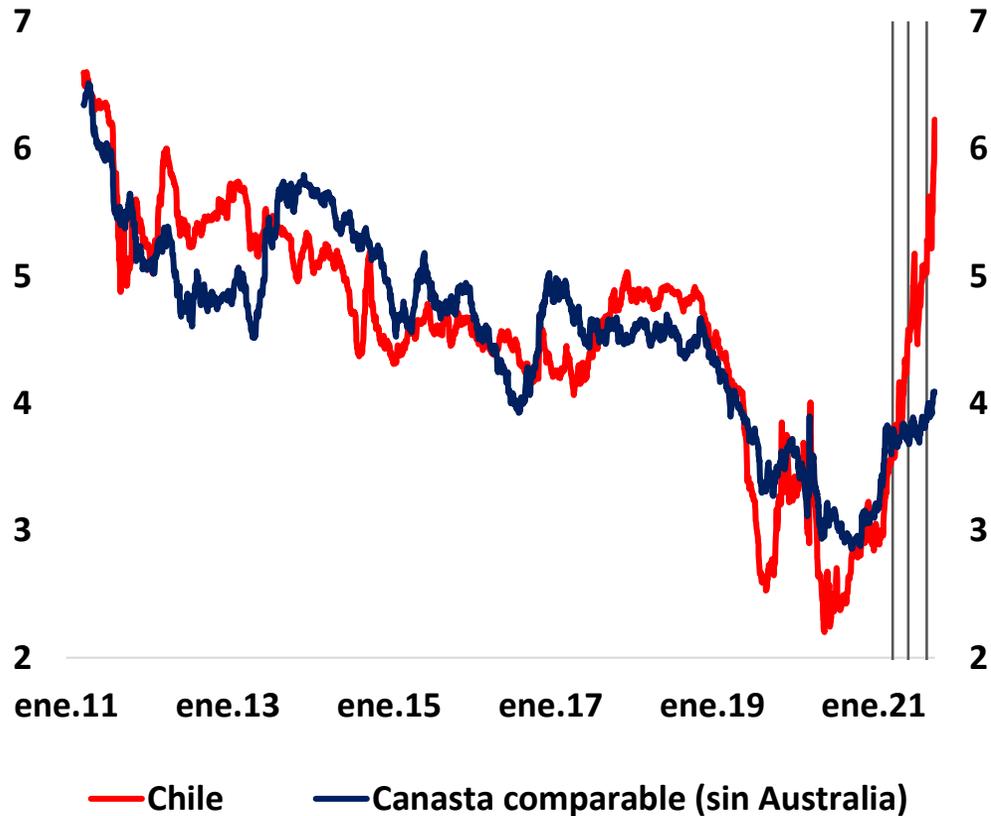
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y Risk America.

Evolución TC
Volatilidad



Costo financiamiento fiscal: El aumento de las tasa implica un aumento en el pago de intereses por parte del Gobierno

Tasas 10y bono soberano (1)
(porcentaje, datos diarios)

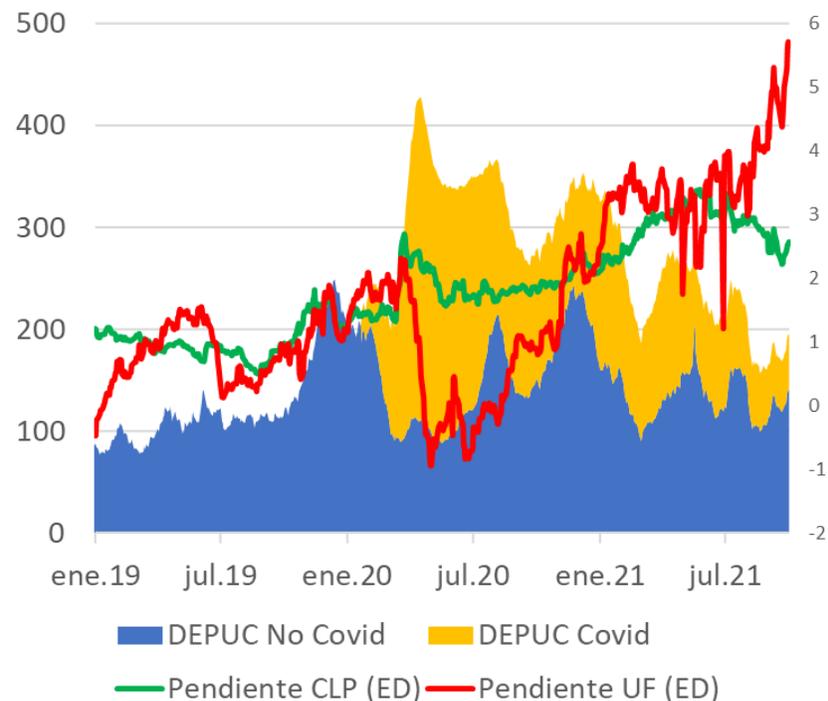


Aumento de tasas implican un aumento del pago de intereses por parte del Gobierno entre US\$1.800mn y 2.800mn anuales

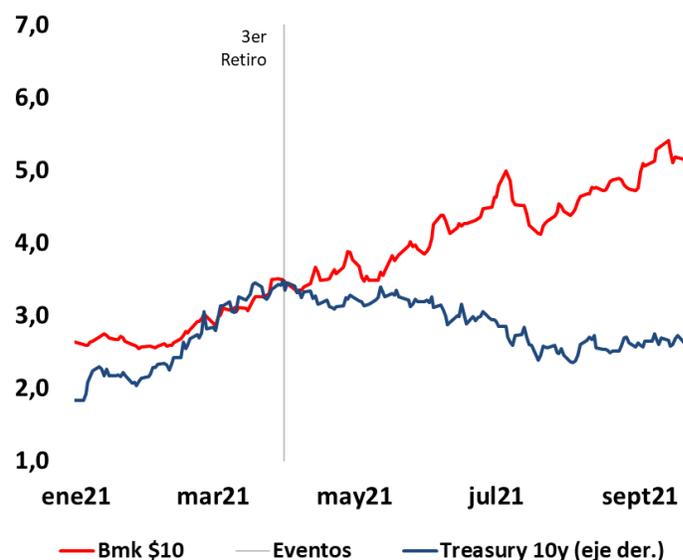
Esto excede la recaudación de las medidas tributarias propuestas para financiar la ampliación del pilar solidario de pensiones. También equivale a aproximadamente a todo el presupuesto anual 2022 para la gratuidad de Universidades, Institutos Profesionales y Centros de Formación técnica y Becas Educación Superior.

Costo de crédito hipotecario: el deterioro de las condiciones financieras afecta a las tasas de interés hipotecarias, que se han incrementado significativamente en el curso del año

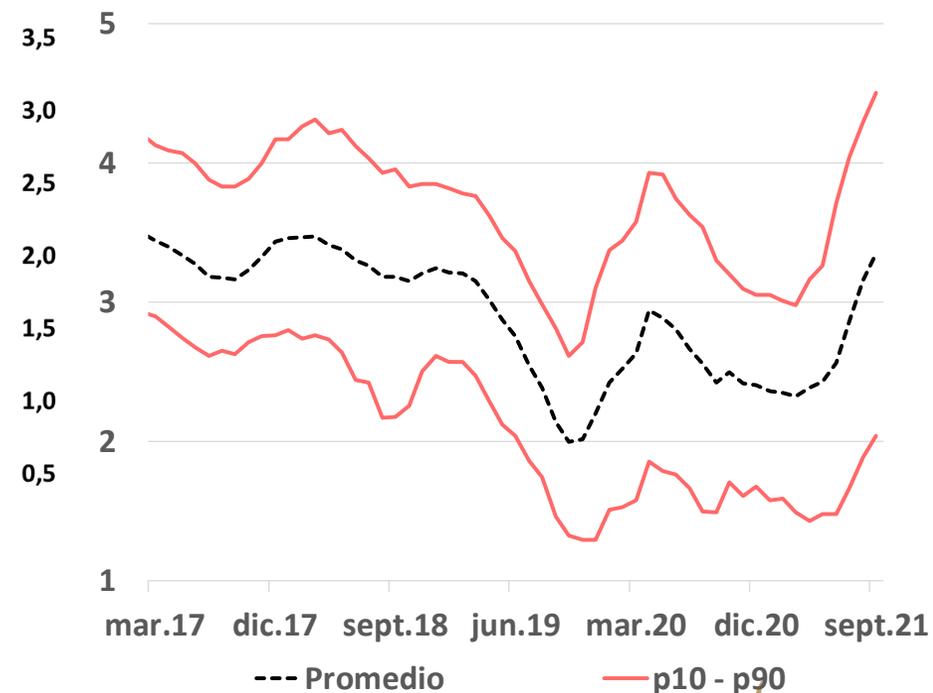
Incertidumbre y Curva de Rendimiento (1) (índice, porcentaje ED)



Bonos de Tesorería en Pesos a 10 años y US Treasury a 10 años (porcentaje)



Tasas de interés hipotecarias (2) (porcentaje)



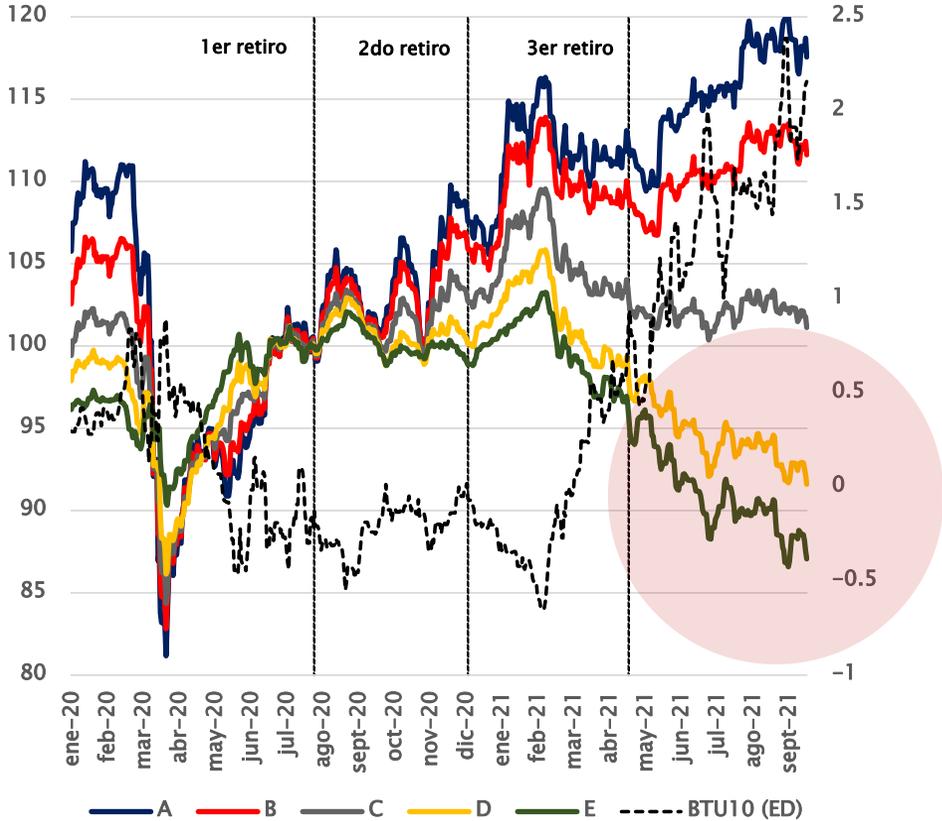
(1) Diferencia entre la tasa swap a 10 años y la tasa swap a 6 meses. Líneas verticales corresponden a las fechas de inicio de las protestas sociales, y los tres retiros de FP posteriores, respectivamente (1er retiro: 30/07/2020; 2do retiro: 10/12/2020; 3er retiro: 28/04/2021).

(2) Solo considera operaciones en cuotas, originales, moneda UF y no vinculados a instrumentos de fomento.

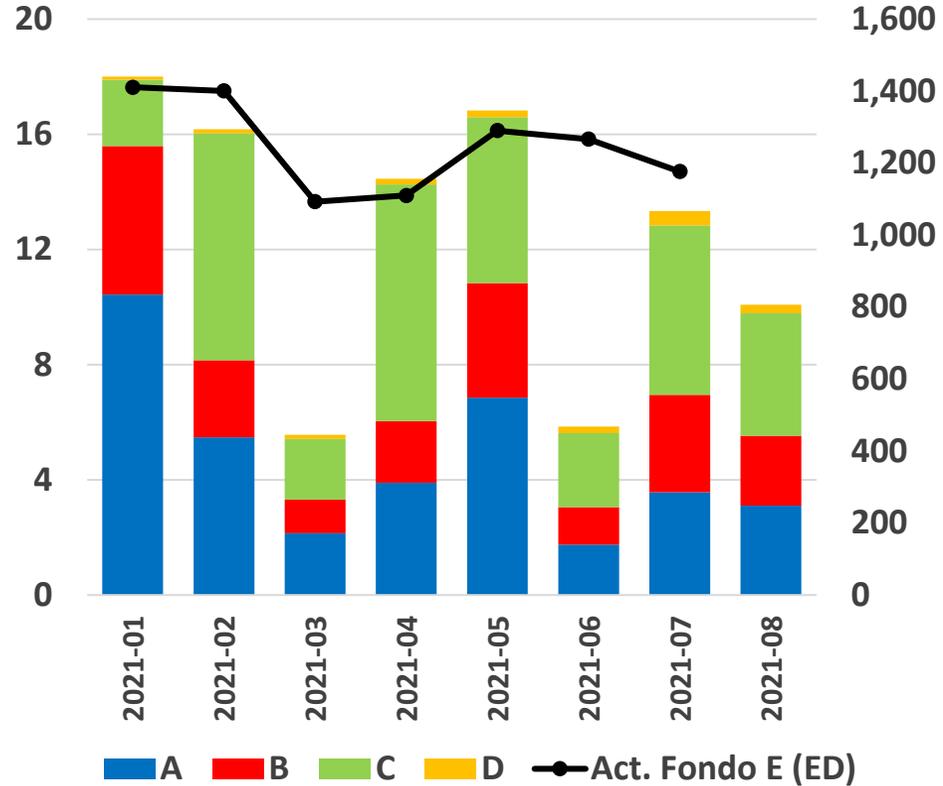
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, CMF y Becerra y Sagner (2020).

Rentabilidad fondos de pensiones: El alza de tasas experimentadas este año ha provocado una rentabilidad negativa de los fondos con mayor exposición a renta fija. Por la misma razón se han visto cambios significativos de afiliados desde el fondo E a otros fondos.

Rentabilidad real mensual de Multi-Fondos y BTU/BCU (10 años) (1)-(2)
(30/07/2020=100; 1er Retiro)



Cambio de fondos desde Fondo E (3)
(porcentaje de activos de Fondo E; MMM US\$, miles)

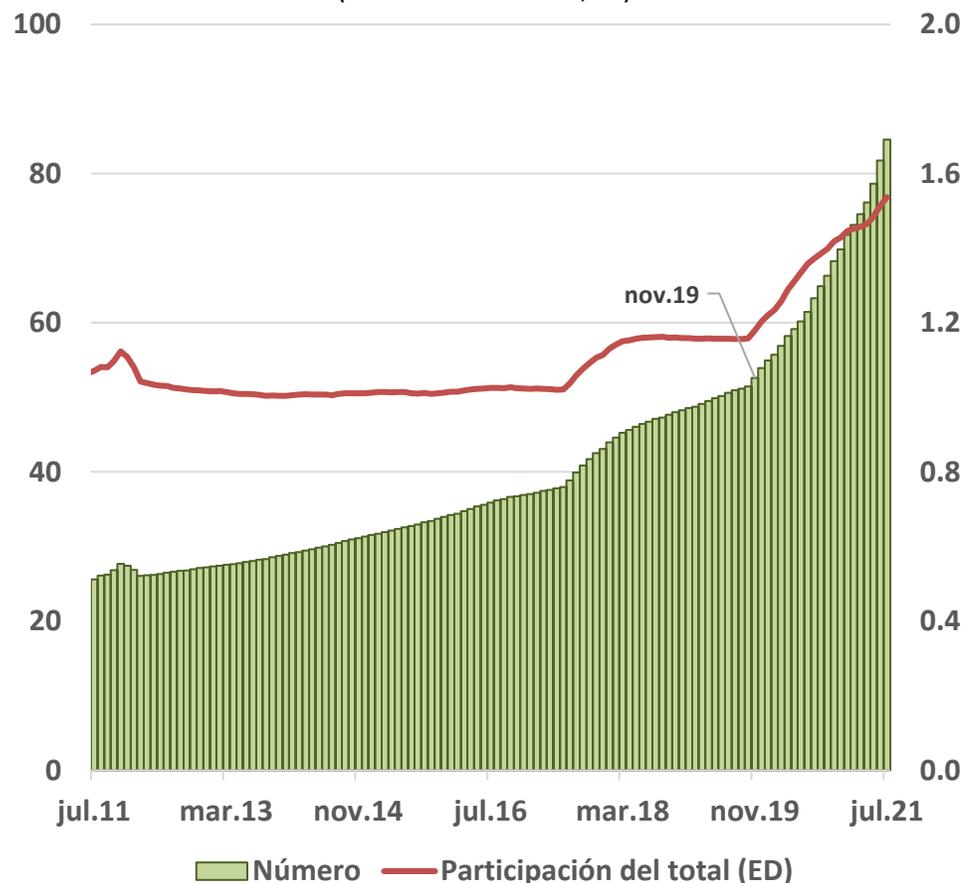


(1) Variación nominal deflactada por la variación de la UF del periodo. (2) Se utiliza tasa BTU/BCU de 10 años diaria. (3) Se utiliza los activos totales del Fondo E de cada mes para Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Superintendencia de Pensiones.

Salidas de capitales: Se ha registrado una salida de capitales de empresas y hogares, acompañada de un incipiente aumento de preferencia por activos en dólares.

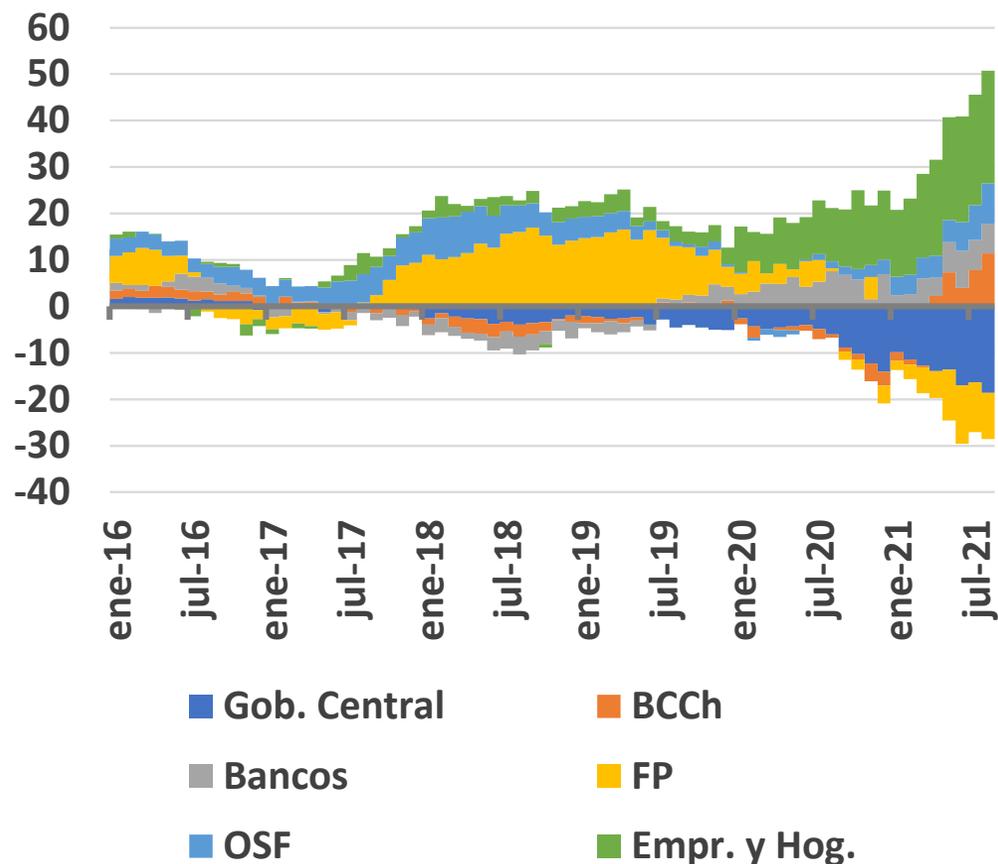
Número de cuenta corriente de personas naturales en moneda extranjera

(miles de cuentas, %)



Flujos de salidas de activos financieros líquidos

(miles de millones de dólares, suma acumulada 24 meses *rolling*)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF

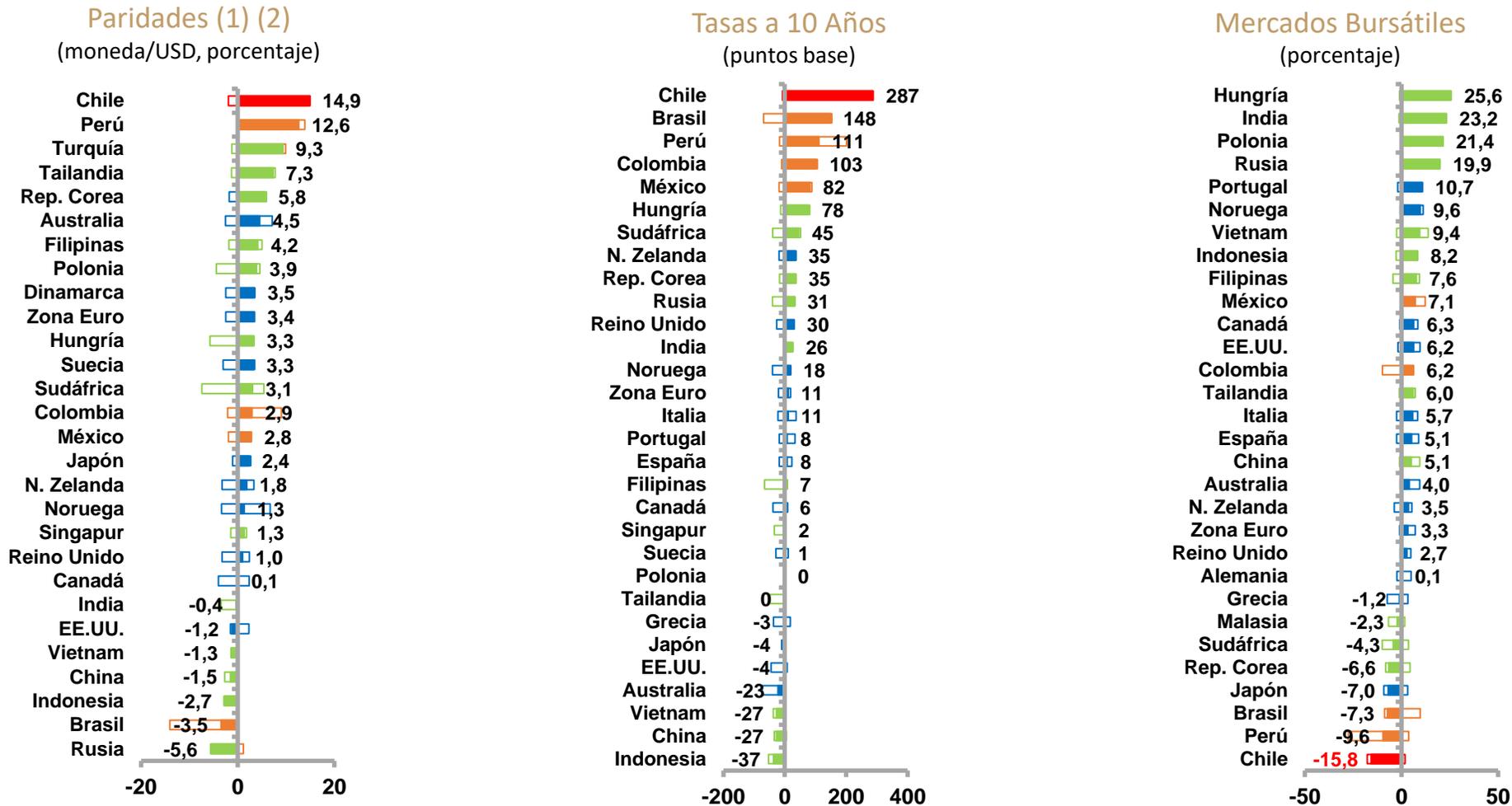
Fuente: Banco Central de Chile

Estos desarrollos fueron anticipados por el Banco Central en sus comentarios en el proceso legislativo de los proyectos anteriores. Estos comentarios han ido reflejando la evolución de los proyectos, del entorno económico y potencial impacto

Concepto	Argumento planteado en R123	Evolución según canal
Excepcionalidad de la medida	<ul style="list-style-type: none"> No puede evaluarse como un fenómeno aislado producto de la emergencia, sino que es un proceso repetitivo y acumulativo. 	<ul style="list-style-type: none"> Canal expectativas: Sucesión de medidas prácticamente idénticas, sin tomar en cuenta los cambios en el escenario macroeconómico, fiscal y social
Impacto sobre mercados financieros	<ul style="list-style-type: none"> Tasas de interés Financiamiento de largo plazo 	<ul style="list-style-type: none"> Canal financiero y expectativas: Alza de tipo de cambio y tasas de interés de mercado, en particular la de créditos hipotecarios Canal macro de corto plazo: aumento de la inflación. Canal estructural: Impacto en tasa de ahorro, profundidad de mercado de capitales, acceso a financiamiento externo y costo de financiamiento.
Demanda interna	<ul style="list-style-type: none"> Acumulación de liquidez puede generar aumento abrupto de demanda interna 	<ul style="list-style-type: none"> Canal estructural: Impacto en tasa de ahorro, profundidad de mercado de capitales, acceso a financiamiento externo y costo de financiamiento.
Implicancias distributivas	<ul style="list-style-type: none"> Beneficios decrecientes para personas de menores ingresos y costos cada vez mayores con plazos cada vez más breves de liquidación. 	<ul style="list-style-type: none"> Canal macro de corto plazo: Los retiros se han ido concentrando en el segmento de mayores ingresos impacto decreciente sobre la actividad y el empleo
Espacio de acción del BCCh	<ul style="list-style-type: none"> El BCCh continuará aplicando sus facultades para amortiguar el impacto de estas medidas La efectividad de tales acciones se va reduciendo dados los ajustes ya realizados No puede influir sobre los efectos acumulativos en el mediano y largo plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> Canal estructural: Efectividad de las medidas destinadas a amortiguar el impacto de los retiros sobre los mercados financieros se ha ido reduciendo

El deterioro de las condiciones financieras en Chile desde el 3er retiro de ahorros previsionales destaca respecto a lo observado en un amplio espectro de economías

Movimiento mercados financieros entre 13 de abril y 7 de octubre de 2021



Notas: Comprende cambios entre el 13 de abril y el 7 de octubre de 2021. Barras verdes corresponden a Emergentes, naranjas a Latam y azules a Desarrollados. Barras sólidas representan la variación durante el período y barras transparentes a cambios máximos y mínimos. (1) Aumento indica depreciación. (2) Tipo de cambio de EE.UU. corresponde a tipo de cambio multilateral. (3) Series marcadas con un signo + corresponden a datos del EMBI+, que excluye bonos de emisores cuasi-soberanos.
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Los cambios en condiciones financieras tienen incidencia directa sobre las personas

Tasas de interés de largo plazo

- Aumenta el costo del crédito, a pesar de las políticas implementadas, por tratarse de un cambio del mercado de capitales percibido como estructural.
- Disminuye la rentabilidad de los fondos, lo que hubiera sido aún menos favorable sin una intervención del BCCh.

Liquidez y pago de deudas

- Hogares aumentan su liquidez en el corto plazo, a costa de una reducción de sus ahorros.
- Este aumento de liquidez en un principio permitió el pago de deudas y reducción de la morosidad, lo que se ha ido diluyendo posterior al primer retiro, por menor alcance de los mismos.
- De cara a un 4R, los hogares que tienen más deuda no tienen saldo disponible, por lo que un eventual uso pierde efectividad para estos propósitos.

Impacto de un aumento de 2% de las tasas de interés de largo plazo y de un aumento de la inflación de 2% por sobre meta del Banco Central (3%) sobre el costo de un crédito hipotecario (2.000 UF)

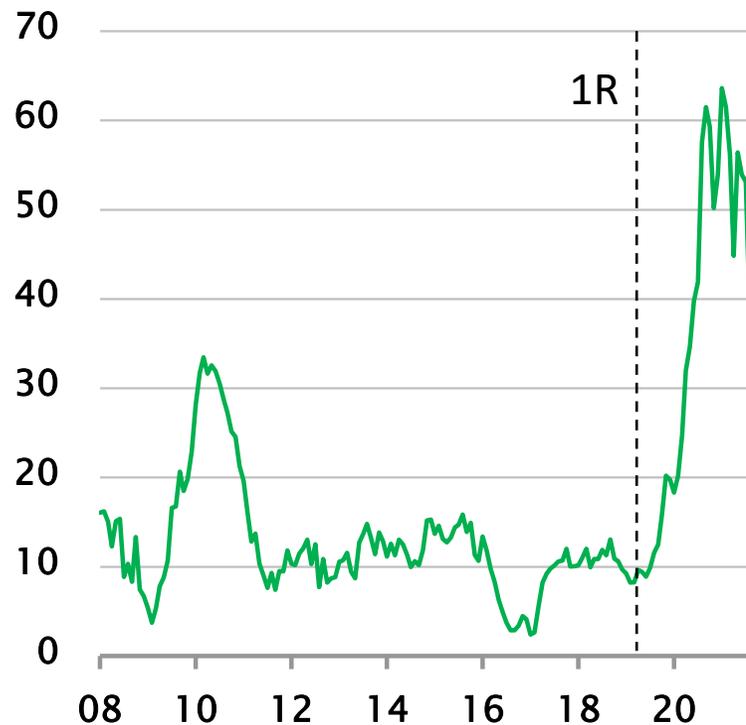


Los mayores intereses equivalen a cerca de \$12 millones, equivalente a un 19% más a pagar por el total del crédito

La mayor liquidez de los hogares ha sido compensada por una menor tasa de ahorro y menores activos financieros netos

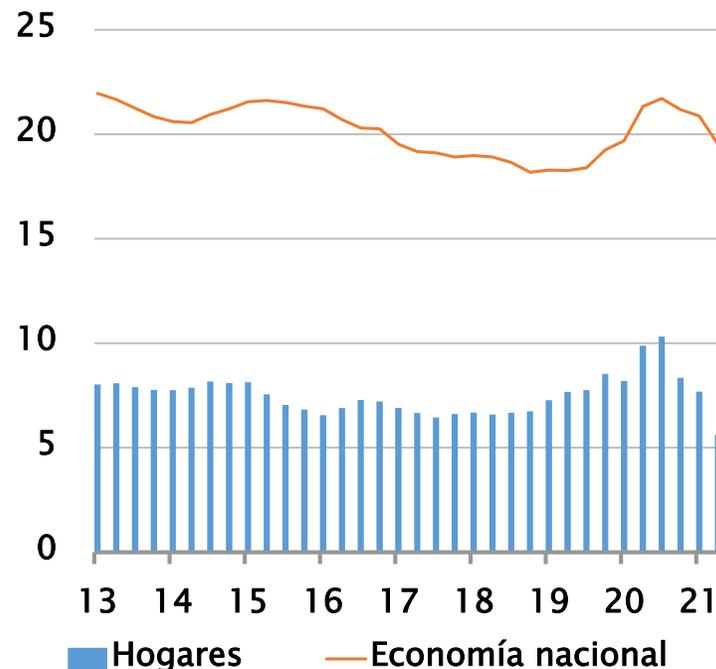
M1 promedio

(variación nominal anual, porcentaje, ago-21)



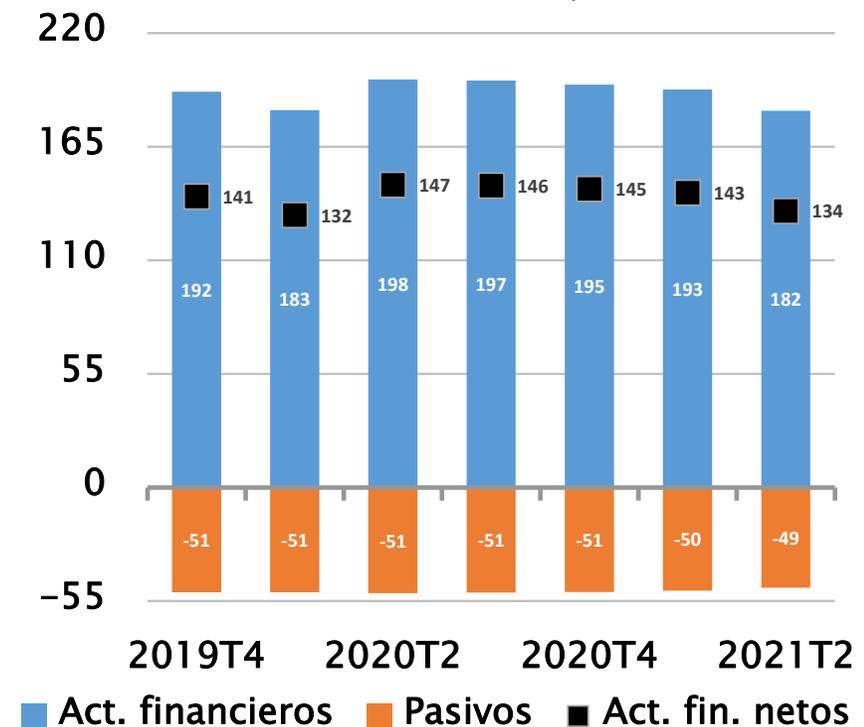
Ahorro bruto

(porcentaje del PIB, promedio móvil anual)



Balance financiero de hogares

(porcentaje del PIB, promedio móvil anual)

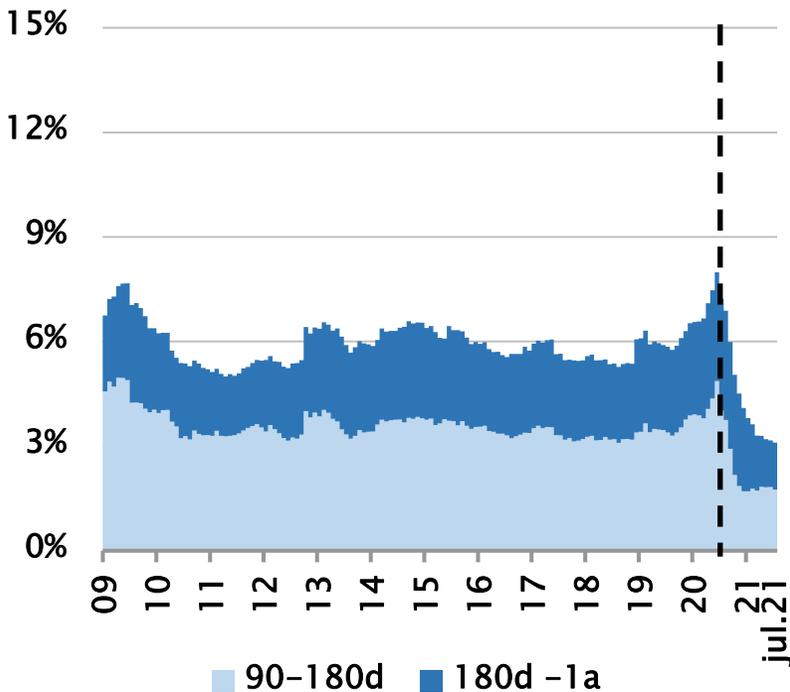


Fuente: Banco Central de Chile.

El primer retiro de ahorros previsionales contribuyó a reducir la morosidad de los hogares, pero los siguientes no tuvieron efectos relevantes en ello, probablemente porque quienes continuaron efectuando retiros no eran quienes tenían los mayores problemas de endeudamiento bancario

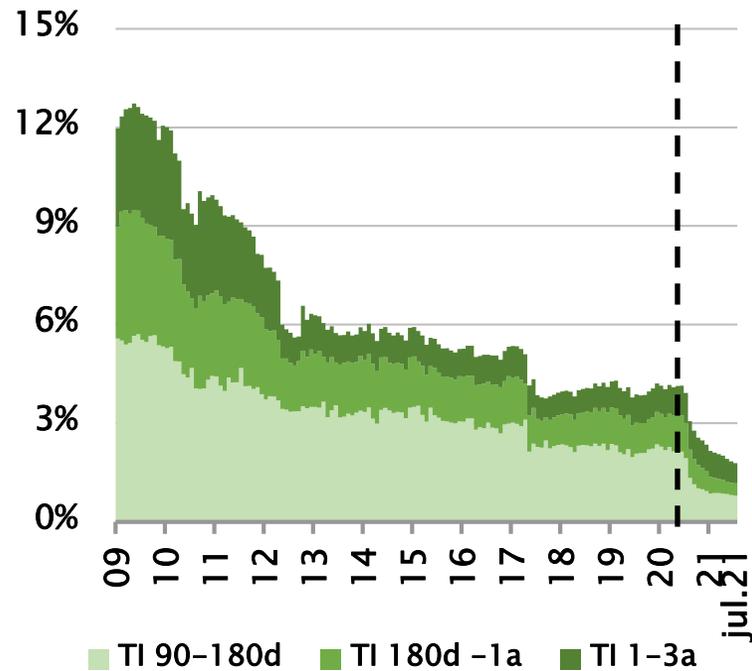
Tasa de incumplimiento en consumo

(porcentaje de deudores de consumo, jul-21)



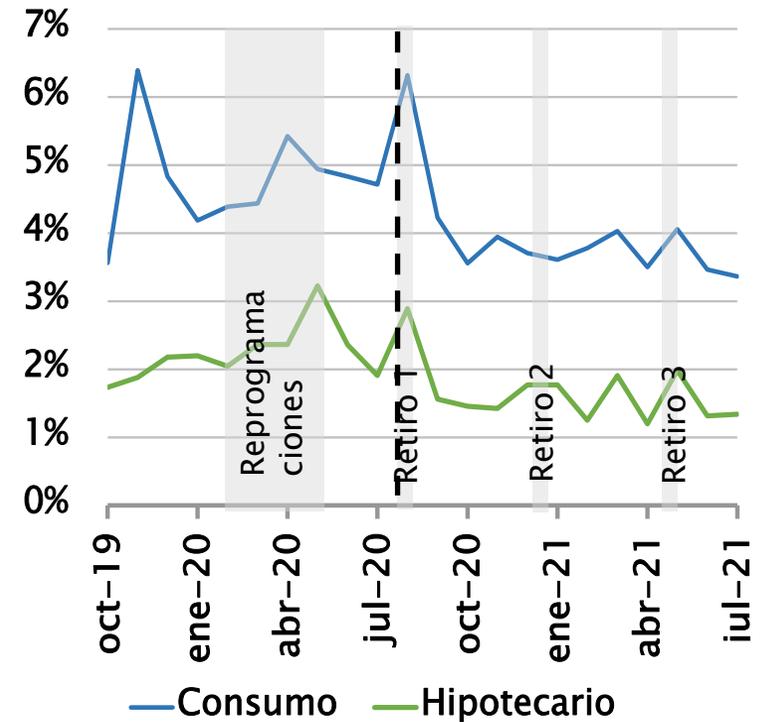
Tasa de incumplimiento hipotecario

(porcentaje de deudores hipotecarios, jul-21)



Probabilidad de mejorar situación de pago (*)

(transito al próximo mes)



(*) Modelo probit con datos a nivel de deudores bancarios hipotecarios y de consumo, que incorpora variables dicotómicas para definir período de los retiros de FP.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Los afiliados con deudas tienen bajo saldo en los fondos de pensiones, por lo que retiros adicionales no les ayudan al pago de deudas

44% con deuda bancaria no tienen saldo → 2 millones de personas

240 mil personas no tienen saldo para un 4R, ni poseen ingresos

Primeros 2 quintiles de ingreso tienen menos de 250 mil pesos de saldo promedio

Mayores beneficiarios en caso de pago de deuda serían personas de alto saldo

Saldo representa más de 2 veces la deuda para aquellos con más de 10 millones de saldo → 1% de afiliados

Saldo representa menos de 10% de la deuda para aquellos con saldo positivo, pero inferior a 500 mil pesos → 34% de afiliados

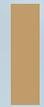
Detalles

En resumen

- Los retiros anteriores, sumados a la perspectiva de repeticiones de la medida ya han generado un costo económico relevante:
 - Cambio en inflación esperada a dic 2021, de 4.4% a 5.7%
 - Aumento tasa de interés de largo plazo (BCP10) de 2,5% a 6,6%
 - Depreciación de la moneda hasta \$820 por dólar
- La evolución de estas variables tendrá un impacto directo sobre el bienestar de las personas, a través del costo de la vida y el costo del crédito. El daño será especialmente relevante para las personas que no están en condiciones de efectuar retiros, que corresponden en general a segmentos de menores ingresos
- La creciente proporción de afiliados sin saldo o con saldos mínimos no pueden utilizar este mecanismo para reducir endeudamiento o afrontar diversos compromisos

A glass globe on a stand, centered in the background. The globe is transparent with a grid of latitude and longitude lines. The continents are visible in a light brown color. The globe sits on a circular base. The background is a light blue grid pattern.

Potenciales efectos de nuevos retiros y cambios estructurales en el mercado financiero



Nuevos retiros de fondos previsionales generarían perjuicios fiscales adicionales y daños permanentes en el mercado de capitales, perjudicando con ello al Gobierno, empresas y hogares

Gobierno, sector externo y equilibrio macroeconómico.

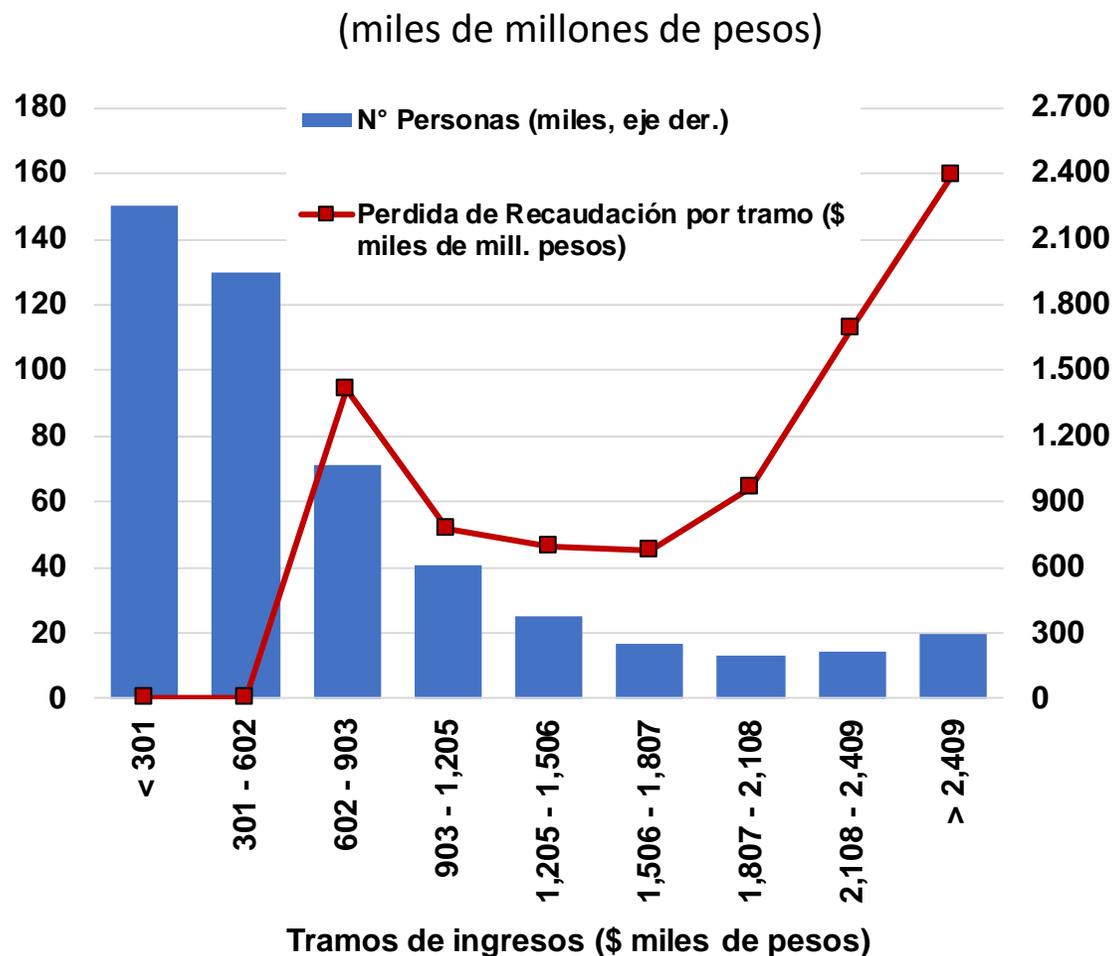
- Retiros adicionales generarían menor recaudación fiscal por exenciones tributarias.
- Costos del financiamiento pueden aumentar abruptamente si se agudizaran las salidas de capitales.
- Ello conlleva además, reducciones significativas de la actividad económica en el mediano plazo.

Usuarios de crédito

- Hogares y empresas verían afectada su capacidad de pago ante un aumento de tasas de interés, e inflación, que encarecerían el costo de renovación de sus compromisos.
- Acceso al crédito, en particular de largo plazo, sería más difícil y costoso.

Se estima que un cuarto retiro previsional implicaría una exención tributaria de aproximadamente US\$ 700 millones

Exención tributaria 4to retiro de AFP



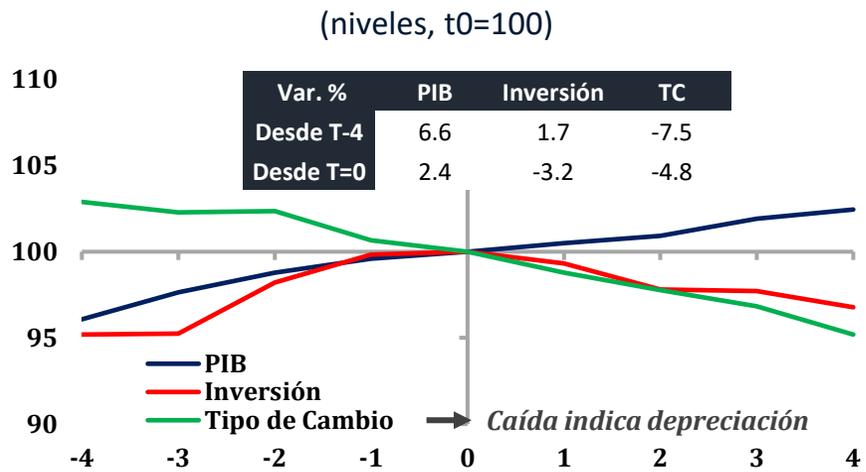
- En base a información de la Superintendencia de Pensiones se estima exención tributaria de un eventual 4to retiro de AFP.
- Datos de afiliados contiene información sobre tramos de ingresos y montos promedio retirados en UF.
- En base a tasa marginal de impuesto global complementario se estima recaudación tributaria del 4to retiro.
- Se realiza ajuste para aquellos tramos de ingresos que previo al retiro estaban exentos de pago y ex-post comienzan a pagar impuestos.
- Exención tributaria se estima en aproximadamente USD 700 millones (equivalente a 0.3% del PIB de 2020).

Nota: Supuesto TCN en 800 y supuesto UF al 7 de octubre \$ 30.116 pesos.
 Fuente: Superintendencia de Pensiones, SII y Banco Central de Chile.

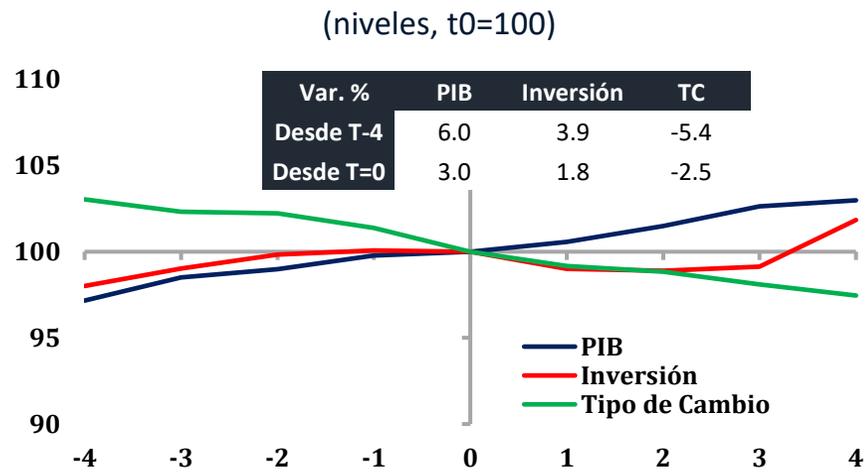
La evidencia internacional muestra que las salidas de capitales se relacionan con un deterioro de distintas variables macro-financieras y su efecto presenta no-linealidades relevantes

Salidas brutas y netas de capital están asociadas a **caídas de la inversión y una depreciación del tipo de cambio**.

Salidas Brutas de Capital Extranjero (1)



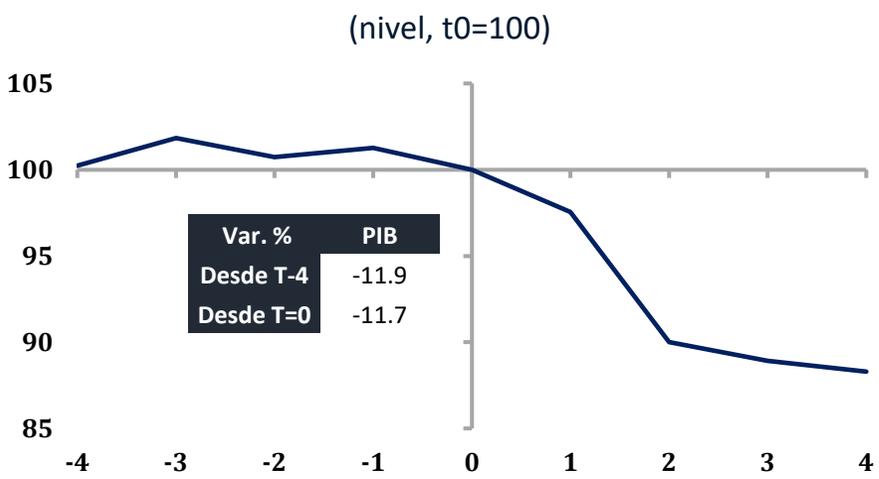
Salidas Netas de Capital (1)



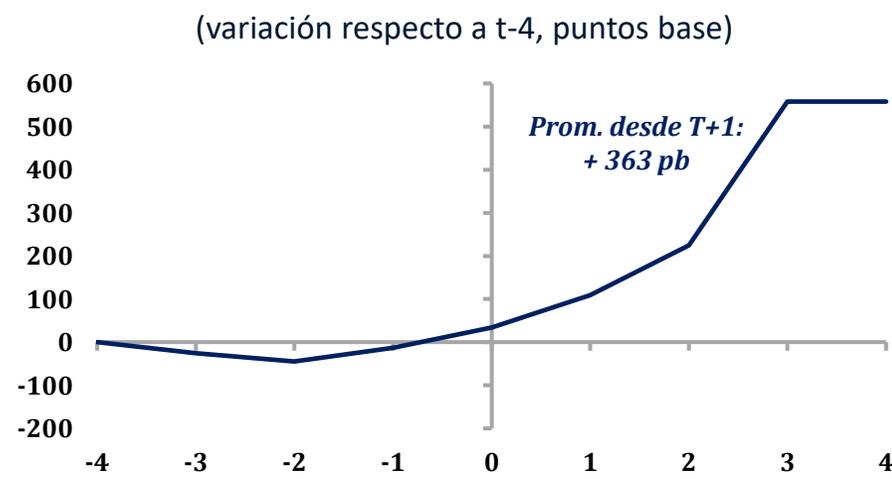
Salidas Extremas (2)

Salidas abruptas de capital están asociadas **caídas significativas del PIB y un fuerte aumento de las tasas de interés**.

Nivel del PIB



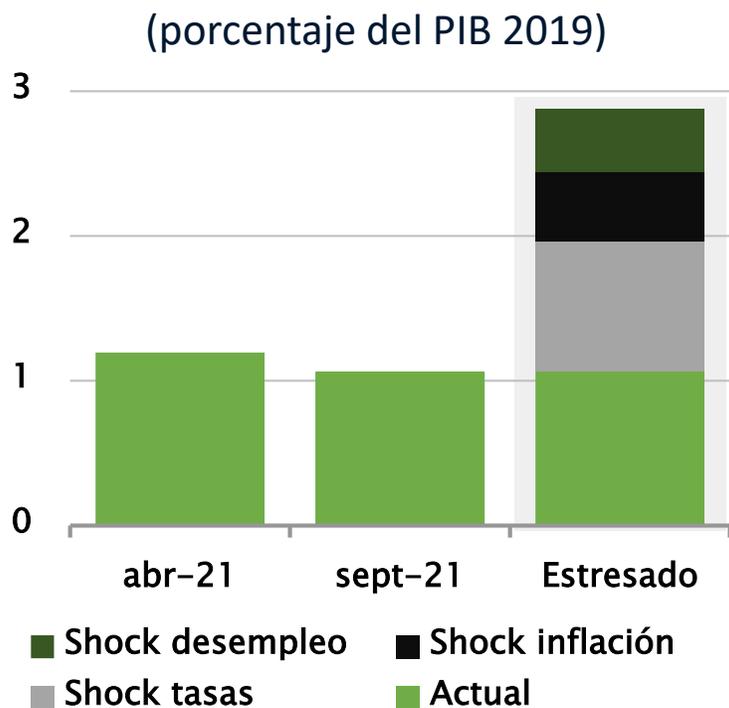
Tasas de Bonos Soberanos a 10 Años



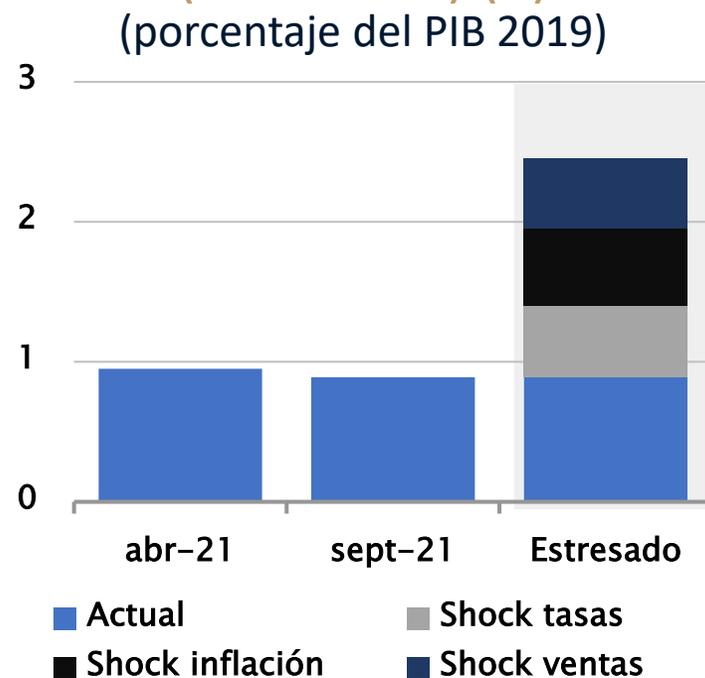
(1) Salidas que sobrepasen 2 desviaciones estándar. (2) Salidas que sobrepasen 3 desviaciones estándar. Fuente: Elaboración propia en base a datos de frecuencia trimestral del Fondo Monetario Internacional y Haver Analytics. La identificación de episodios se realiza siguiendo la metodología de Forbes y Warnock (2012).

Mayores tasas de interés (300pb) afectarían la capacidad de pago de hogares, hasta exceder el impacto de un aumento del desempleo. Para las empresas el shock de aumento de tasas tiene un impacto similar al de una caída en las ventas

Deuda bancaria en riesgo (consumo e hipotecaria) (1)



Deuda bancaria en riesgo (comercial) (2)



(1) Deuda bancaria de los hogares (consumo e hipotecaria) equivale a 37% del PIB y 40% de las colocaciones bancarias totales al cierre del 2019. Área gris corresponde a simulación para escenario estresado. El shock de tasas corresponde a un aumento de 300pb en la tasa de consumo y 100pb en la tasa hipotecaria. El shock de inflación corresponde a crecimiento de 10% anual de inflación por tres años consecutivos. El shock de desempleo es un aumento hasta 15% en un año.

(2) Área gris denota simulación bajo escenarios estresados para empresas con financiamiento bancario. Shock de ventas implica una caída a nivel de firma como la observada durante el año 2020. Shock de tasa es un aumento transversal de 300 pb en tasa de créditos comerciales. El shock de inflación corresponde a crecimiento de 10% anual de inflación por tres años consecutivos

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SUSESO y CMF.

A glass globe on a stand, centered in the background. The globe is transparent with a grid of latitude and longitude lines. The continents are visible in a light brown color. The globe sits on a matching glass base. The background is a light blue grid pattern with some faint, larger-scale grid lines.

Espacio de acción del BCCh ante nuevos retiros de fondos



¿Por qué interviene el Banco Central en la implementación de los retiros de fondos de pensiones?

Mandato legal

Velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos

Estabilidad Financiera

El normal funcionamiento de los pagos internos y externos depende de la estabilidad del sistema financiero. Se considera que existe estabilidad financiera cuando el sistema cumple sus funciones con normalidad o sin interrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas

Política Financiera

Instrumentos para preservar la estabilidad financiera:

- Emite y administra regulación financiera dentro de sus facultades institucionales
- Administra, en consulta con la CMF, mecanismos de estabilización macrofinanciera (Cargo de Capital Contracíclico, CCyB)
- Elabora informes y emite opiniones sobre el impacto de potenciales cambios legales o regulatorios respecto de los cuales se le consulte
- Elabora el Informe de Estabilidad Financiera (IEF)
- Participa en el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) como Asesor Permanente
- **Interviene excepcionalmente en el mercado financiero y cambiario formal mediante compra y venta de activos con instituciones financieras autorizadas**
- Otorga liquidez en situaciones de emergencia al sistema bancario

¿Qué pasaría si el Banco Central no hiciera nada frente a los retiros de ahorros previsionales?

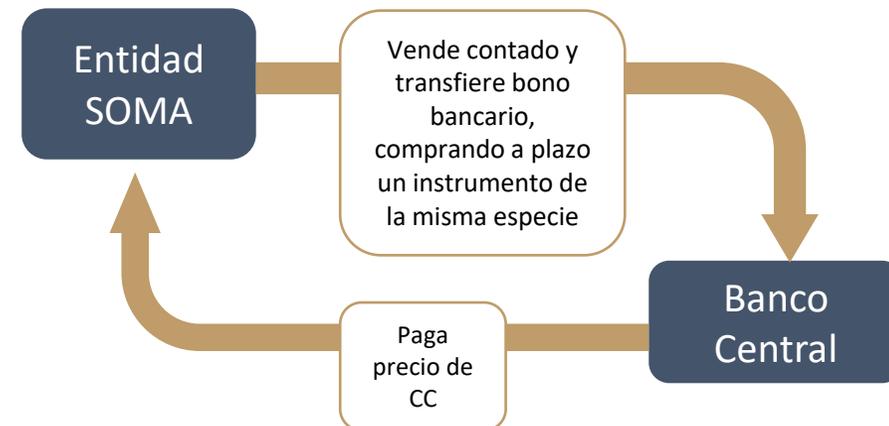
- Los fondos de pensiones se invierten en activos en Chile y en el extranjero para obtener la rentabilidad que incrementa los fondos de capitalización de los afiliados. Sólo una fracción pequeña de éstos se mantiene en instrumentos de liquidez inmediata, como efectivo, depósitos bancarios o PDBC.
- Sin intervención del BCCh, las AFP actuando por cuenta de los fondos de pensiones habrían tenido que liquidar activos por hasta \$20.000 millones de dólares en cada retiro, en el mercado internacional (afectando el tipo de cambio al ingresar las respectivas divisas al país) y/o en el mercado local (impactando las tasas de interés en Chile).
- Cualquiera de estas alternativas habría tenido un efecto negativo aun mayor que el observado, en ausencia de la intervención del BCCh, en el valor de los propios fondos de pensiones, los fondos mutuos, las tasas de créditos hipotecarios, los retornos de las exportaciones y la economía en general, afectando significativamente su capacidad de recuperación de la crisis generada por el Covid-19.

¿Cómo el programa CC-VP del Banco Central ha permitido evitar este escenario?

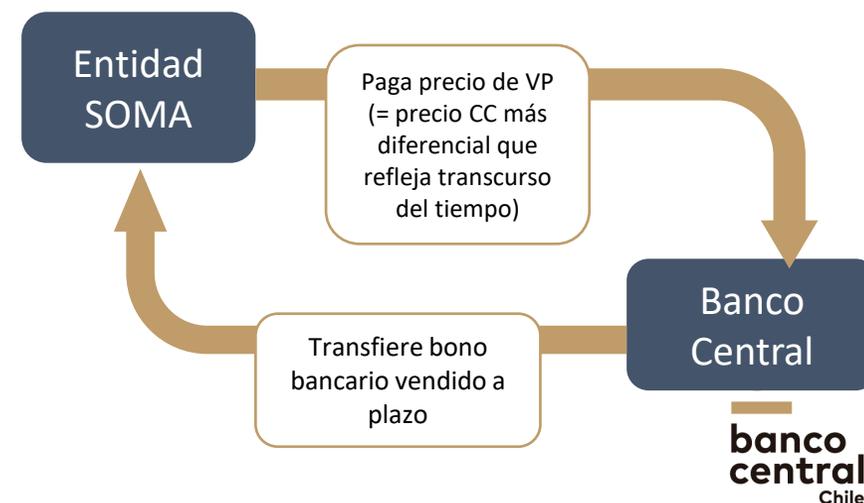
Características del programa de compra al contado con venta a plazo:

- Programa por un monto máximo de oferta de US\$ 10.000 millones, el cual se ha reabierto en cada retiro por el remanente (US\$ 10.000 millones – saldo de CCVP vigente anterior).
 - Duración de 2 meses , a partir del segundo mes se exige el desarme del 25% mensual (4 meses)
 - Solo son elegibles actualmente bonos emitidos por empresas bancarias (art. 34 N° 6 LOC BCCh).
 - Condiciones son pactadas ex ante a través de SOMA y la venta a plazo de bonos equivalentes es a la misma contraparte.
 - Inicio 3 de agosto de 2020.
- De esta forma, en conformidad con lo previsto en el artículo 34 N° 6 de la LOC del BCCh, y el artículo 8 bis de la Ley N° 18.876, el Banco Central compró, al contado, bonos bancarios y, conjunta y simultáneamente, vendió a plazo instrumentos de la misma especie a la misma contraparte.
 - No hay una entrega de dinero de una parte a otra que se obliga a restituirla más adelante, sino la compra de un activo, por el cual se paga un precio, y que ingresa al patrimonio del comprador (BCCh), mediante una transferencia de dominio que se efectúa y registra a través del DCV. Acorde a ello, si el bono tiene cupones de intereses que vencen durante la vigencia del plazo, el BCCh también los adquiere en su carácter de dueño del instrumento.
 - Hasta el momento, respecto de los dos primeros retiros, las recompras alcanzan el 100% del monto utilizado a través de esta facilidad. En cuanto al tercero, el saldo vigente es de **US\$ 360 millones**

Al comienzo de la operación



Al vencimiento del plazo



Ejemplo de operación de 1er retiro con y sin intervención del BCCh

Caso para ejemplo



Saldo de MM \$30 en Cuenta C y pide el retiro del 10%

2 escenarios



Fondos se revalorizan en el contexto del primer retiro y medidas del BCCh



Caída de 10% de los fondos por *ventas apresuradas*

Resultado caso revalorización



	Saldo Inicial
	30 MM
Monto retirado	3 MM
Saldo final	27,7 MM



Resultado caso venta apresurada

	Saldo Inicial
	30 MM
Monto retirado	2,7 MM
Saldo final	24,3 MM

- La intervención del BCCh en el primer retiro no sólo impidió el deterioro de la cuota del fondo, sino que ésta aumentó, con lo cual el afiliado recuperó –vía revalorización—parte de lo que había retirado.
- Si la venta apresurada hubiera generado una caída de 10% en el valor de la cuota, los beneficios de la intervención del BCCh habrían sido de \$ 3,7 MM para los afiliados con saldo de \$ 30 MM.

Caso de ventas forzada considera que los fondos caen un 10%. Rentabilidad calculada en base al valor cuota del sistema entre el 30/07/2020 y 15/08/2020. Valor cuota del sistema calculado como el promedio de cada AFP ponderada por patrimonio.

¿Por qué el Banco Central dice que este tipo de operación se volvería más difícil en el caso de un 4° retiro?

+

Riesgos

- Cada retiro incrementa las posibilidades de retiros adicionales y por ende la posibilidad de un retiro total de fondos. Si un cuarto retiro es visto como la antesala de retiros adicionales, es muy probable que sus efectos se aproximen al escenario de retiro de 100%.
- Un retiro adicional de fondos hoy se da en un contexto macroeconómico distinto, por lo que el ajuste de los mercados sería más amplio y acerca al sistema financiero a un desequilibrio de magnitud inédita.
- Desajuste inmediato sobre los mercados financieros, de graves consecuencias.

+

Exposiciones

- Un retiro mayor de FP tiene dimensiones difíciles de procesar para el mercado local, provocaría no-linealidades, exponiendo a la economía a situaciones de disrupción masiva y genera perjuicios de largo plazo.
- FP son participantes activos del mercado de capitales de largo plazo en moneda nacional. Este mercado provee actualmente financiamiento para el Fisco, para el crédito hipotecario e inversiones en infraestructura.
- En tanto CSV poseen gran parte del mercado de instrumentos menos líquidos de largo plazo.

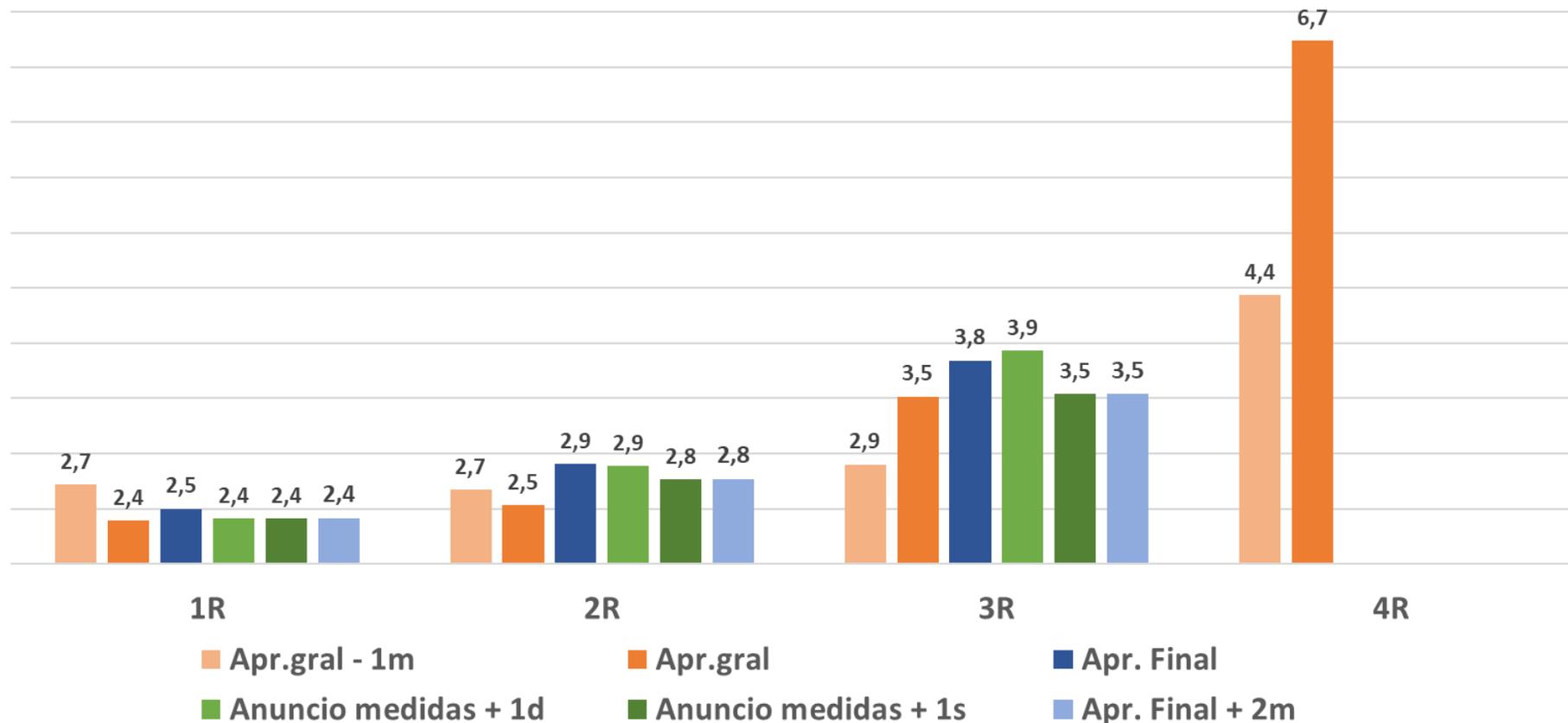
-

Efectividad
BCCh

- Si bien el BCCh, en situaciones excepcionales y transitorias, tiene la facultad de comprar durante un período determinado, en el mercado secundario abierto, bonos soberanos, cuando así lo requiera la preservación del normal funcionamiento de los pagos internos y externos, la ausencia de otro poder comprador podría dificultar o al menos demorar la posterior enajenación de esos instrumentos.
- Instrumentos relevantes no son susceptibles de intervenciones del BCCh (Bonos Corporativos, Acciones u otros).

Por los elementos señalados, el impacto de las medidas del BCCh sobre la evolución de las tasas de interés posterior a los retiros se ha ido reduciendo

Tasas a 10 años en pesos (1)(2)
(porcentaje)



(1) Fechas de aprobación general: 1R (8/7/20), 2R (25/11/20), 3R (1/4/21), 4R (1/9/21). En 1R y 2R se considera instancia de aprobación CC de la Cámara de Diputados. En el caso del 2R se considera la instancia de aprobación por parte de las C. de Trabajo y Hda del H. Senado.

(2) Fechas de aprobación final, en 3R se considera fallo del TC: 1R (30/7/20), 2R (3/12/20), 3R (27/4/21).

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, Congreso Nacional y prensa.

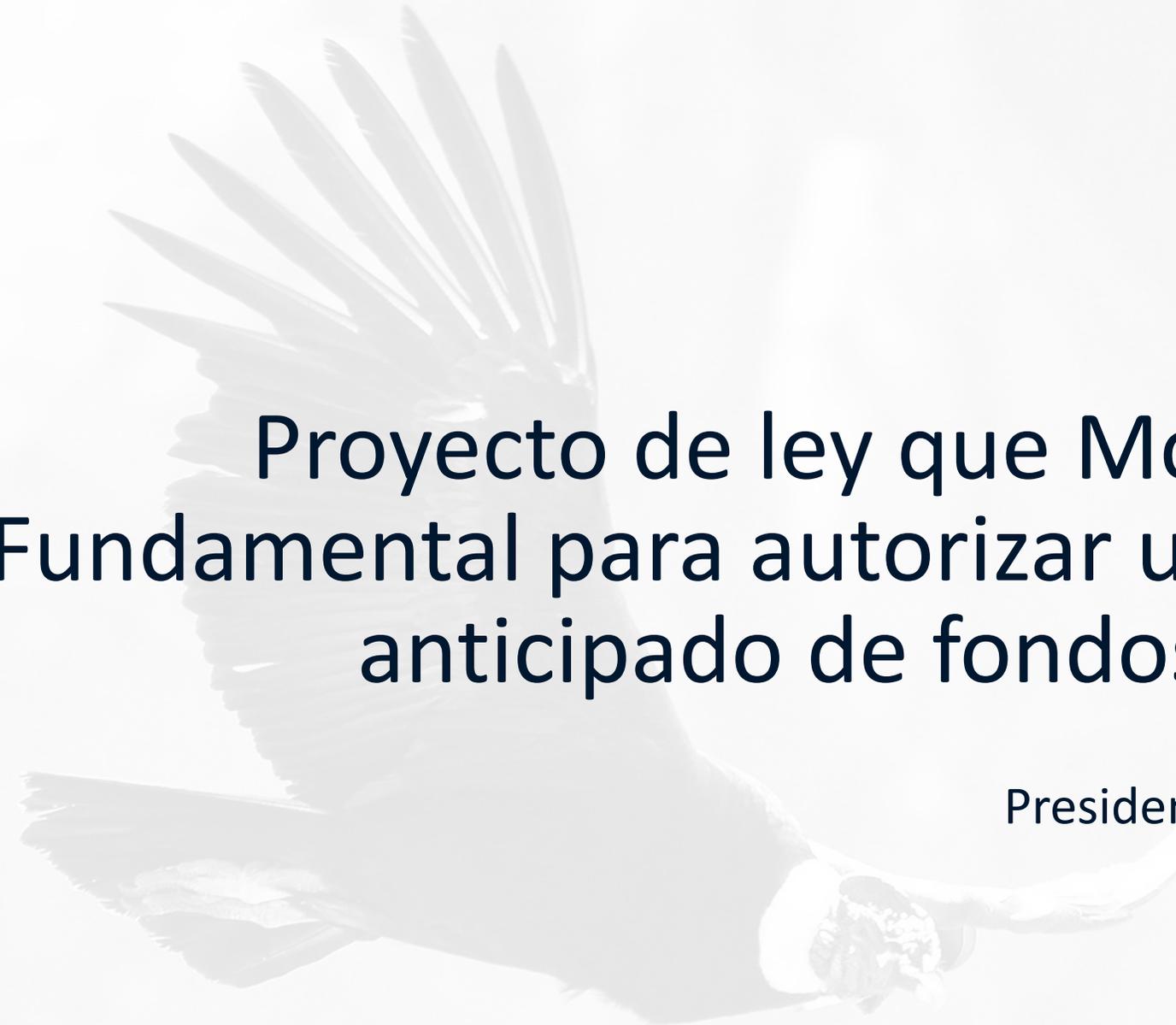
A glass globe with a grid pattern, resting on a circular base. The globe is centered in the image. The background is a light blue grid with a perspective effect. The word "Conclusiones" is written in black text to the right of the globe, followed by a vertical orange bar.

Conclusiones

- Los retiros masivos e indiscriminados de ahorros previsionales no son meras repeticiones aisladas de una misma medida. Sus efectos pueden ser no lineales, acumulativos y crecientemente irreversibles.
- Por un lado, sus beneficios se van reduciendo, en la medida que se van concentrando en afiliados con mayores saldos, los que corresponden crecientemente al 20% de mayores ingresos. Su impacto sobre la actividad es también decreciente.
- Por el otro, los costos se van elevando, en la medida que estos van presionando a la inflación y se eleva el riesgo de interrupciones en el mercado financiero.
- El costo económico de los retiros ha dejado de ser una hipótesis o advertencia, para tener un efecto concreto, que ya se puede observar en variables como el IPC, las tasas de interés y el tipo de cambio. Estas afectarán la evolución de la economía y el bienestar de la población en los próximos años.
- Frente a un nuevo retiro, los agentes comienzan a anticipar sus decisiones, con lo cual los impactos económico-financieros se adelantan y amplían.
- En un escenario de deterioro de las expectativas y cambios estructurales en el sistema financiero, las medidas aplicadas por el BCCh van perdiendo efectividad.
- Todo lo cual abre una brecha entre escenarios para el resultado de la discusión del actual proyecto.

Impacto económico de diversas opciones en discusión

Opciones básicas	Opciones derivadas	Comentario	Implicancias económicas
Retiro 10% convencional (R4)	Retiro terminal	Características sustancialmente diferentes a retiros anteriores (beneficiarios, montos, tributación, usos), que señalen cierre de ciclo	Normalización de mercados sujeta a diseño, credibilidad
	Retiro convencional	Retiro en condicionales similares a R1, R2, R3	Reacción de mercados replica retiro total, induciendo a liquidación de activos ante perspectiva de caída inminente de precios
Retiro total (R100)	Retiro total dirigido o condicionado	Retiro para reinversión o condicionado a eventos de alta probabilidad	Liquidación masiva y directa de activos genera colapso de mercados y valor de fondos aún antes de retiro
	Retiro sin restricciones	Retiro incondicional, con límites simbólicos	Incertidumbre se mantiene alta, sin normalizarse plenamente las condiciones financieras
Rechazo	Rechazo débil	Rechazo con posibilidad de reposición en corto plazo	Término de ciclo, normalización de mercados
	Rechazo fuerte	Rechazo sin posibilidad de reposición en corto plazo	



Proyecto de ley que Modifica la Carta Fundamental para autorizar un nuevo retiro anticipado de fondos previsionales

Mario Marcel
Presidente, Banco Central de Chile

Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del H. Senado de la República,
12 de octubre de 2021

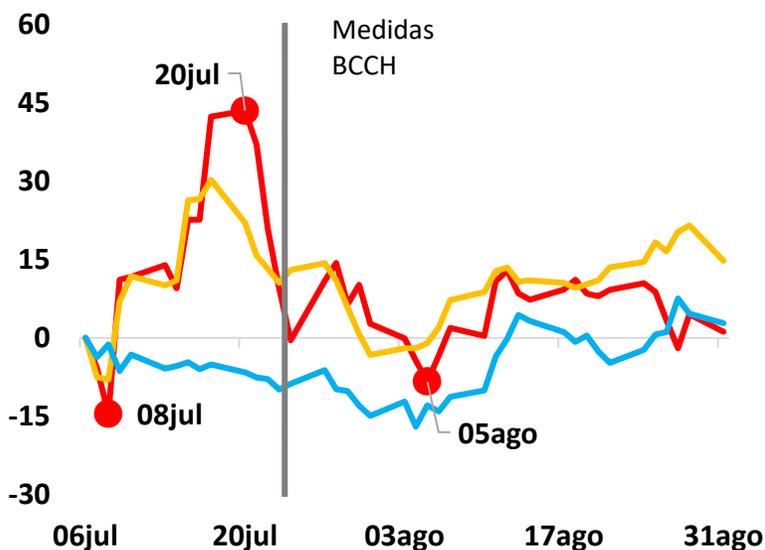


Anexos |

Evolución de las tasas de interés en torno a retiros de ahorros previsionales

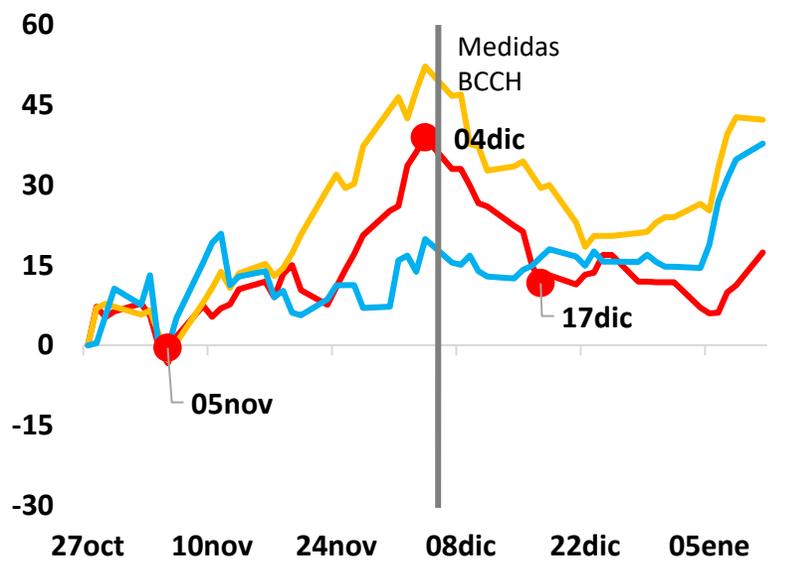
Retiro 1

Tasas 10 años pesos
(índice 6 jun 20 =100, pb)



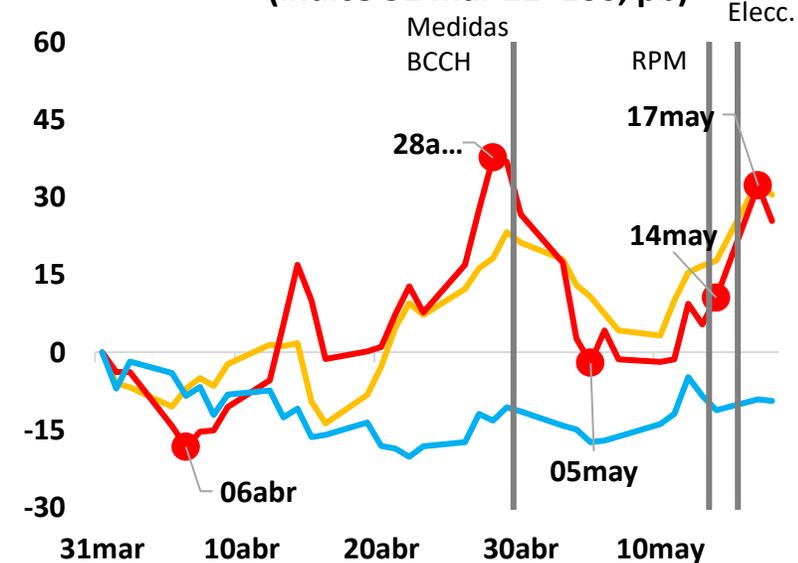
Retiro 2

Tasas 10 años pesos
(índice 27 oct 20 =100, pb)



Retiro 3

Tasas 10 años pesos
(índice 31 mar 21=100, pb)



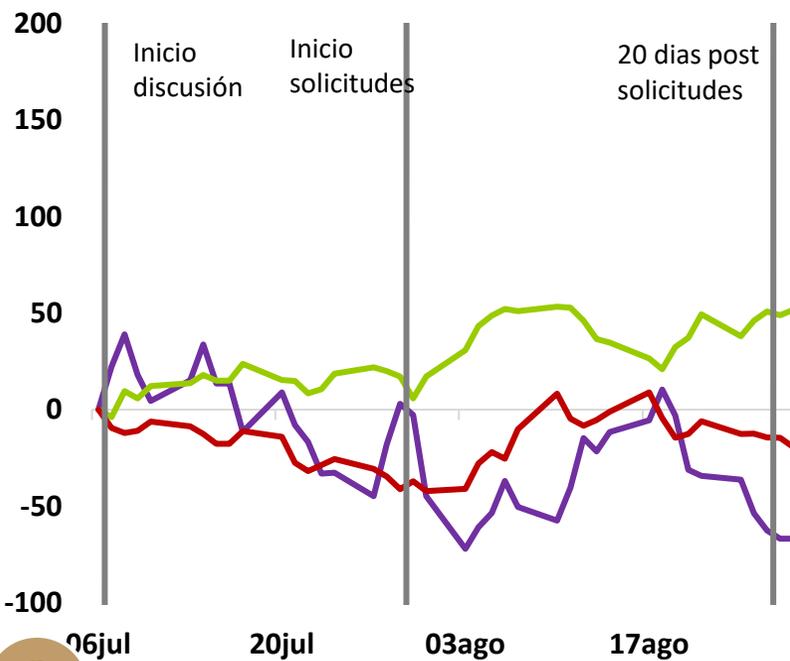
— Benchmark — Swap — Treasury (der.)

*Períodos parten con inicio de discusión hasta 22 días posterior al inicio de solicitudes

Evolución del tipo de cambio en torno a retiros de ahorros previsionales

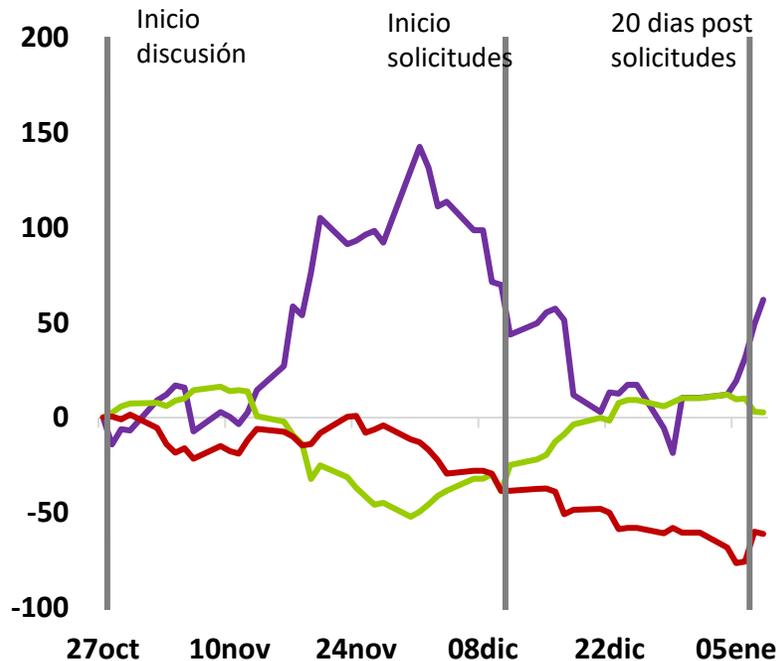
Retiro 1

Tipo de Cambio y liquidez USD (índice 6 jun 20 =100)



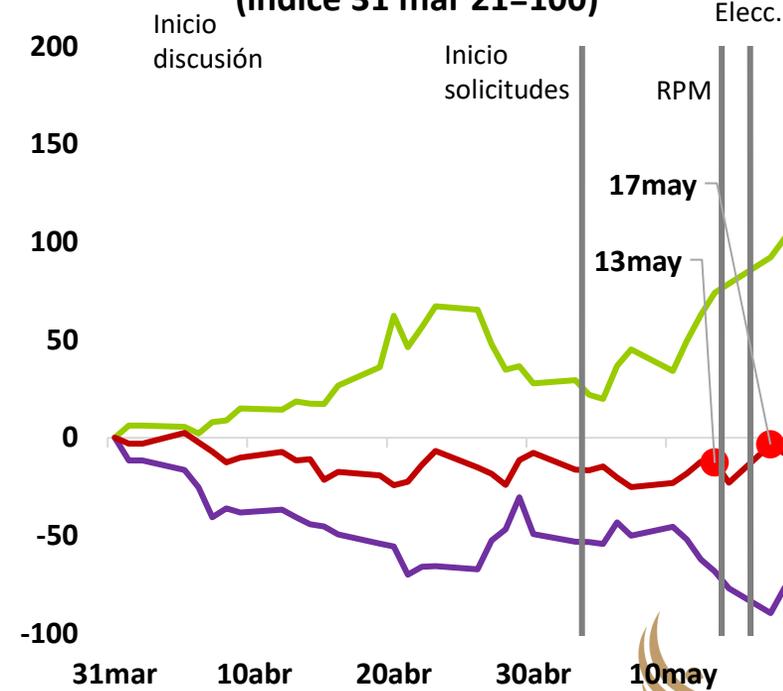
Retiro 2

Tipo de Cambio y liquidez USD (índice 27 oct 20=100)



Retiro 3

Tipo de Cambio y liquidez USD (índice 31 mar 21=100)



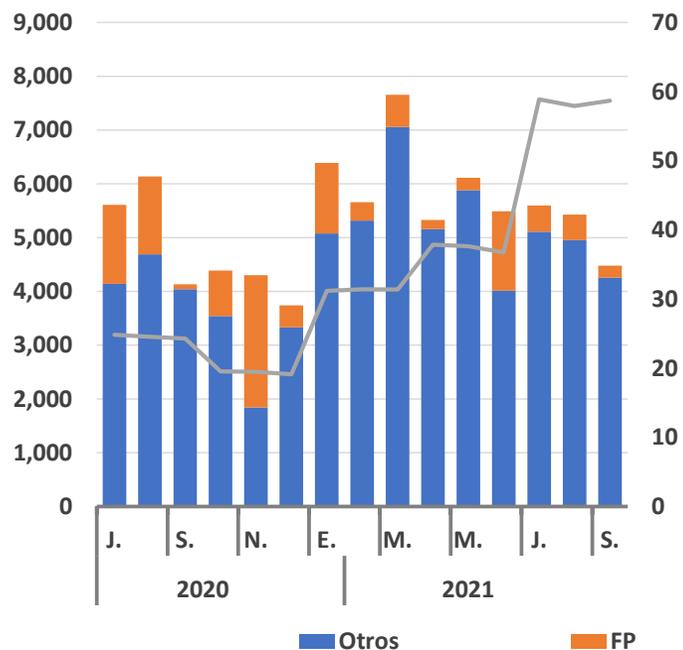
— SoS 30d (pb) — Liquidez USD (%) — CLP (pesos)

*Períodos parten con inicio de discusión hasta 22 días posterior al inicio de solicitudes

Considerando el promedio de transacciones mensuales para cada mercado, necesitarían años para liquidar estas posiciones en el mercado local.

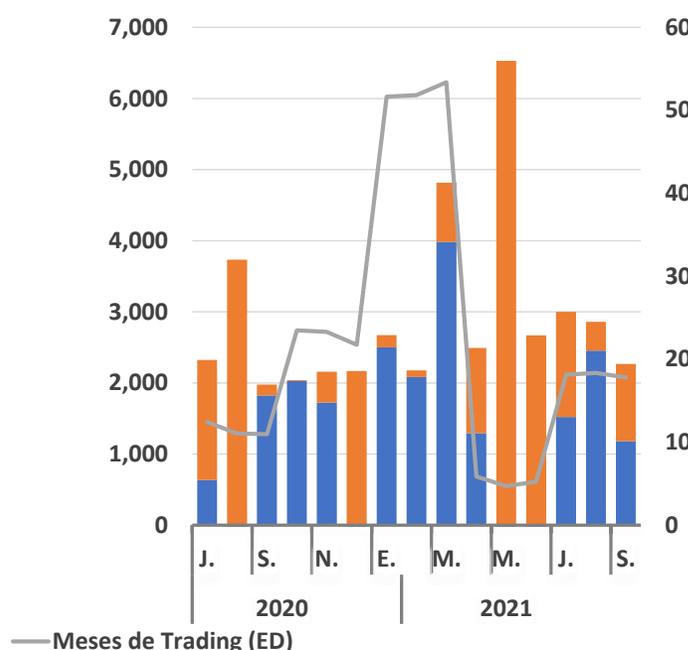
Bonos estatales

(millones de US\$; meses de trading)



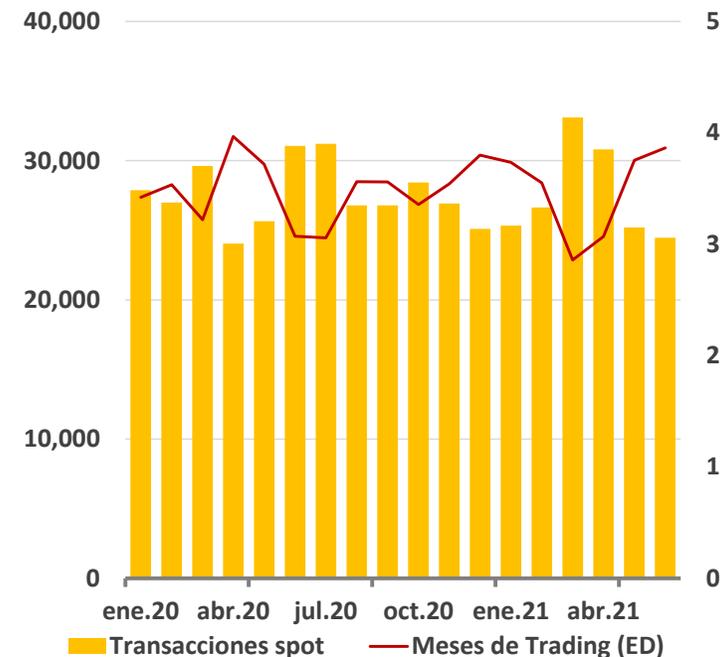
Bonos bancarios

(millones de US\$; meses de trading)



Mercado cambiario formal

(millones de US\$; meses de trading)

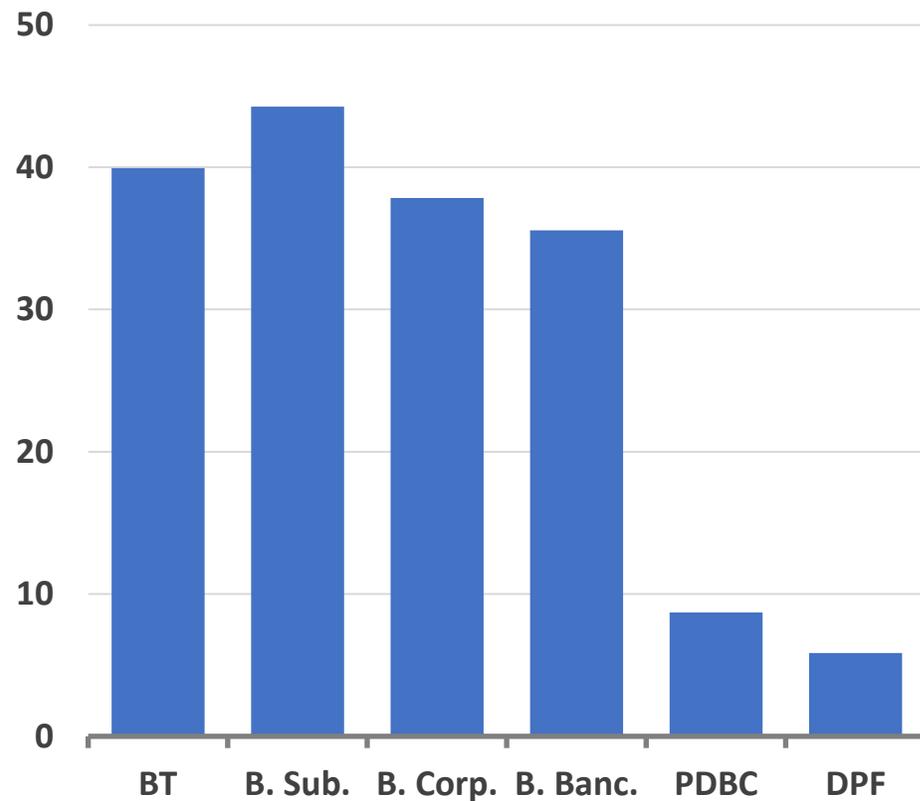


Fuente: Banco Central de Chile en base a SP, Riskamerica, BCCh y DCV.

Los FP y las CSV tienen alta participación en instrumentos de renta fija local

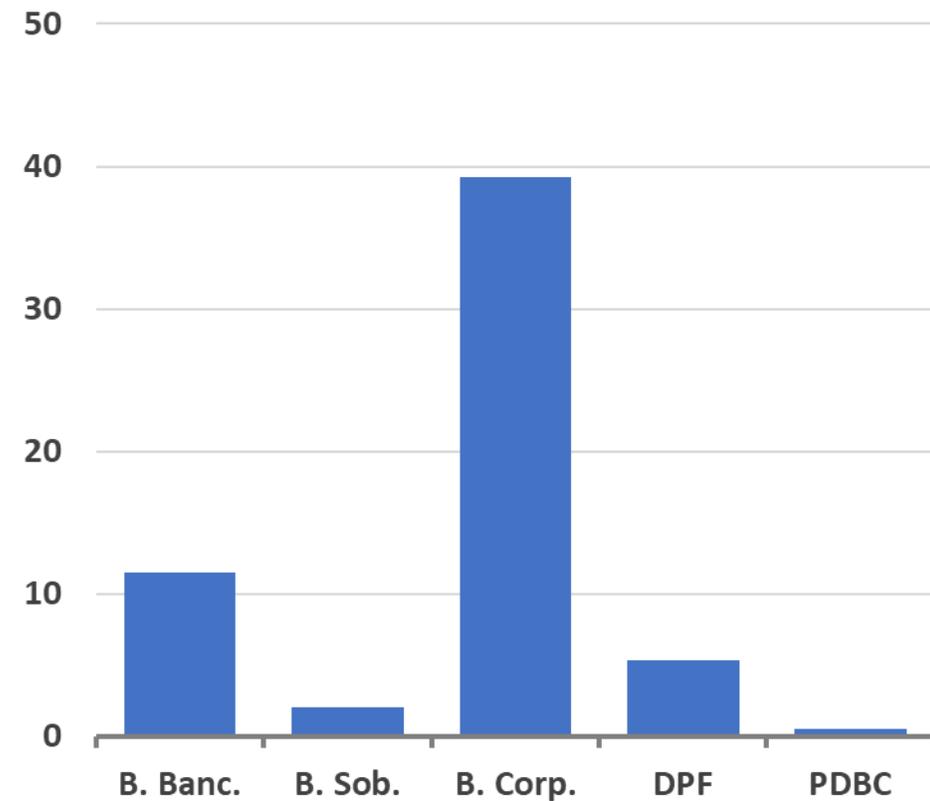
Porcentaje de participación de los FP por tipo de instrumento

(porcentaje; al 06/10/21)



Porcentaje de participación de las CSV por tipo de instrumento

(porcentaje; al 06/10/21)



Se realiza una aproximación para determinar potenciales necesidades de financiamiento de deudas. Este ejercicio requiere supuestos ante información parcial e incompleta.

1. Dado que sólo se cuenta con información micro sobre el primer retiro de ahorros previsionales, fue necesario imputar los retiros 2 y 3. El supuesto es que las personas que hicieron el primer retiro, replican el comportamiento y monto en los retiros siguientes (condicional a disponibilidad de fondos).
2. Para las personas que no hicieron el primer retiro, no es observable el saldo de ahorro previsional. Se asume que su ahorro es un 10% de su renta imponible multiplicada por los años en el sistema. Se asume rentabilidad cero y ausencia de lagunas previsionales.
3. Se pierden observaciones dado que sólo se cuenta con ingresos formales declarados al imponer, estos ingresos están truncados en el tope imponible. Solo se considera deuda bancaria, por lo que se sesgan los resultados hacia algo menos de endeudamiento de bajos ingresos.

→ Los supuestos sesgan los resultados hacia algo menos de endeudamiento de bajos ingresos y saldos. *Así, los resultados obtenidos podrían ser considerados una cota superior para la efectividad de un retiro con el fin el pago de deudas.*

Quintil	Ingresos (CLP) -Min	Max
1	1	227.005 (*)
2	227.010	399.076
3	399.129	646.861
4	646.861	1.223.561
5	1.223.567	2.369.300

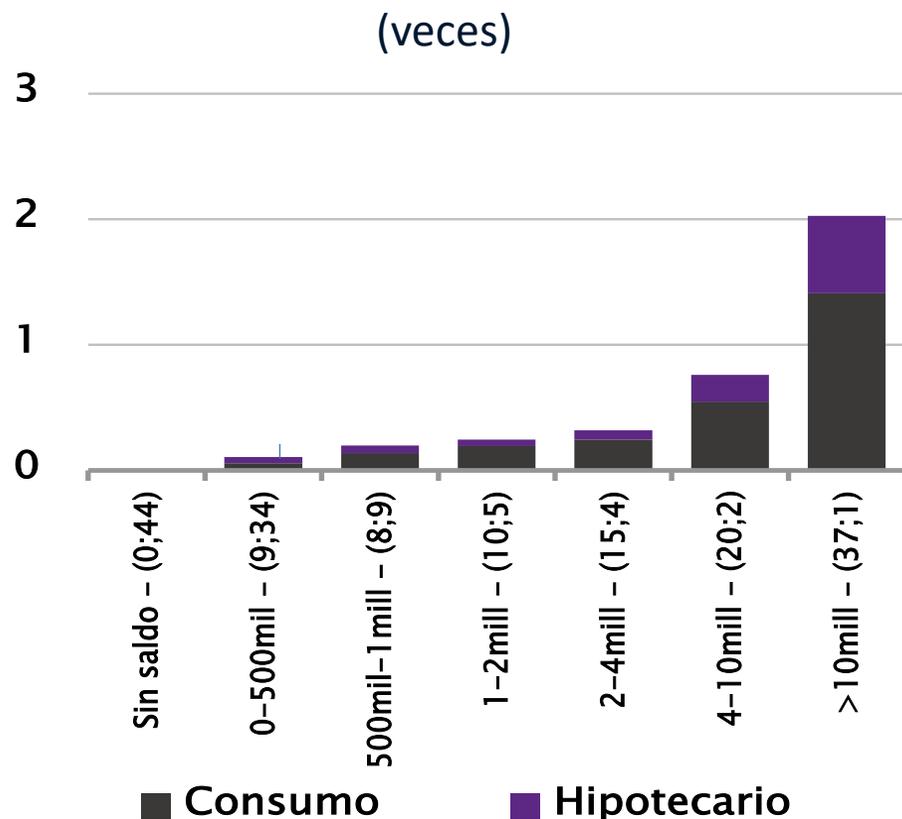
Muestra	Fuente	Millones
Afiliados	SP	11,2
Solicitudes primer retiro (a sep-20)	SP	8,7
Características personas (edad, renta)	SUSESO	6,5
Deuda bancaria	CMF	6,3

(*) Trabajo parcial, menores y trabajado doméstico, entre otros. Datos a 2020.

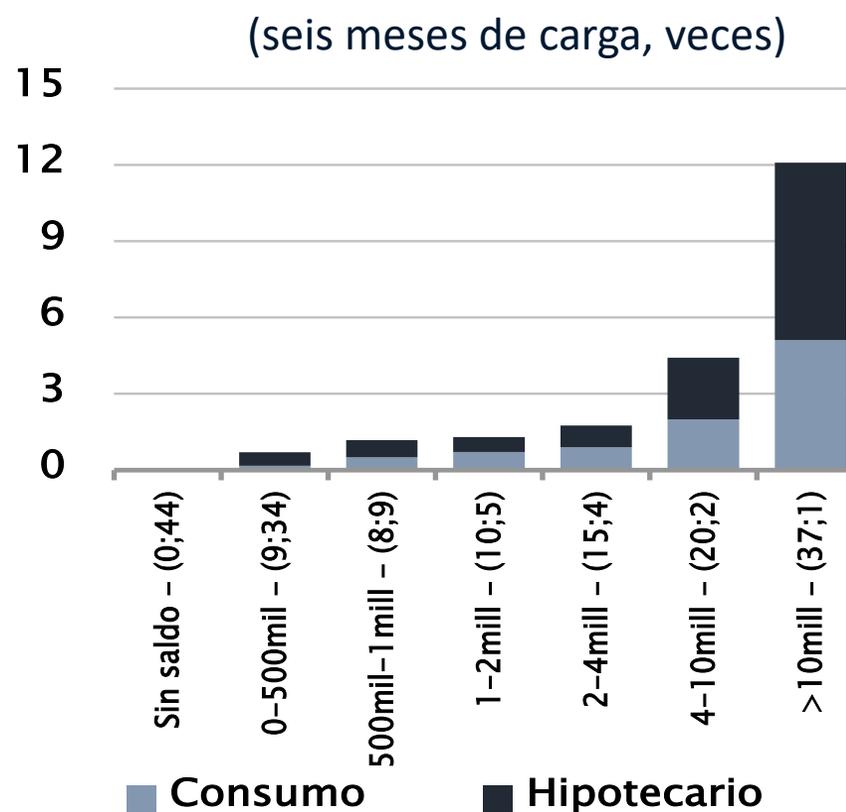


Afiliados con menor saldo cubrirían una parte mínima de su deuda o carga con el retiro anticipado de estos recursos, situación opuesta al caso de mayores saldos acumulados

Ratio de saldo sobre deuda – para individuos con deuda



Ratio de saldo sobre carga – para individuos con deuda



Detalles

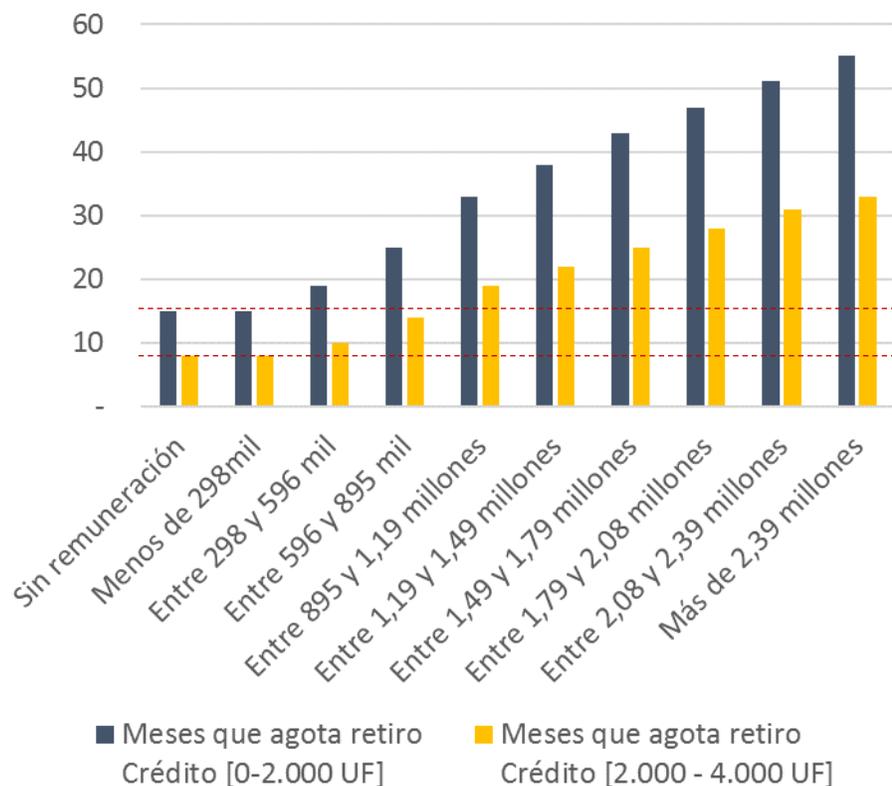


(*) Entre paréntesis participación sobre saldo total en la muestra y sobre número de personas, respectivamente.
Fuente: Banco Central de Chile en base a CMF, SP y SII.

El mayor costo de financiamiento se traduce en mayores tasas de interés de colocaciones, aumentando el costo del crédito. Según el saldo acumulado, el tramo de ingreso y el alza de tasa esperada el monto retirado puede agotarse en menos de 1 año y medio.

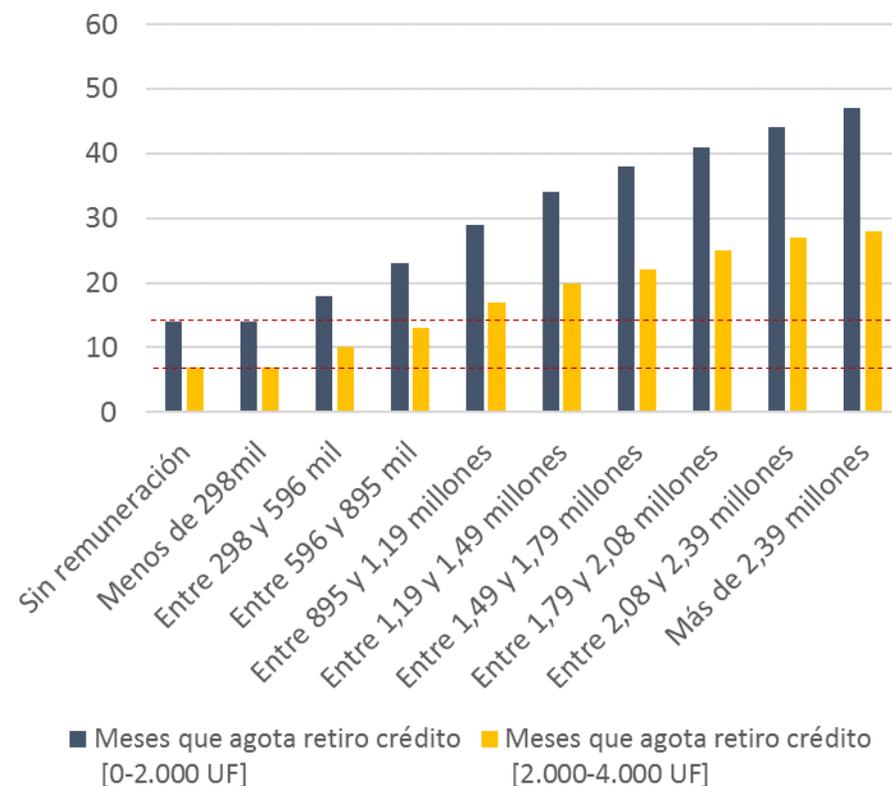
Meses en que se agotan fondos de retiro ante alza de 4% de tasa

(meses)



Meses en que se agotan fondos de retiro ante alza de 6% de tasa

(meses)



(1) Utiliza información de flujos de nuevos créditos a julio del 2021.

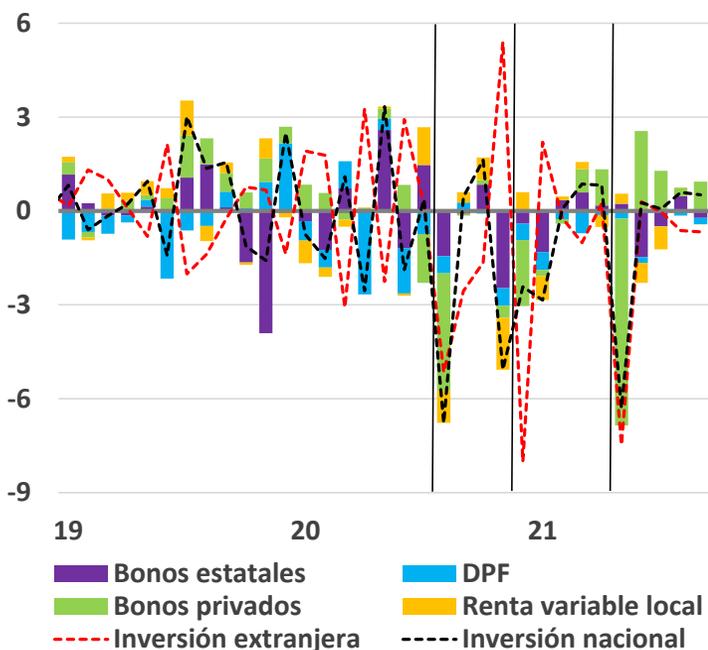
(2) Estimación en base la tasa de interés y plazos promedios por tramos de monto de la operación en UF. Asume pago de cuotas fijas mensuales, sin periodos de gracia.

(3) Efecto adicional del shock de inflación en la cuota nominal en un año.

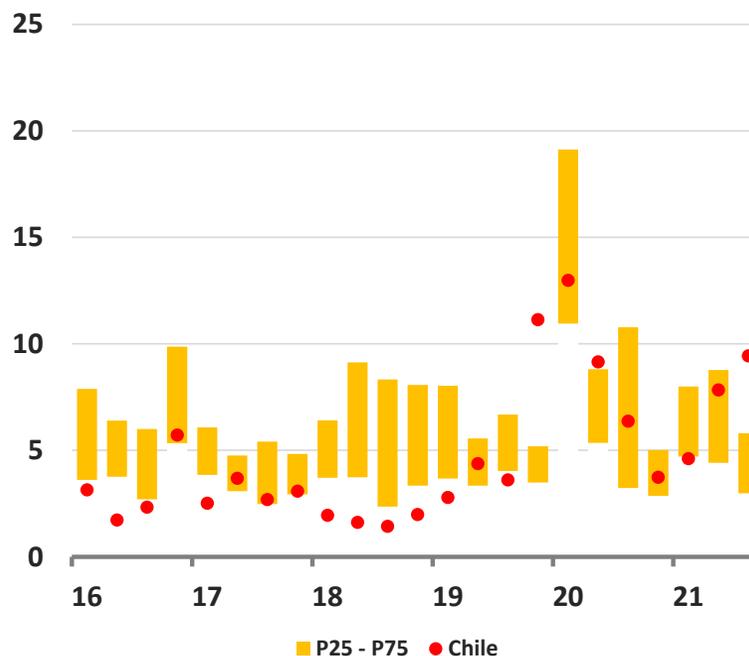
Fuente: Elaboración propia en base a información de la CMF y SP.

Volatilidad: Los retiros se asocian a un incremento de la volatilidad de tasas largas y del tipo de cambio, cuando previamente los movimientos de FP operaban como un factor estabilizador ante shocks externos.

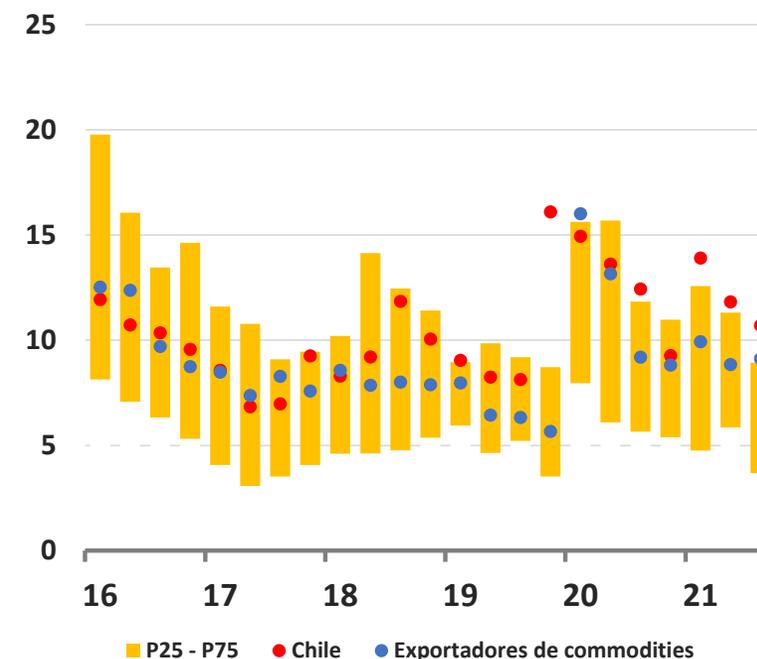
Flujos de inversión FP (1)
(miles de millones de USD)



Volatilidad de tasas soberanas EMEs (2)
(puntos base)



Volatilidad TC EMEs (2)
(porcentaje)



(1) Líneas verticales marcan fechas de retiros de ahorros previsionales. Información al 30 de julio del 2021.

(2) Posición relativa en volatilidad, dentro de una muestra de países emergentes y/o exportadores de *commodities*.

(3) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Commodity exporters incluye a Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda. Datos del cuarto trimestre contiene datos hasta 7 de octubre 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y SP.

Según estimaciones de la DIPRES, el beneficio tributario acumulado por los tres primeros retiros sería de MMCLP 3.400; equivalentes a MMUS 4.700 y, si se agregara un cuarto, subiría a CLPMM 4.500 billones y MMUSD 6.100 millones, respectivamente.

Efecto total cuarto retiro y efecto acumulado de retiros

Componente	Retiros 1 al 3		Cuarto retiro		Acumulado cuatro retiros	
	MMCLP	MMUSD	MMCLP	MMUSD	MMCLP	MMUSD
Presión SPS	9.456.185	12.693	2.116.528	2.841	11.572.713	15.534
Exención IGC	1.137.411	1.527	397.935	534	1.535.346	2.061
Beneficio APV	2.364.557	3.174	645.409	866	3.009.966	4.040
Total	12.958.154	17.393	3.159.872	4.241	16.118.026	21.635
Porcentaje del PIB	5,5		1,3		6,8	

(1) La presión sobre el SPS corresponde al valor presente del costo fiscal adicional anual descontada a una tasa del 2,44%; el PIB corresponde a la estimación para 2021 de la Dirección de Presupuestos en el Informe de Finanzas Públicas del segundo trimestre.

(2) Se utiliza tipo de cambio promedio del período agosto 2020 a la fecha equivalente a **CLP 745 por USD**.

(3) Estimación de staff BCCh oscila en torno a MMUSD 700, por exención tributaria.

Fuente: Estimación Dirección de presupuestos.

El efecto de cada retiro no es una copia del del anterior y el desbalance entre beneficios y costos es creciente. Esto ocurre por la creciente concentración de beneficios, los ajustes en las carteras de los fondos y los cambios en el entorno económico



Beneficios

Dirección 4R	Explicación
<ul style="list-style-type: none"> Consumo habitual ha excedido nivel pre-crisis, IFE alternativa superior Impacto decreciente sobre actividad real <u>Morosidad</u> de hogares en mínimos históricos y estabilizada. Reinversión en instrumentos de ahorro menor a la esperada 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidez: Acceso para satisfacer necesidades básicas Reactivación de la economía Disminuye propensión a pago de deudas. Libertad para invertir en vehículos alternativos de ahorro

Costos

Explicación	Dirección 4R
<ul style="list-style-type: none"> Precios: Presiones sobre precios de bienes de consumo e inversión Tasas y crédito: Presiones sobre tasas de interés niveles y volatilidad. Debilitamiento de mercado de capitales doméstico de largo plazo encarece crédito para inversiones e hipotecas Tipo de cambio: Volatilidad cambiaria y depreciación de la moneda. Ahorro líquido, en ME y flujos de capitales: por toma de posiciones de locales y externos Costo fiscal-Inmediato por exención tributaria Costo fiscal - Mediano y largo plazo, por presión sobre pilar solidario Dependencia: Reducción de ahorro doméstico reduce inversión o eleva dependencia de ahorro externo 	<ul style="list-style-type: none"> Aumentan presiones inflacionarias y disminuye acceso a la vivienda Tasas han aumentado 2% desde 1R, y volatilidad se ubica por sobre pares Aumento de tasas de mercado para crédito comercial e hipotecario. Mayores requerimientos de garantías. Ahorro y endeudamiento en dólares CLP se ha depreciado y aumentado volatilidad desde primer retiro Se restringen entradas, aumento de depósitos de corto plazo y dolarización. Costo de exención tributaria equivale a un 36% de un mes de IFE/1 Valor presente de pasivo acumulado con un piso de US\$3.520 millones./2 Para la misma tasa de inversión, se requeriría déficit de cuenta corriente de 1.7 puntos porcentuales de PIB/3
<ul style="list-style-type: none"> Deterioro de ahorros previsionales Ahorros de largo plazo más costosos para afiliado Regresividad distributiva 	<ul style="list-style-type: none"> Reducción de ahorro promedio en 10% por los retiros. Comisiones y spreads superiores a ahorro previsional para varias alternativas Aumenta proporción de retiros del 20% más rico.

1/Cálculo estimativo hecho por el Ministerio de Hacienda para el primer retiro. Contempla un costo de US\$760 millones por no estar gravado el retiro u US\$ 300 millones por la pérdida tributaria de la reinversión en APV.

2/Calculo estimativo hecho por el Ministerio de Hacienda para el primer retiro.

3/Cálculo estimativo hecho por el Ministerio de Hacienda para el primer retiro. Contempla un costo de US\$760 millones por no estar gravado el retiro u US\$ 300 millones por la pérdida tributaria de la reinversión en APV.