

Proyectos de reforma para permitir nuevos retiros anticipados de fondos previsionales

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

Contenido

- Antecedentes
- Observaciones del BCCh en anteriores proyectos de retiros de fondos de pensiones
- Beneficios y costos económicos de los retiros de fondos de pensiones y perspectivas ante nuevos retiros
- Impactos de eventuales nuevos retiros sobre los hogares
- Espacio de acción del BCCh ante nuevos retiros de fondos
- Conclusiones

Proyectos en discusión

A) Proyectos de reforma constitucional:

- 1) Modifica la Carta Fundamental, para permitir a los afiliados del sistema previsional, el retiro anticipado y voluntario de parte de los fondos previsionales, durante la vigencia de un estado de excepción constitucional de catástrofe por calamidad pública (boletín N° 14.210-07).
- 2) Modifica la Carta Fundamental, para establecer y regular un mecanismo excepcional de retiro de fondos previsionales, anticipo de rentas vitalicias, y un pago único a los jubilados del sistema antiguo, en las condiciones que indica (boletín N° 14.246-07).
- 3) Modifica la Carta Fundamental, para habilitar el retiro parcial de fondos previsionales por parte de los afiliados activos, con los límites y en las condiciones que indica (boletín N° 14.287-07).
- 4) Modifica la Carta Fundamental, para permitir a los afiliados del sistema de pensiones regido por el decreto ley N°3.500, de 1980, retirar la totalidad de sus fondos previsionales de capitalización individual, bajo las circunstancias y cumpliendo los requisitos que indica (boletín N° 14.293-07).
- 5) Modifica la Carta Fundamental para permitir, a los cotizantes y pensionados del sistema de pensiones regido por el decreto ley N°3.500, de 1980, el retiro total de sus fondos previsionales, y el pago anticipado de rentas vitalicias, en su caso, en las condiciones que indica (boletín N° 14.301-07).
- 6) Modifica la Carta Fundamental, en materia de propiedad de los fondos de pensiones del sistema de capitalización individual regulado por el decreto ley N°3.500, y autoriza el retiro total de fondos (boletín N° 14.307-07).

B) Proyecto que Modifica la Carta Fundamental, para permitir el retiro de los fondos previsionales, por parte de los pensionados y cotizantes en condiciones de pensionarse, en las condiciones que indica (boletín N° 14.318-07).

Precedentes

Primer retiro

Ley 21.248. Reforma Constitucional que permite el retiro excepcional de los fondos acumulados de capitalización individual en las condiciones que indica. Publicación 30 de julio de 2020. Incorpora **disposición Trigésima Novena transitoria** a la Constitución.

Segundo retiro

Ley 21.295. Establécese un retiro único y extraordinario de fondos previsionales en las condiciones que indica. Publicación 10 de diciembre de 2020. **Norma de rango legal.**

Tercer retiro

Ley 21.330. Modifica la Carta Fundamental, para establecer y regular un mecanismo excepcional de retiro de fondos previsionales y anticipo de rentas vitalicias, en las condiciones que indica. Publicación 28 de abril de 2021. Incorpora **disposición Quincuagésima transitoria** a la Constitución.



El Banco Central de Chile ha efectuado presentaciones a diversas instancias del H. Congreso Nacional en cada uno de los tres retiros anteriores. Estas presentaciones han estado focalizadas en sus efectos económicos de corto y largo plazo ...

Tema	Planteamiento BCCh	Ocasión	Fecha
Excepcionalidad de la medida	El primer retiro de ahorros previsionales movilizó un gran volumen de recursos. Su implementación exitosa de debió en gran medida a los esfuerzos de los reguladores, el Banco Central y las AFP porque éste fuera un proceso ordenado, que no desestabilizara a los mercados de activos.	2o retiro, C. Constitución H. Senado	18/11/2020 Presentación L29
	La iniciativa rompe la lógica de “única vez”, lo que afecta credibilidad institucional y puede subir prima por riesgo.	2o retiro, C. Constitución H. Senado	18/11/2020 Presentación L28
	El retiro de ahorros previsionales ya no puede evaluarse como un fenómeno aislado producto de la emergencia, sino que es un proceso repetitivo y acumulativo.	3er retiro, C. Constitución H. Senado	19/04/2021 Presentación L32
Impacto sobre mercados financieros	...importancia de analizar el impacto sobre la demanda interna en conjunto con el impacto financiero , dado que alzas en las tasas de interés producto de una liquidación masiva de activos podrían contrarrestar eventuales efectos expansivos sobre la primera.	1er retiro C. Hacienda H. Senado.	13/07/2020 Nota de prensa P1
	Por su parte, la reducción de los activos de los fondos de pensiones hará perder profundidad al mercado de capitales doméstico, reduciendo la disponibilidad de financiamiento en moneda nacional para proyectos a largo plazo.	3er retiro, C. Constitución H. Senado	19/04/2021 Presentación L31
Impacto sobre la demanda, actividad económica e inflación	En el mediano plazo, destaca la acumulación de saldos líquidos de las personas en cuentas corriente, cuentas vista, efectivo y depósitos a corto plazo, los que, en caso de cambiar las expectativas de los hogares, pueden generar un shock de demanda que presione más significativamente la inflación.	3er retiro, C. Constitución H. Senado	19/04/2021 Presentación L31

... su impacto distributivo y medidas de mitigación.

Tema	Planteamiento BCCh	Ocasión	Fecha
Implicancias distributivas	Un segundo retiro estará más concentrado en afiliados pertenecientes al 20% más rico de la población.	2o retiro, C. Constitución H. Senado	18/11/2020 Presentación L23
	En este proceso, cada repetición de la medida va teniendo un beneficio decreciente—incluyendo para los sectores más afectados por la crisis—mientras los costos se acumulan y los plazos para la materialización de dichos costos se acortan.	3er retiro, C. Constitución H. Senado	19/04/2021 Presentación L32
Espacio de acción del BCCh	La efectividad de las medidas no depende de su uso efectivo, sino que depende de cómo afectan el comportamiento de agentes. Al existir potencial de compra, se genera mayor tranquilidad de mercados...Sin embargo, es crítica la credibilidad de las medidas para lograr dicho efecto.	2o retiro, C. Constitución H. Diputadas y Diputados.	14/10/2020 Presentación L22
	El BCCh continuará aplicando sus facultades para amortiguar el impacto de estas medidas sobre los mercados financieros, pero debe anticipar, responsablemente, que: i) La efectividad de tales acciones se va reduciendo dados los ajustes ya realizados de los portafolios de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, y ii) No puede influir sobre los efectos acumulativos en el mediano y largo plazo.	3er retiro, C. Constitución H. Senado	19/04/2021 Presentación L32

Las previsiones del BCCh han demostrado ser correctas

- Al no cumplirse el carácter único del primer retiro, se ha dado lugar a una sucesión de medidas prácticamente idénticas, sin tomar en cuenta los cambios en el escenario macroeconómico, fiscal y social.
- Los retiros se han ido concentrando en el segmento de mayores ingresos y con menos necesidades de los afiliados.
- Los retiros han tenido un impacto decreciente sobre la actividad y el empleo.
- Los retiros han contribuido significativamente al alza de tasas de interés de mercado y de la inflación.
- La efectividad de las medidas destinadas a amortiguar el impacto de los retiros sobre los mercados financieros se ha ido reduciendo.
- *De este modo, mientras los beneficios de los retiros han ido decreciendo, sus costos se han ido elevando, situación que se acentuará de cara a nuevas reiteraciones de la medida.*

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

Costos

Menores en cada retiro

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"> <u>Liquidez</u>: Acceso para satisfacer necesidades básicas de personas afectadas por la crisis <u>Reactivación</u> de la economía <u>Pago de deudas</u>, que presionan la situación de los hogares <u>Libertad para invertir</u> en vehículos alternativos de ahorro

Explicación	Dirección 4R
<ul style="list-style-type: none"> <u>Precios</u>: Presiones sobre precios de bienes de consumo e inversión <u>Tasas y crédito</u>: Presiones sobre tasas de interés niveles y volatilidad. Debilitamiento de mercado de capitales doméstico de largo plazo encarece crédito para inversiones e hipotecas <u>Tipo de cambio</u>: Volatilidad cambiaria y depreciación de la moneda. <u>Ahorro líquido, en ME y flujos de capitales</u>: por toma de posiciones de locales y externos <u>Costo fiscal-Inmediato</u> por exención tributaria <u>Costo fiscal - Mediano y largo plazo</u>, por presión sobre pilar solidario <u>Dependencia</u>: Reducción de ahorro doméstico reduce inversión o eleva dependencia de ahorro externo <u>Deterioro de ahorros previsionales</u> <u>Regresividad distributiva</u>, retiros de hogares de mayores recursos sustancialmente mayores a los de los más pobres 	<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 <u>Reducción de ahorro promedio en 10% por los retiros.</u> <u>Aumenta proporción de retiros del 20% más rico.</u>

Mayores en cada retiro

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.

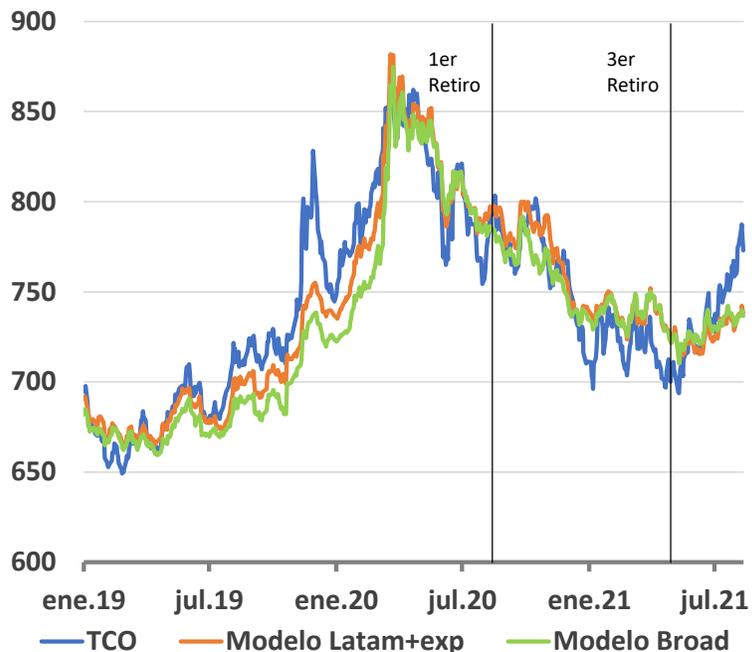
3/Cálculo estimativo hecho por el Ministerio de Hacienda para el primer retiro. Contempla un costo de US\$760 millones por no estar gravado el retiro u US\$ 300 millones por la pérdida tributaria de la reinversión en APV.

Continuación

Precios: Mayor liquidez disponible y consumo, además de la depreciación del tipo de cambio ponen presiones adicionales sobre la inflación.

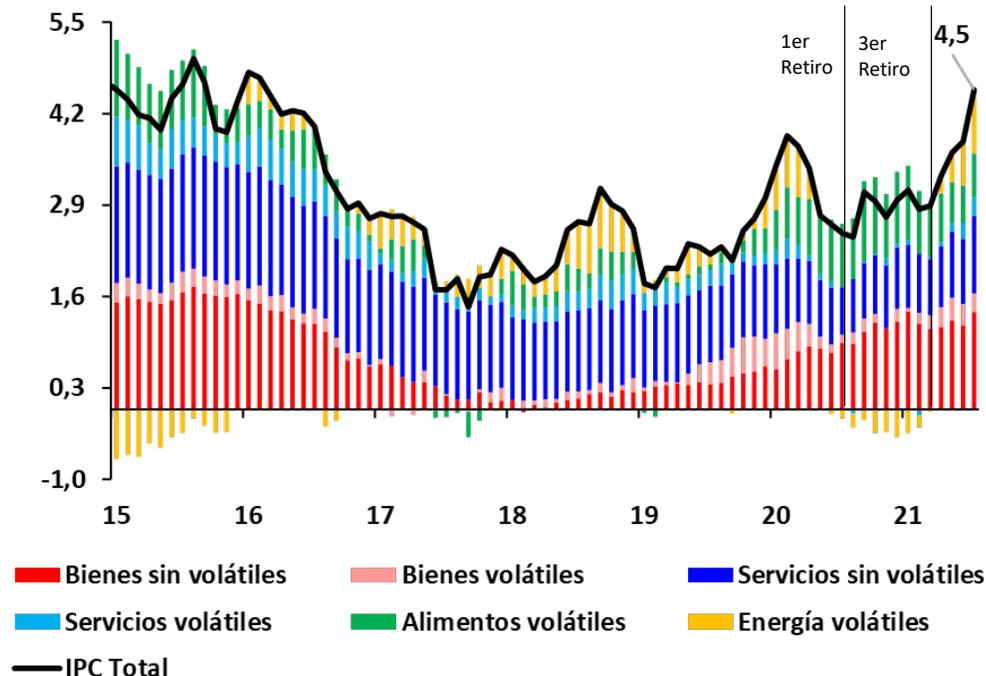
Tipo de cambio nominal

(pesos por USD, datos diarios)



IPC total y contribuciones

(incidencia sobre el IPC, puntos porcentuales)

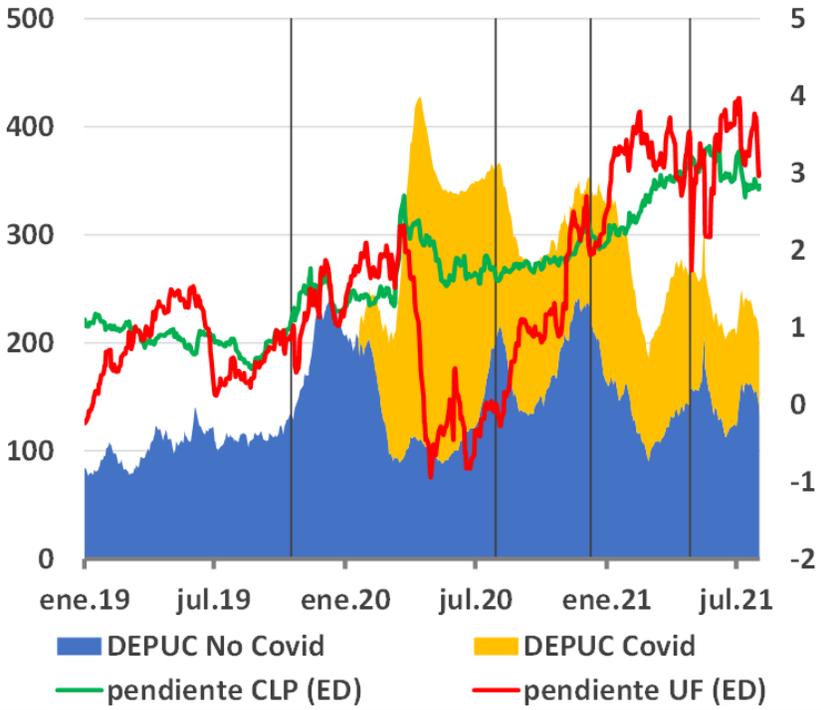


(1) Medias móviles de 4 trimestres, datos al primer trimestre del 2021.

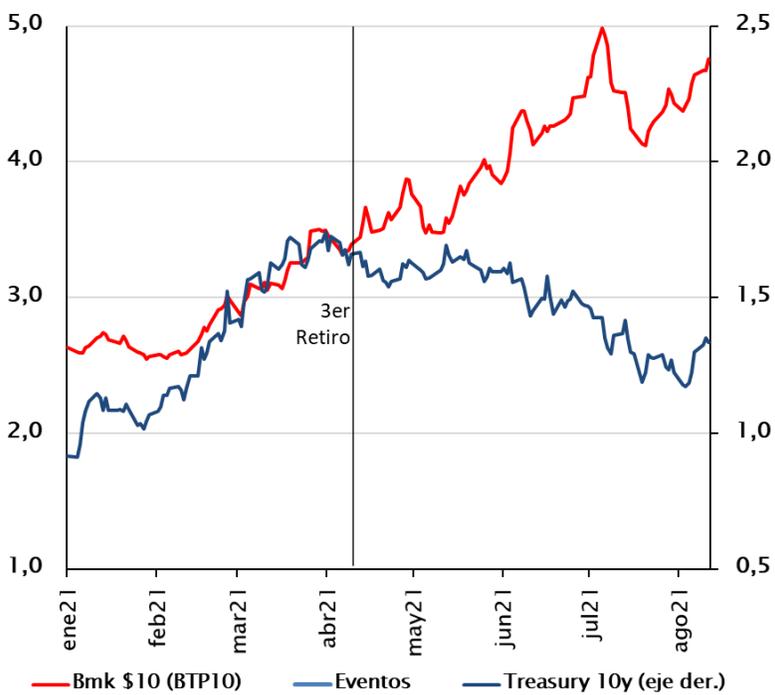
Fuente: Banco Central de Chile en base INE e información propia. Último dato de inflación, julio 2021.

Tasas y costo de crédito: Se observa un deterioro de condiciones financieras locales y un desacople de las tasas largas respecto de *benchmarks* internacionales especialmente desde el tercer retiro. Las tasas de interés hipotecarias han reflejado especialmente estos efectos.

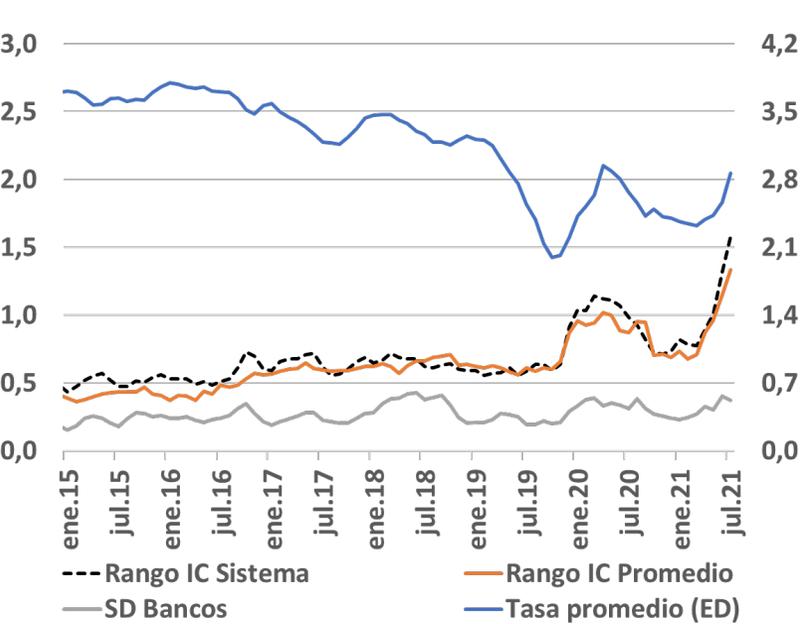
Incertidumbre y Curva de Rendimiento (1)
(índice, porcentaje ED)



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



Tasas de interés hipotecarias (2)
(puntos porcentuales)



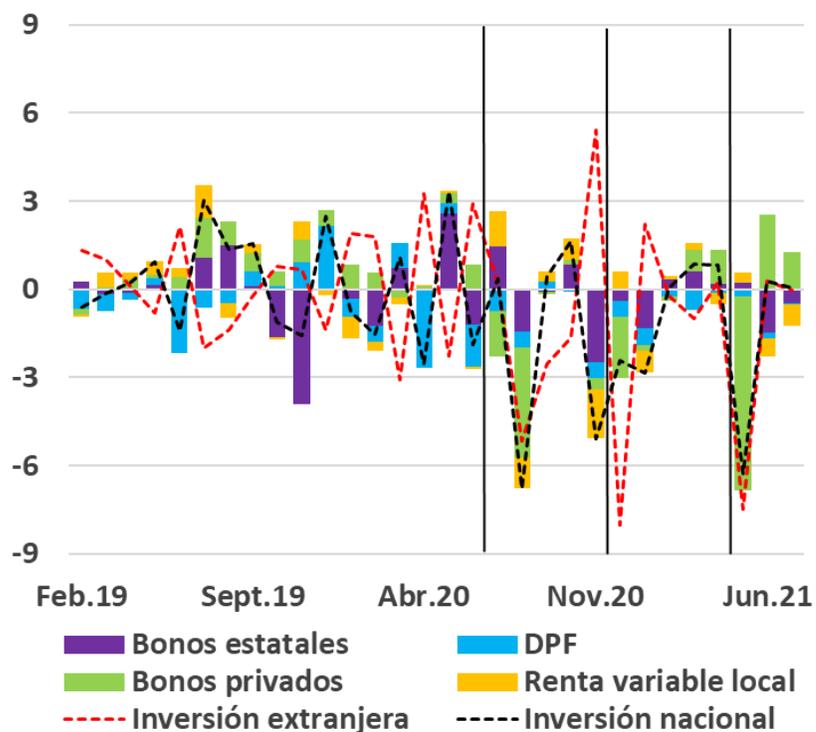
(1) Diferencia entre la tasa swap a 10 años y la tasa swap a 6 meses. Líneas verticales corresponden a las fechas de inicio de las protestas sociales, y los tres retiros de FP posteriores, respectivamente (1er retiro: 30/07/2020; 2do retiro: 10/12/2020; 3er retiro: 28/04/2021).

(2) Solo considera operaciones en cuotas, originales, moneda UF y no vinculados a instrumentos de fomento. Rango intercuartil calculado como la diferencia entre el percentil 75 y 25 de las operaciones de crédito hipotecario para cada fecha.

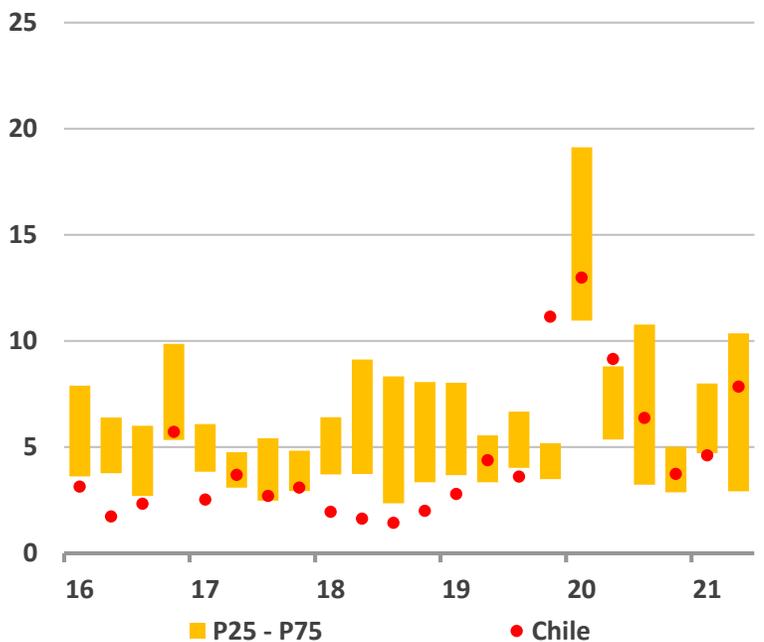
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, CMF y Becerra y Sagner (2020).

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.

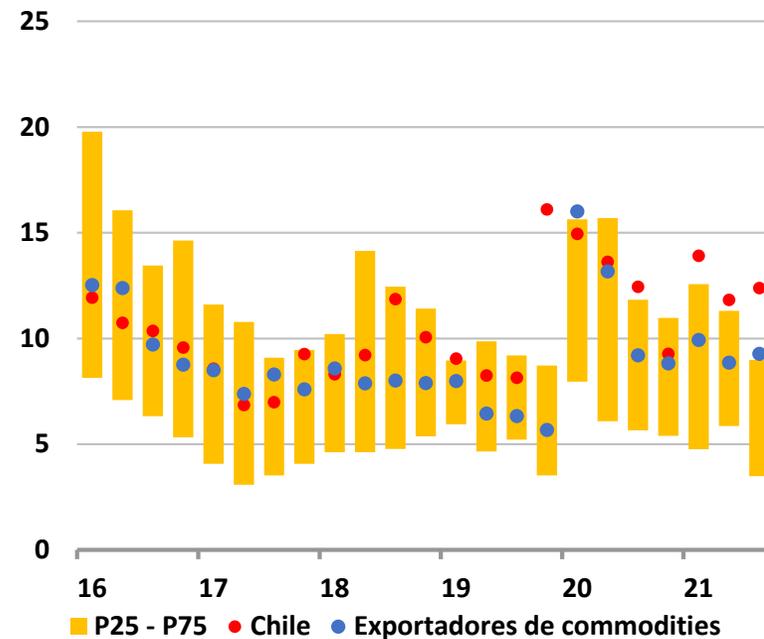
Flujos de inversión FP (1)
(miles de millones de USD)



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



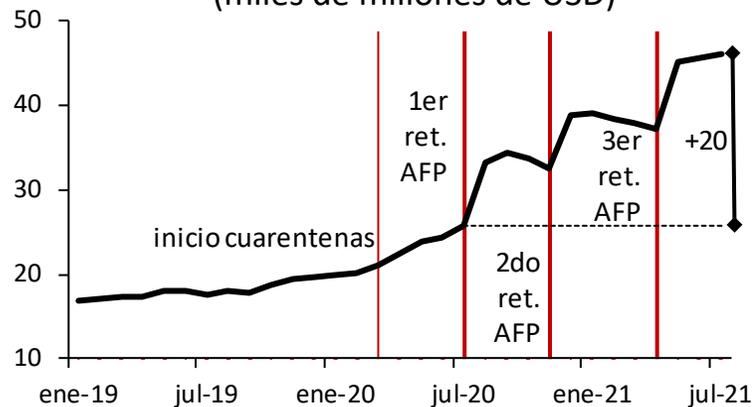
Volatilidad TC EMEs (2)
(porcentaje)



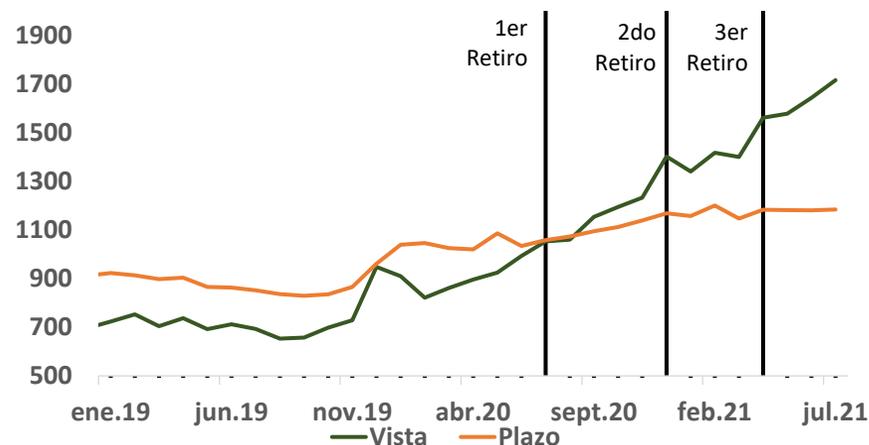
(1) Líneas verticales marcan fechas de retiros de ahorros previsionales. Información al 30 de julio del 2021.
 (2) Posición relativa en volatilidad, dentro de una muestra de países emergentes y/o exportadores de *commodities*.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y SP.

Acumulación de liquidez, dolarización: Saldos en cuentas vista y corrientes han aumentado más que ahorros de largo plazo, aumentan depósitos en dólares

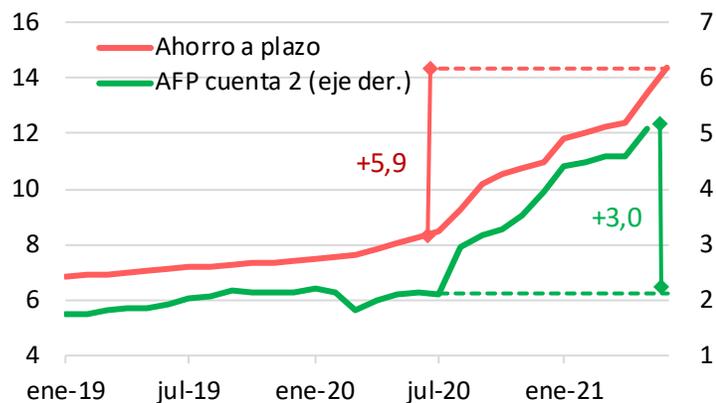
Saldo cuentas vista y corriente de personas a julio (miles de millones de USD)



Depósitos de personas en moneda extranjera (millones de USD)



Saldo cuentas ahorro tradicional (miles de millones de USD)



(1) Variación anual de la suma móvil de cuatro trimestres, mientras que las medias y desviaciones estándar corresponden a 5 años móviles, siguiendo la metodología de Forbes y Warnock (2012). Fuente: Banco Central de Chile en base a datos del FMI, CMF y SP.

La situación de la economía y los mercados financieros ha cambiado drásticamente respecto de retiros anteriores ...

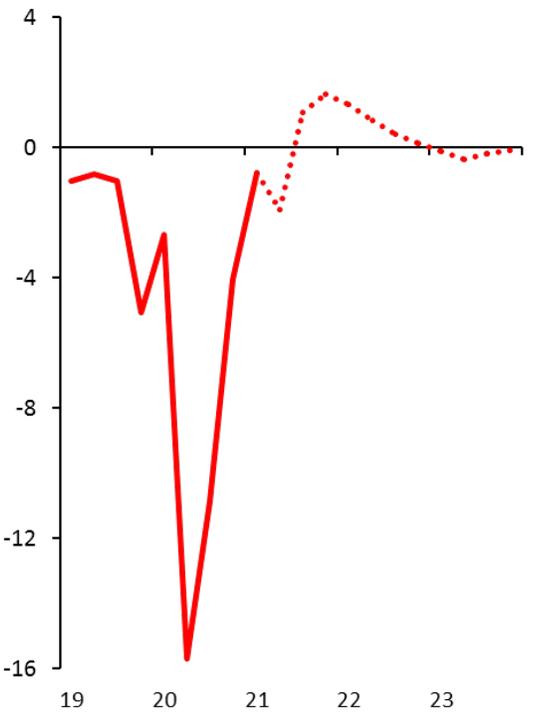
- Contexto macroeconómico
 - Impulsada por el consumo, la actividad económica se ha recuperado con fuerza, sobrepasando niveles previos al estallido social.
 - La fuerte expansión del consumo ha presionado los precios, elevando la inflación en el corto plazo.
- Contexto financiero
 - La posibilidad de un 4R (parcial, o de 100%) ha impactado negativamente en mercados financieros y en el valor de los propios ahorros previsionales con mayor anticipación y profundidad a episodios anteriores.
 - En virtud de la experiencia acumulada, los mercados se adelantan crecientemente al efecto financiero de los retiros
 - Al contrario de lo ocurrido en los primeros retiros, el tipo de cambio se ha depreciado significativamente –pese a que un nuevo retiro implicaría ingreso sustancial de USD– y las tasas de largo plazo han subido con fuerza.

... y puede exacerbar posibles efectos de un cuarto retiro sobre la economía

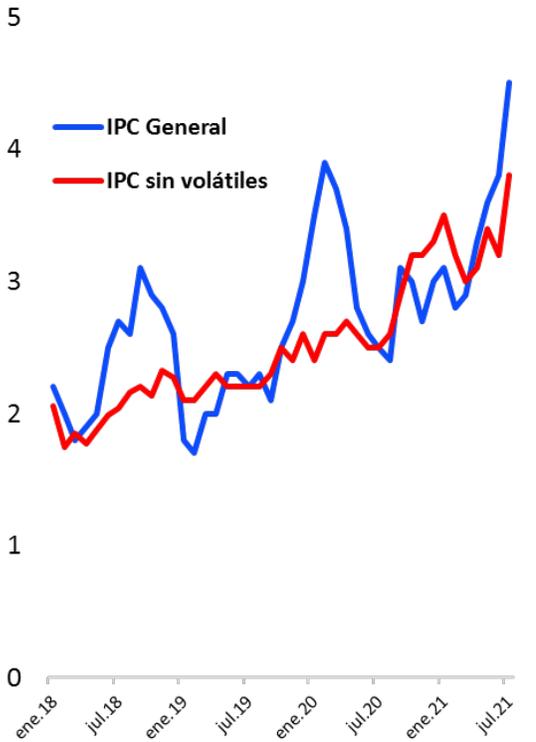
- Dimensiones del retiro
 - Retiro de 10% podría llegar a los MMMUSD 16, mientras que un retiro cercano al 100% llegaría a los MMMUSD 160 - 190.
- Impacto sobre actividad y precios
 - El 4R aumenta desproporcionadamente la liquidez de hogares de altos ingresos –quienes ya han retirado los anteriores y no tienen mayores necesidades producto de la pandemia. Por ello es poco probable que tengan un impacto muy significativo en actividad.
 - No obstante, la significativa depreciación cambiaria que lo acompañaría presionaría aún más a la inflación, y el deterioro de condiciones financieras probablemente deprimiría la inversión y la generación de empleo.
- Impacto sobre tasas de interés y mercados financieros
 - Mayores incrementos de tasas de interés de corto y largo plazo, especialmente ante aumentos de la incertidumbre.
 - Alza de tasas afecta principalmente a hogares de más bajos ingresos.
 - Dificultad para la renovación de deudas y deterioro de la capacidad de pago.
 - Se abren escenarios de salidas de capitales y retroalimentación sobre mayores costos de financiamiento.
 - La prolongación de retiros puede generar un “punto de inflexión” en las percepciones de inversionistas locales y extranjeros, generando el riesgo de ajustes mucho más profundos de portafolios y precios.

Mayor demanda cierra la brecha de actividad, al tiempo que se incrementa la inflación, bajo distintas medidas. En tanto se observa un deterioro de la posición fiscal.

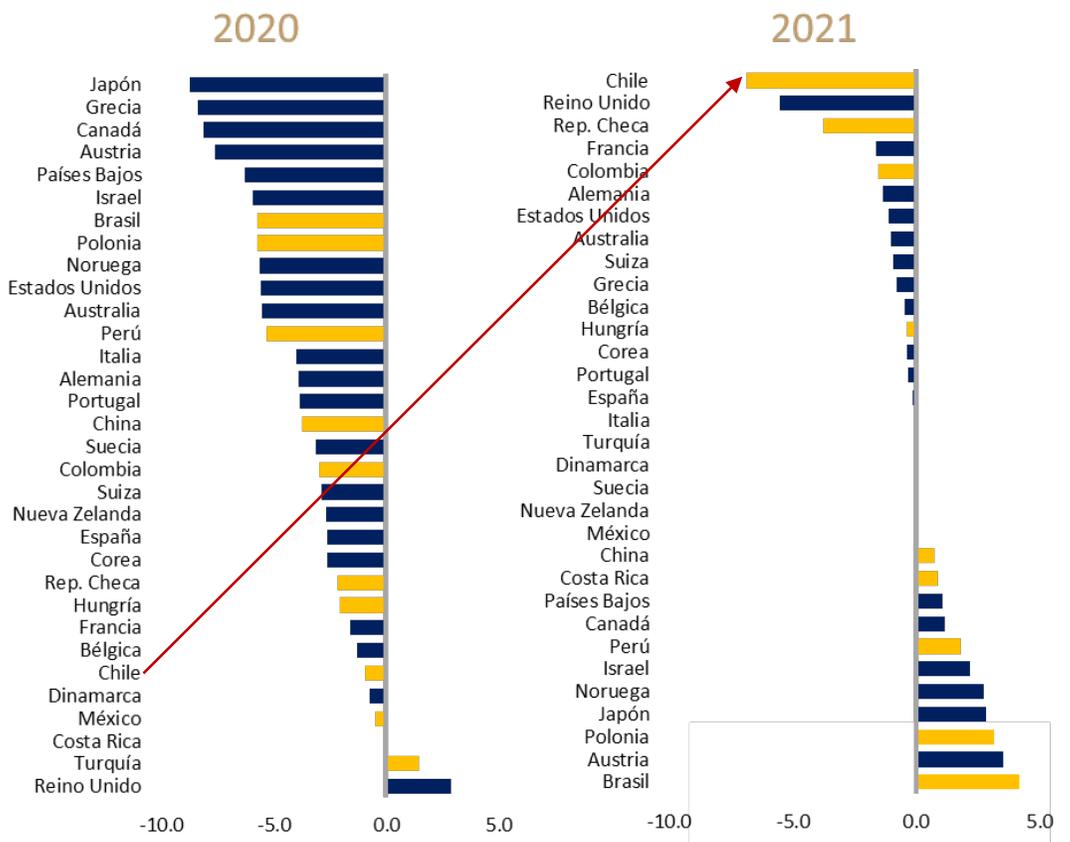
Brecha de Actividad (1)
(nivel, puntos porcentuales)



Inflación (2)
(variación anual del IPC, %)



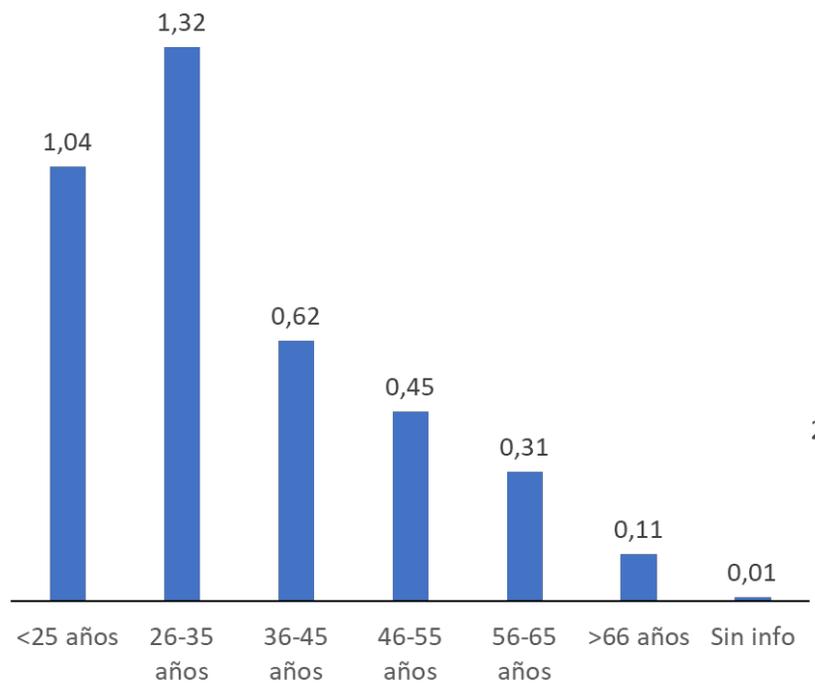
Cambio en balance fiscal cíclicamente ajustado (*) (3)
(porcentaje del PIB potencial)



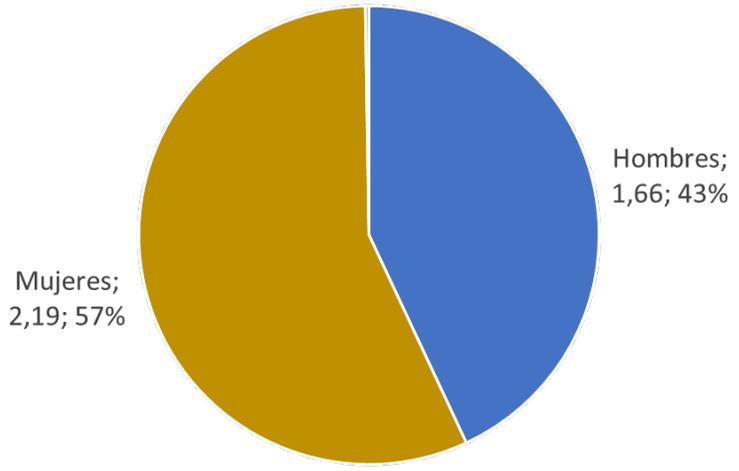
(*) En azul países avanzados; amarillo países emergentes.
Fuente: (1) IPoM Jun. 2021, Banco Central de Chile; (2) INE y Banco Central de Chile; (3) WEO Abril 2021, FMI. Para Chile, cálculos en base a datos a la Dipres (para 2022 del WEO).

Más de 3,85 millones de personas agotaron el saldo en sus cuentas luego de los primeros tres retiros. En mayor proporción esto afecta a mujeres (57%) y a jóvenes de hasta 35 años. Así, más de 30% de los afiliados quedó sin fondos. El saldo remanente estaría distribuido en los segmentos de la población con ingresos más altos.

Personas que agotaron saldo en 3 primeros retiros por tramo de edad (millones de personas)



Personas que agotaron saldo en 3 primeros retiros por sexo (millones de personas, porcentaje)



Ahorro: En el promedio, el ahorro previsional cae en un 10%. 3.8 millones de personas con retiro total.

Rentabilidad: Los fondos con más renta fija podrían perder hasta un 12% de su valor.

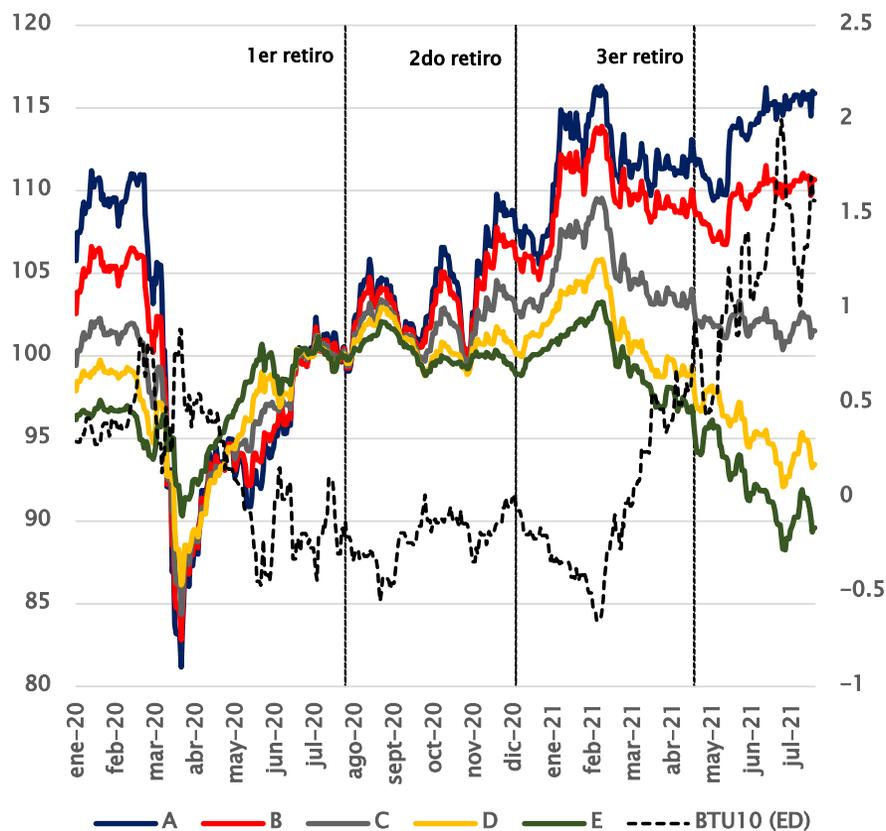
Tasas de interés: El monto retirado puede agotarse en menos de 1 año y medio por mayor costo de crédito.

Carga financiera: Hogares que han hecho esfuerzos por pagar deudas, no tienen fondos para continuar retirando.

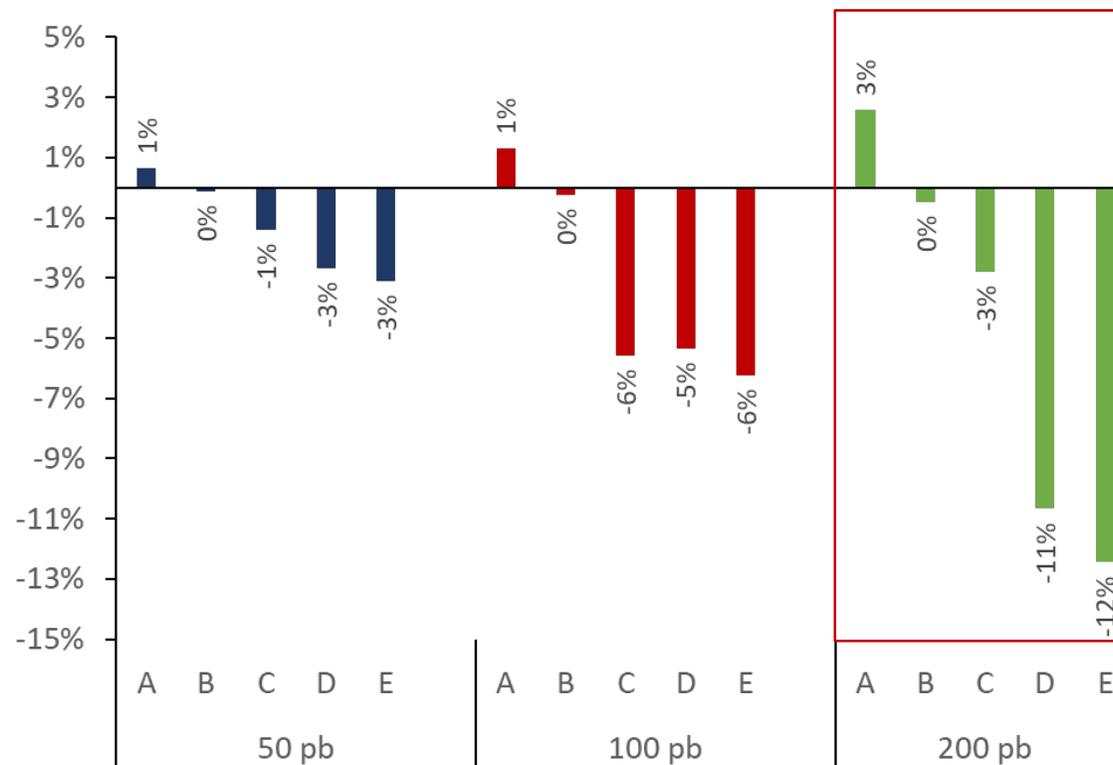
Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Ante el alza de tasas que provocan las liquidaciones de fondos se ha observado una rentabilidad negativa de los fondos con mayor exposición a RF. En este contexto, se estima que ante un escenario de alza de tasas, los fondos con más renta fija podrían perder hasta un 12% de su valor.

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



Escenarios esperados de rentabilidad mensual por aumento de tasas (3) (porcentaje)



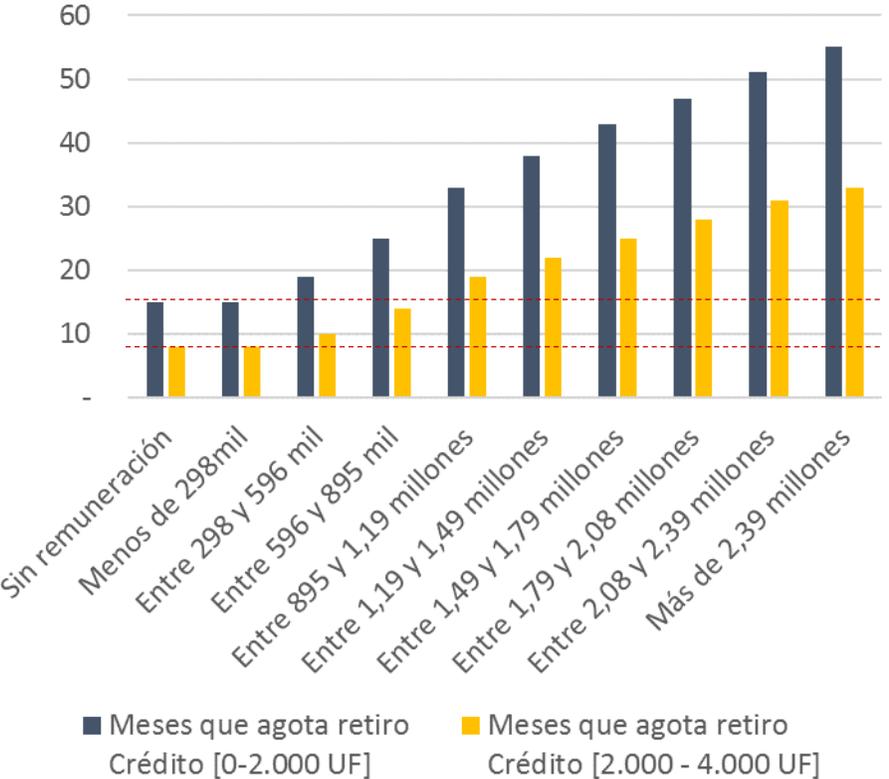
(1) Variación nominal deflactada por la variación de la UF del periodo. (2) Se utiliza tasa BTU/BCU de 10 años diaria. (3) Elasticidad rentabilidad/tasa se calcula en base a la información de enero a julio 21' respecto al BTU/BCU10. 1er retiro: 30/07/2020; 2do retiro: 10/12/2020; 3er retiro: 28/04/2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Superintendencia de Pensiones.

El mayor costo de financiamiento se traduce en mayores tasas de interés de colocaciones, aumentando el costo del crédito. Un nuevo retiro de 10% podría compensarse con mayores costos financieros en menos de 1 año y medio.

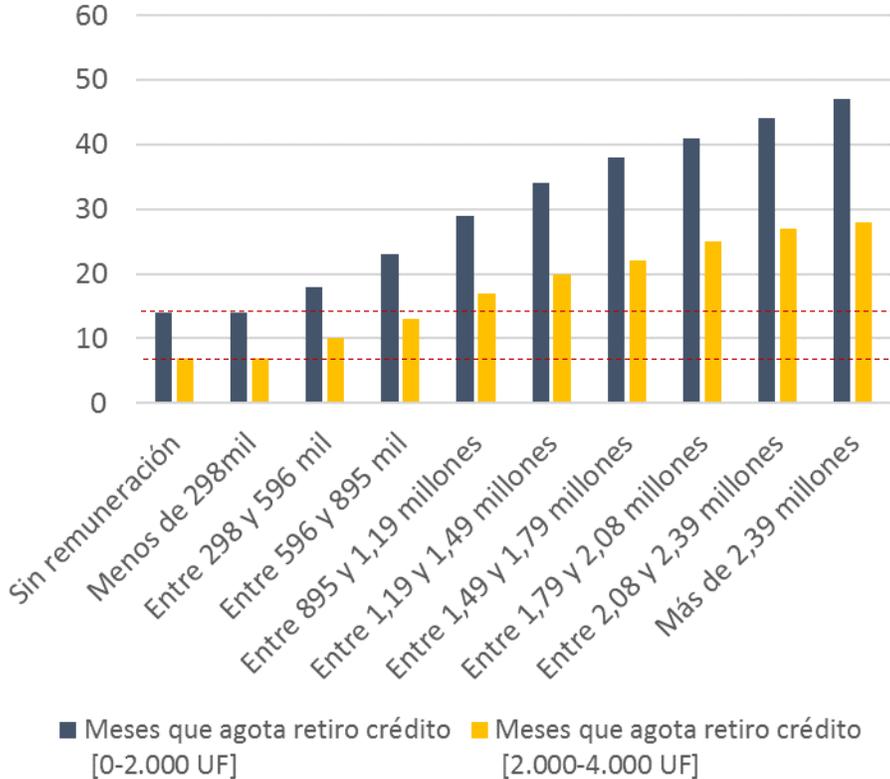
Meses en que se agotan fondos de retiro ante alza de 4% de tasa

(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.

Los retiros de fondos previsionales conllevan deterioros relevantes en el equilibrio macro-financiero de nuestra economía en varias dimensiones.



Los FP y CSV son intermediarios relevantes en nuestro mercado financiero y la liquidación de sus 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.

Detalle

Disrupciones potencialmente masivas en mercados de tasas y moneda

Renta fija

- FP tienen un **65%** de participación del mercado de bonos de tesorería y más de **30%** en bonos corporativos y bancarios locales.
- CSV posee más de un **40%** del stock de bonos corporativos y **10%** de bonos bancarios.

Detalle

Acciones

- En promedio, FP poseen cerca de **20%** de las acciones que se transan en el IPSA (*free float*), 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.

Detalle

Menor capacidad de financiamiento de largo plazo para empresas y hogares y posibilidad de cubrir fluctuaciones de la moneda

Cobertura cambiaria

- FP poseen más de **2/3** de posiciones netas del mercado de derivados de cobertura cambiaria, mientras que las CSV tienen el resto.
- 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.

Detalle

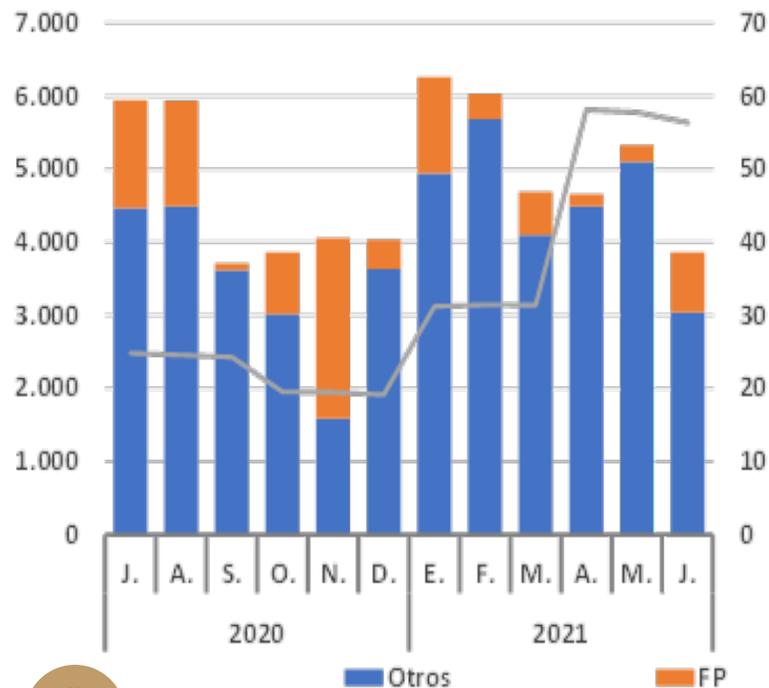


Continuación

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

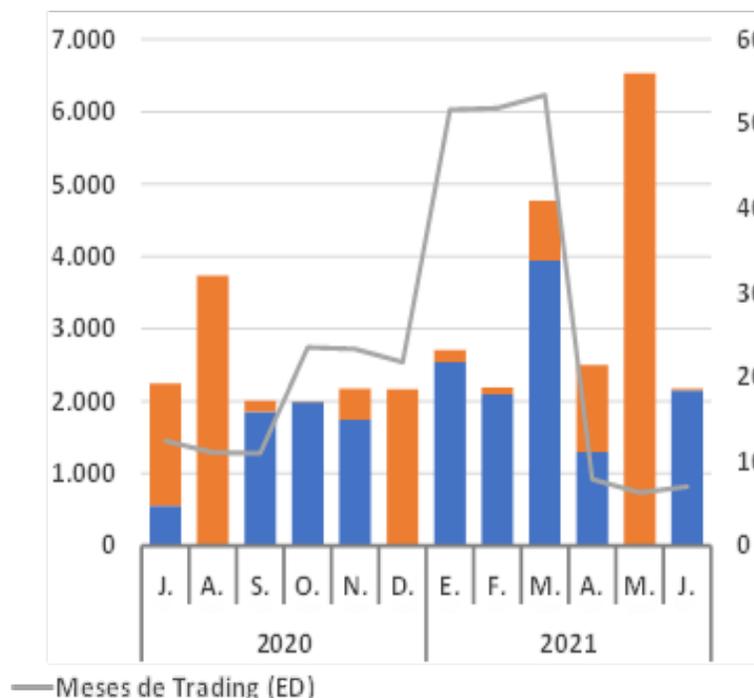
Bonos estatales

(millones de US\$; meses de trading)



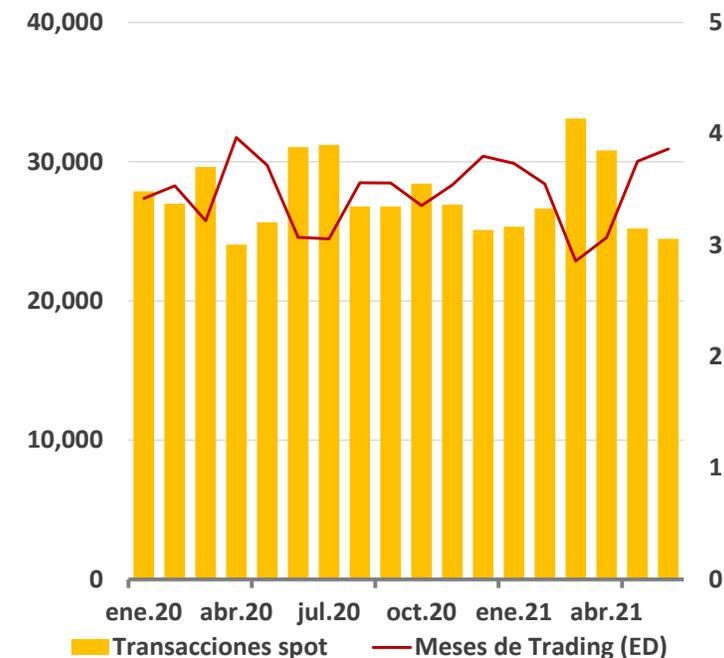
Bonos bancarios

(millones de US\$; meses de trading)



Mercado cambiario formal

(millones de US\$; meses de trading)

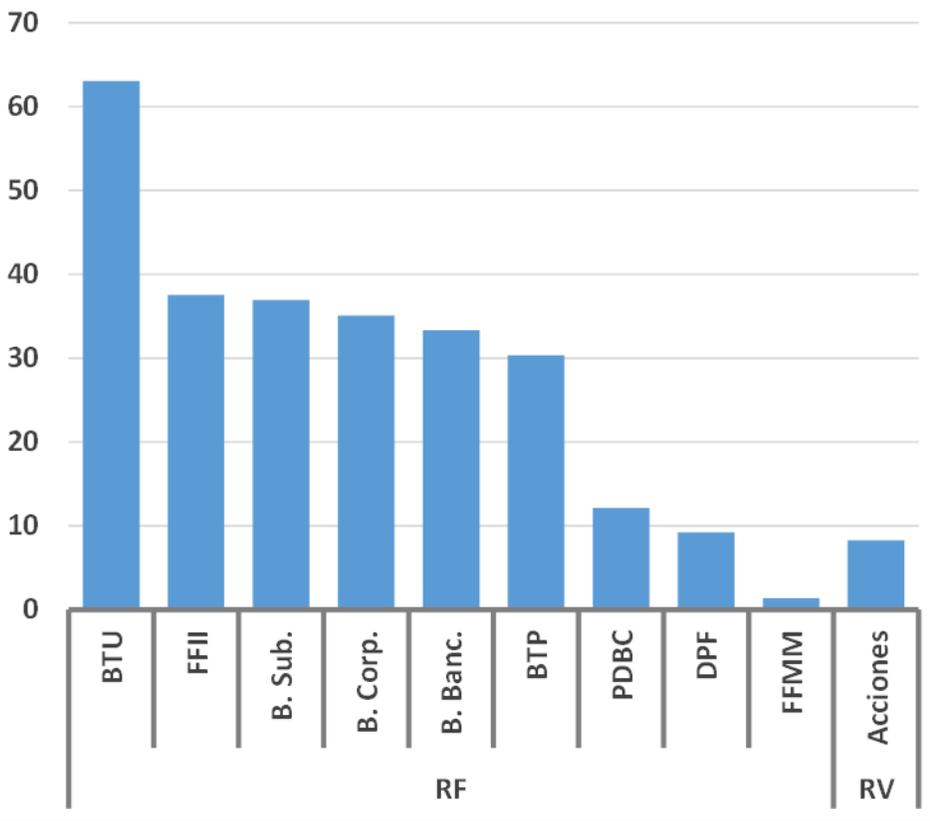


Fuente: Banco Central de Chile en base a SP, Riskamerica, BCCh y DCV.

Los FP tienen alta participación en instrumentos de renta fija, alcanzando a 65% del mercado de bonos de tesorería y 30% en bonos corporativos. Las compañías de seguros son fuertes tenedoras de bonos corporativos, con más de un 40% del stock total

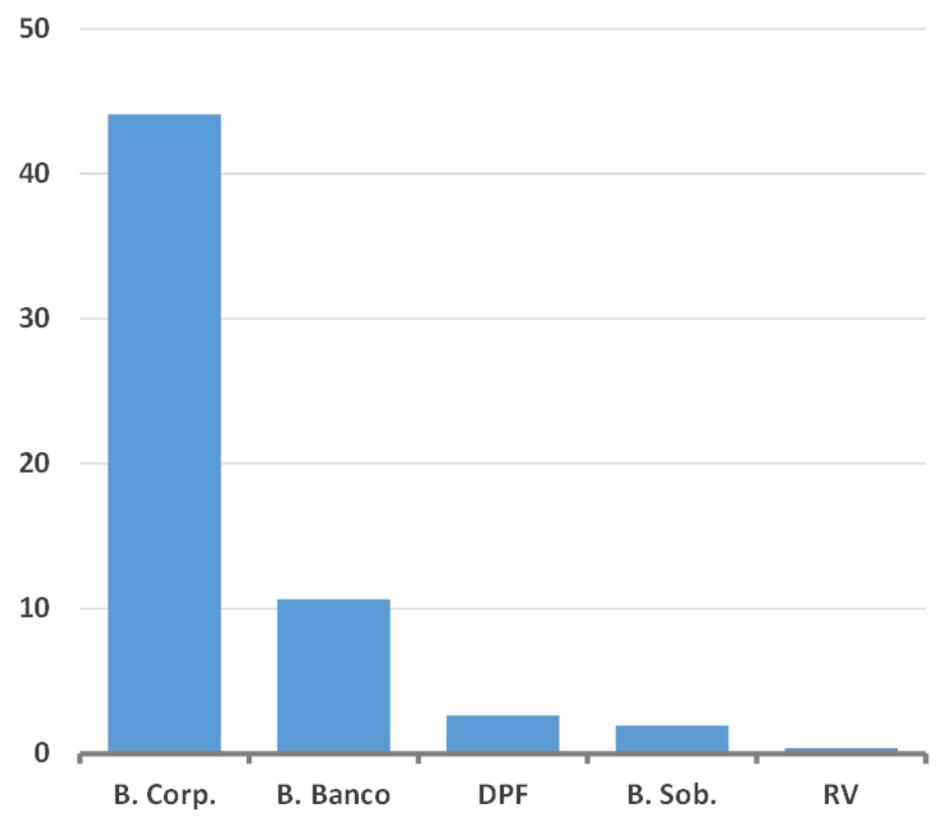
Porcentaje de participación de los FP por tipo de instrumento

(porcentaje; al 06/07/21)



Porcentaje de participación de las CSV por tipo de instrumento

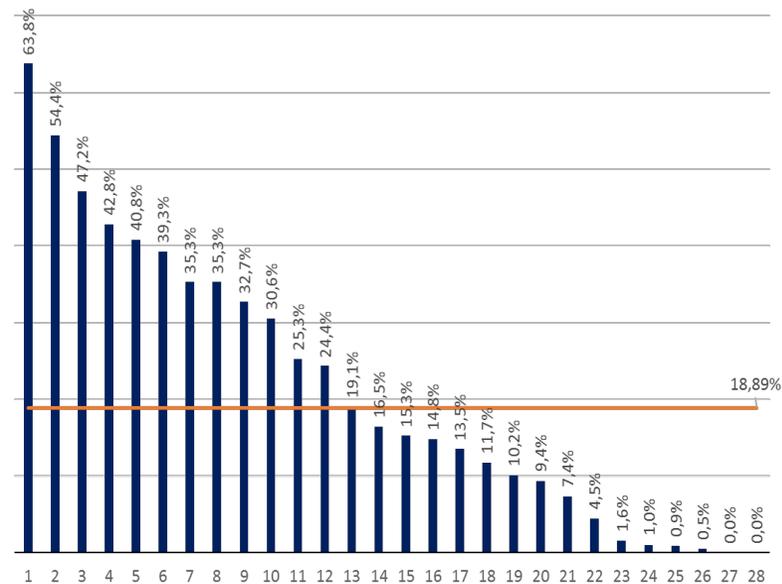
(porcentaje; al 06/07/21)



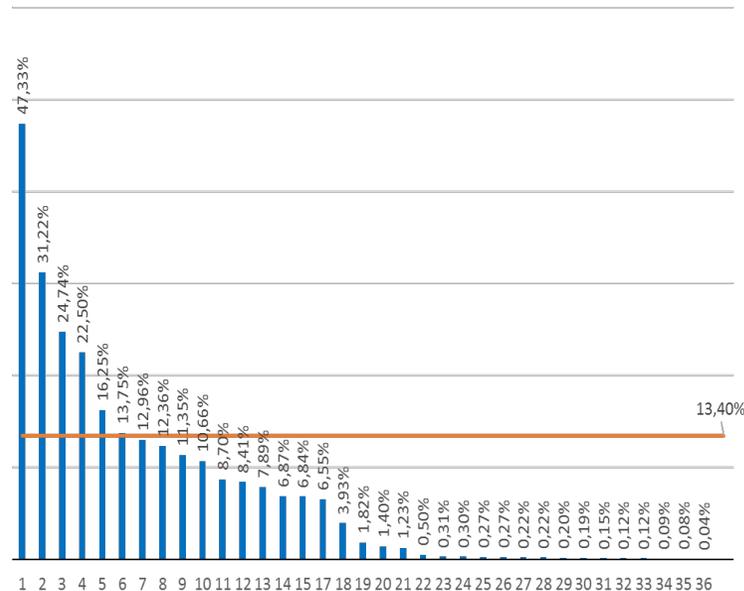
Fuente: Banco Central de Chile en base a Superintendencia de Pensiones, Comisión para el Mercado Financiero y DCV.

Los FP son inversionistas significativos en acciones de empresas chilenas, y un agente relevante en el caso de la cobertura cambiaria.

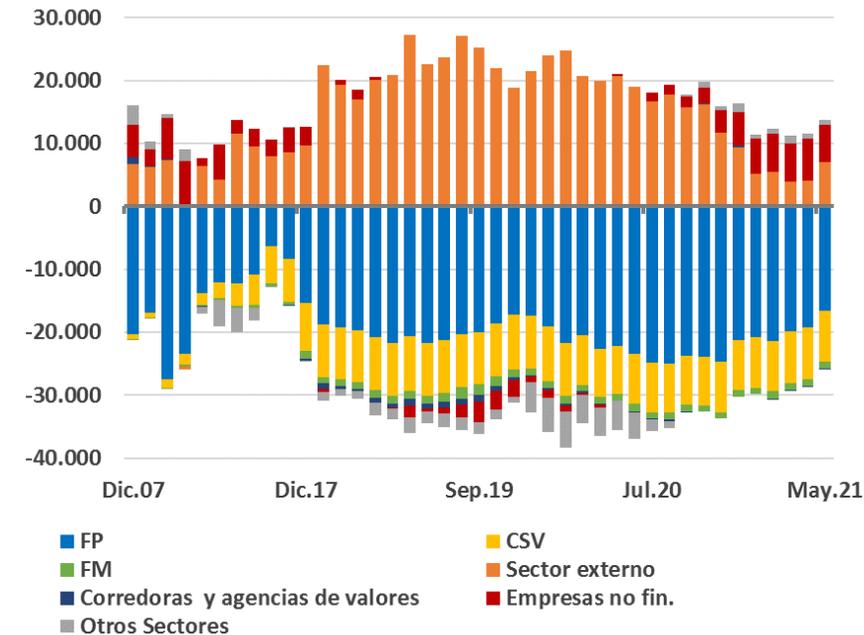
Porcentaje del *Free Float* (1) para acciones IPSA (porcentaje)



Porcentaje del Free Float para acciones no IPSA (porcentaje)



Posiciones netas de derivados, según contraparte (millones de US\$; a mayo del 2021)



(1) *Free float* definida como el conjunto de acciones transadas que no están en manos de controladores.
Fuente: Banco central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones y Bloomberg

La efectividad del instrumental del BCCh para contener escenarios de disrupción masiva y no-linealidades es reducida o inexistente.



+

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

- Reversibilidad: Si bien el BCCh tendría la facultad para comprar bonos soberanos que liquiden los FP, esta no sería una compra temporal, dado que no necesariamente habría a quien venderle después.
- Asimismo, esta facultad es para fines de estabilidad financiera de carácter transitorio.
- Esto tendría impacto sobre costo de emisiones de deuda del gobierno, una razón adicional para limitar la intervención del BCCh.
- Instrumentos relevantes no son susceptibles de intervenciones del BCCh (Bonos Corporativos, Acciones u otros).

Conclusiones

- Los retiros de ahorros previsionales, concebidos originalmente como una medida excepcional de emergencia, están generando, por la vía de su reiteración, un cambio estructural para la economía chilena.
- Tal ajuste consiste en el debilitamiento sistemático del mercado de capitales de largo plazo en moneda nacional. Este mercado es fundamental para el financiamiento del Fisco, para el crédito hipotecario y las inversiones en infraestructura. El desgaste de este mercado se traduce en mayores costos y menores plazos de financiamiento, mayor dependencia del capital extranjero, mayor exposición al riesgo cambiario y mayores riesgos para la estabilidad financiera, afectando con ello al gobierno, empresas y a la ciudadanía en general.
- El cambio estructural también alcanza al propio sistema de pensiones, al liquidarse los ahorros para su financiamiento futuro sin haberse dispuesto una alternativa de reposición o reforma.
- Todo esto está ocurriendo a cambio de beneficios cada vez menores y crecientemente concentrados en el 20% más rico de la población. La exención de impuestos a los retiros ya efectuados se estima que alcanza cerca de US\$4 mil millones, lo que, agregando la eventual exención de un cuarto retiro - constituiría la mayor transferencia fiscal al 20% más rico de la población en al menos 40 años.
- Al combinarse lo anterior con su impacto inflacionario sobre los grupos de menores ingresos y el deterioro de las pensiones por vaciamiento de los fondos, la sucesión de retiros se convertiría en la política pública más regresiva en mucho tiempo.

Conclusiones

- Estos efectos, que constituían sólo un riesgo de largo plazo en el primer retiro, se acrecientan y se vuelven más inminentes de cara a un cuarto retiro.
- Así, mientras en un comienzo los efectos de los retiros de ahorros sobre el sistema financiero se expresaban una vez que la reforma correspondiente alcanzaba ciertos hitos y tendían a desaparecer con el anuncio de medidas para facilitar un ajuste ordenado del portafolio de los fondos de pensiones, a partir del tercer retiro, se han ido adelantando y haciendo menos reversibles, a pesar de las medidas de mitigación.
- Es así como desde la aprobación del tercer retiro se ha acumulado un desvío del tipo de cambio cercano a 50 pesos respecto sus determinantes fundamentales y de 120 puntos base de las tasas de interés de largo plazo en pesos. Esto ya ha contribuido a encarecer los combustibles y el crédito hipotecario, entre otros efectos.
- Asimismo, la reiteración de esta medida más allá de lo justificable, su creciente concentración en los segmentos de mayores ingresos y su contribución a la volatilidad financiera, han llevado a una salida de capitales locales y una significativa acumulación de fondos en dólares.
- Estos efectos se ven exacerbados por la creciente dificultad para amortiguar el impacto de nuevos retiros sobre los mercados financieros, que implican masivas liquidaciones de activos en mercados que no son capaces de absorberlos y medidas mitigadoras de alcance limitado. Esto es especialmente evidente en el mercado de renta fija, donde los fondos de pensiones venden bonos al mismo tiempo que el Fisco coloca deuda para financiar su déficit.

Conclusiones

- Un cuarto retiro continuaría incrementando la inflación y tasas de interés de largo plazo respecto de sus actuales valores. Los efectos de un retiro de 100%, por su parte, son difíciles de cuantificar, dado que generarían un desajuste inmediato sobre los mercados financieros, de imprevisibles consecuencias. 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%.
- Así, la aprobación de un cuarto retiro, un retiro de 100% o la alta probabilidad de que un cuarto retiro sea seguido de otros, constituye actualmente la mayor amenaza para una recuperación sólida y sostenible de la crisis económica provocada por el Covid-19. El riesgo es el de acentuar el recalentamiento de la economía, elevar más la inflación y enfrentar severos desajustes financieros.
- La vulnerabilidad del proceso de recuperación de la economía, unido al evidente adelanto de los efectos negativos de nuevos retiros, significa que los mayores riesgos ya no se concentran en el largo plazo, sino que pueden ser inmediatos, con un impacto particularmente severo en 2022.
- El Banco Central de Chile no cuenta con facultades ni instrumentos ni recursos para neutralizar riesgos de esta envergadura. Como muchas veces se ha señalado, el BCCCh puede actuar frente a episodios transitorios de volatilidad, pero no puede incidir sobre cambios de naturaleza estructural en la economía.

Impacto económico de diversas opciones en discusión

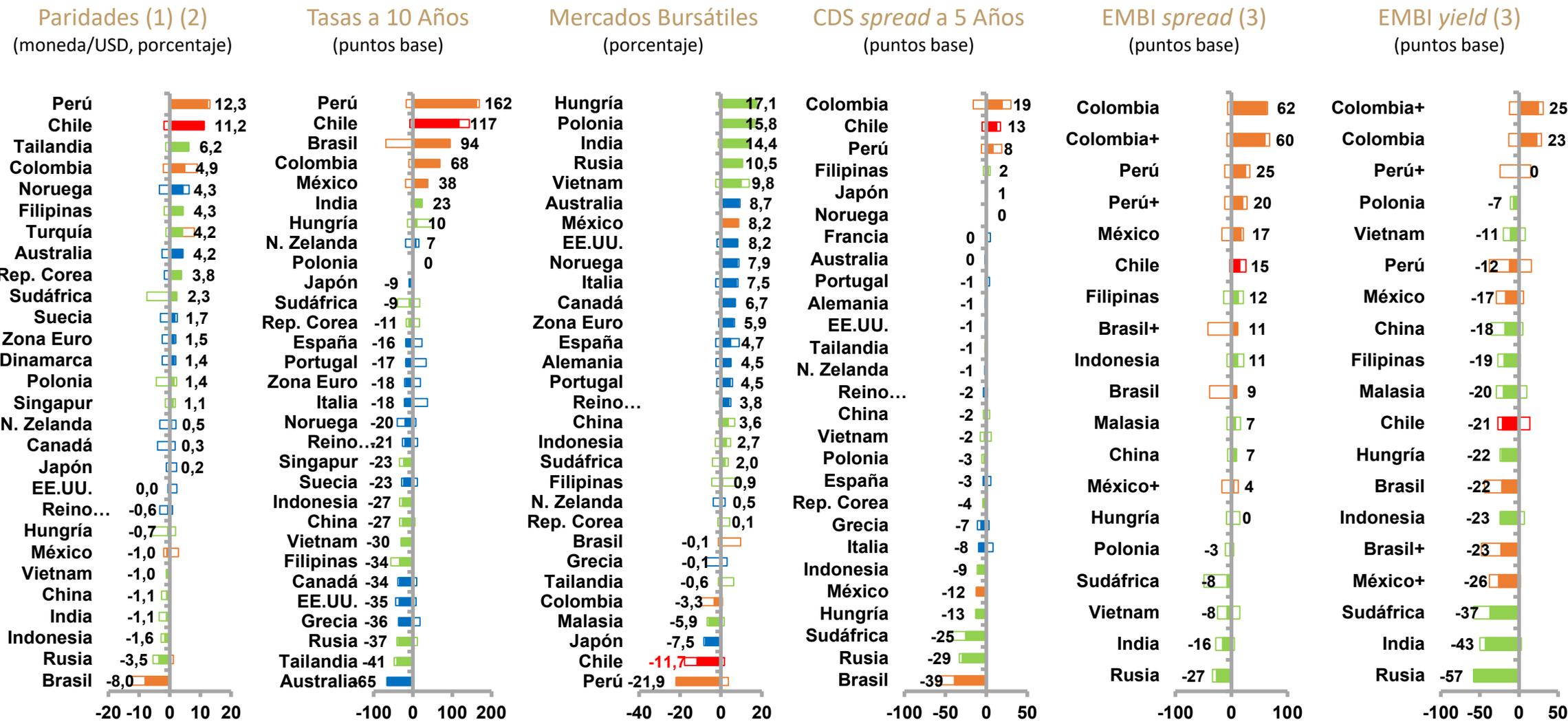
Opciones básicas	Opciones derivadas	Comentario	Implicancias económicas
Retiro 10% convencional (R4)	Retiro terminal	Características sustancialmente diferentes a retiros anteriores (beneficiarios, montos, tributación, usos), que señalen cierre de ciclo	Normalización de mercados dependería de diseño específico y credibilidad de su carácter terminal
	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	
	Retiro sin restricciones	Retiro incondicional, con límites simbólicos	Liquidación masiva y directa de activos genera colapso de mercados y valor de fondos aún antes de retiro
Rechazo	Rechazo débil	Rechazo con posibilidad de reposición en corto plazo	Incertidumbre se mantiene alta, sin normalizarse plenamente las condiciones financieras
	Rechazo fuerte	Rechazo sin posibilidad de reposición en corto plazo	Término de ciclo, normalización de mercados

Proyectos de reforma para permitir nuevos retiros anticipados de fondos previsionales

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

Movimiento mercados financieros entre 13 de abril y 16 de agosto de 2021



Notas: Comprende cambios entre el 13 de abril, y el 16 de agosto 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.

