

# Proyecto de reforma constitucional referido a permitir un segundo retiro de fondos de pensiones



Banco Central de Chile

18 de noviembre de 2020

# Introducción

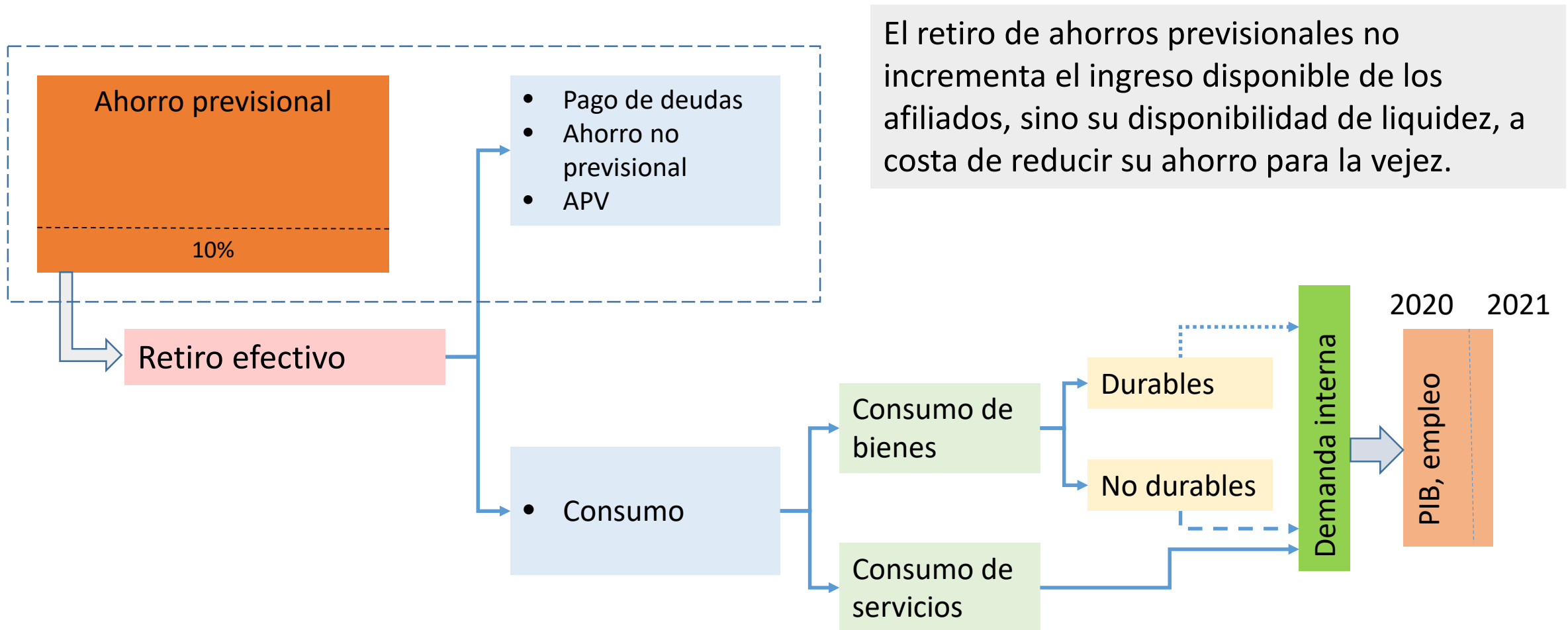
Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado el siguiente proyecto:

“Modifica la Carta Fundamental, para establecer y regular un mecanismo de retiro de fondos previsionales, en las condiciones que indica”. **Boletines N° 13736-07, 13.749-07 y 13.800-07, refundidos;**

- Iniciativa tiene como referente inmediato el retiro de 10% de ahorros previsionales autorizado por reforma constitucional anterior (Ley 21.248, D.O.30/07/2020)
- Esta entró en vigencia hace solo 3 1/2 meses y aún no se termina de implementar (plazo de 1 año para solicitar retiro de fondos)
- Es buena práctica evaluar reformas anteriores, antes de repetirlas o ampliarlas. Tal ejercicio se aborda en esta presentación, con la información disponible, antes de comentar nuevas propuestas.
- Al analizar la reforma anterior y la medida propuesta en este proyecto, el Banco Central se concentra en dimensiones económicas y financieras de estas iniciativas; no así sobre las previsionales y sociales, sobre las cuales no tiene competencia.



# Determinantes del impacto macroeconómico de la medida en el corto plazo



# Determinantes del impacto de la medida sobre el PIB

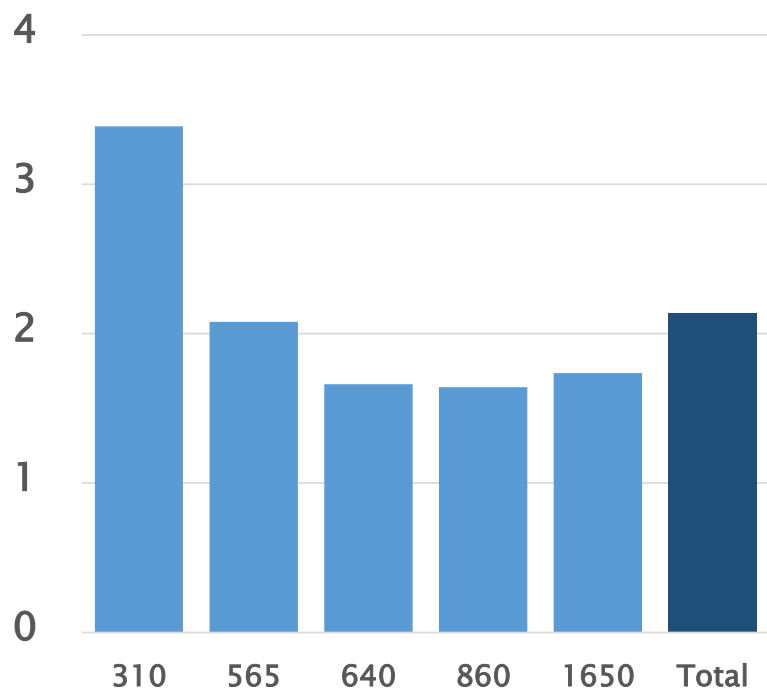
Decisión del afiliado	Posibles determinantes
Retiro efectivo de fondos respecto a potencial	Restricciones de liquidez Preferencia por consumo actual vs. futuro Percepción sobre cotizaciones previsionales (Ahorro vs. "impuesto")
Proporción de retiro destinado a consumo vs ahorro	Retorno financiero de alternativas a ahorro previsional Niveles de endeudamiento, costo financiero, costo de morosidad Oportunidades de emprendimiento, inversión
Proporción de consumo destinado a servicios vs bienes	Elasticidad ingreso de consumo de bienes vs. servicios Oportunidades/barreras a consumo de servicios
Proporción de consumo de bienes destinada a bienes durables importados	Precios relativos/tipo de cambio Elasticidad ingreso de consumo durable vs. habitual
Plazo de decisiones	Urgencia de necesidades vs posibilidad de postergar decisiones Expectativas de precios, disponibilidad de bienes y servicios, etc.
Comportamiento compensatorio de otros agentes	Aumento/disminución del ahorro del gobierno Aumento/disminución ahorro de empresas Espacio para ajuste de cuenta corriente de BP (ahorro externo)

Determinantes dependen de perfil socioeconómico de los afiliados con derecho al retiro de fondos, percepciones sobre el futuro, incertidumbre, etc.

El afiliado mediano retiró el equivalente a más de dos veces su ingreso laboral mensual. Entre junio y agosto se redujo la morosidad bancaria de quienes retiraron fondos respecto de quienes no lo hicieron. 15% de los fondos retirados por filiados bancarizados con deuda en mora se destinó al pago de esa deuda

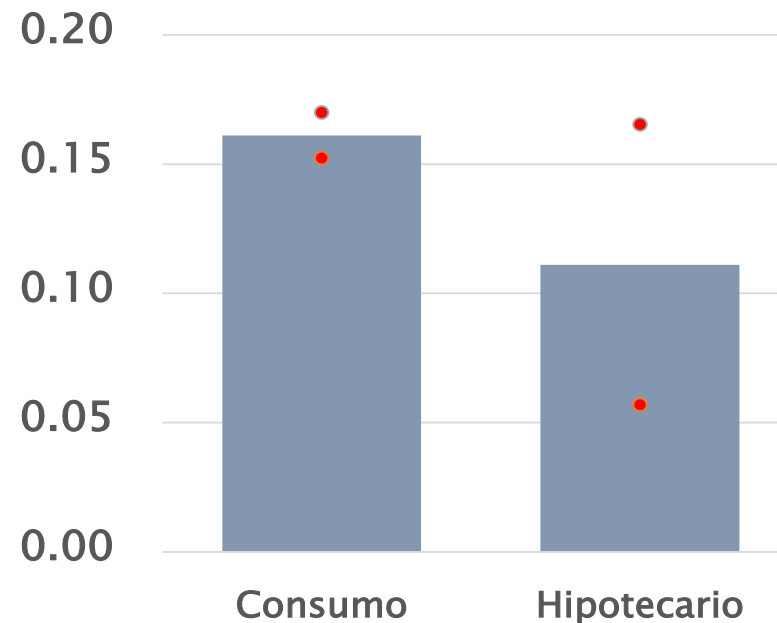
**Monto retiro sobre ingreso mensual (1)**

(veces, mediana)



(1) Las categorías en el eje horizontal corresponden al centro de cada quintil de ingreso laboral.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones y CMF.

**Disposición marginal a regularizar morosidad bancaria (2)(3)**  
(porcentaje)



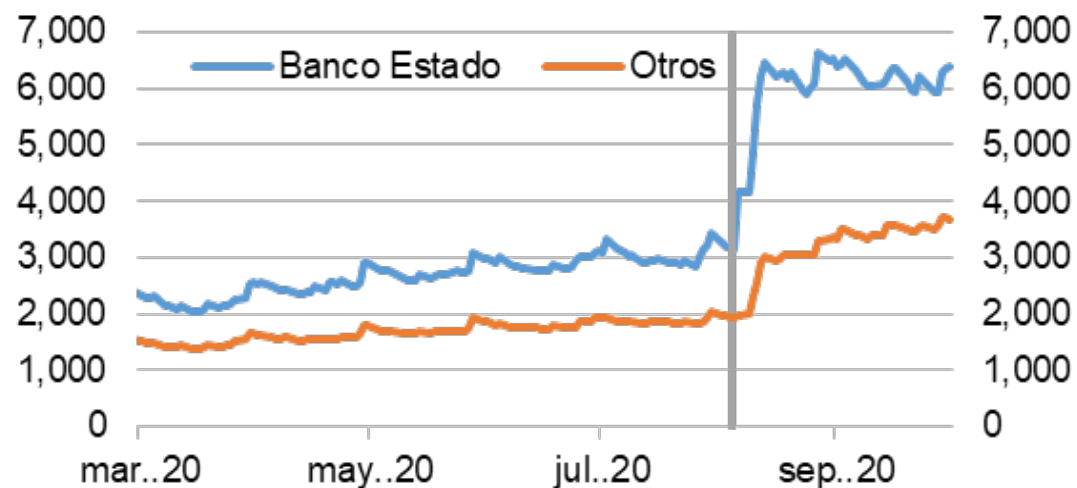
(2) Mora bancaria corresponde al monto de cuotas en morosidad (sobre 90 días de impago) en consumo y en hipotecario.

(3) Estimada a partir de un modelo para la probabilidad de mejorar/pagar morosidad que además incorpora controles por edad, sexo, sector económico y región. Puntos rojos son intervalos de confianza al 95%.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones y CMF.

Junto con lo anterior, parte importante de los fondos se destinaron a inversiones o a incrementar la posición de liquidez para quienes retiraron el 10%.

- Numerosas instituciones financieras promovieron productos de inversión para quienes retiraran el 10%
- Se desconoce aún la proporción exacta de recursos que se destinaron a estos fines, siendo una decisión que puede posponerse
- Una proporción significativa de afiliados declaró tener intención de invertir los fondos en un negocio, existente o nuevo
- Saldos en cuentas bancarias personales se encuentran actualmente muy por encima de las cifras de junio pasado
- También se ha elevado significativamente la demanda por efectivo

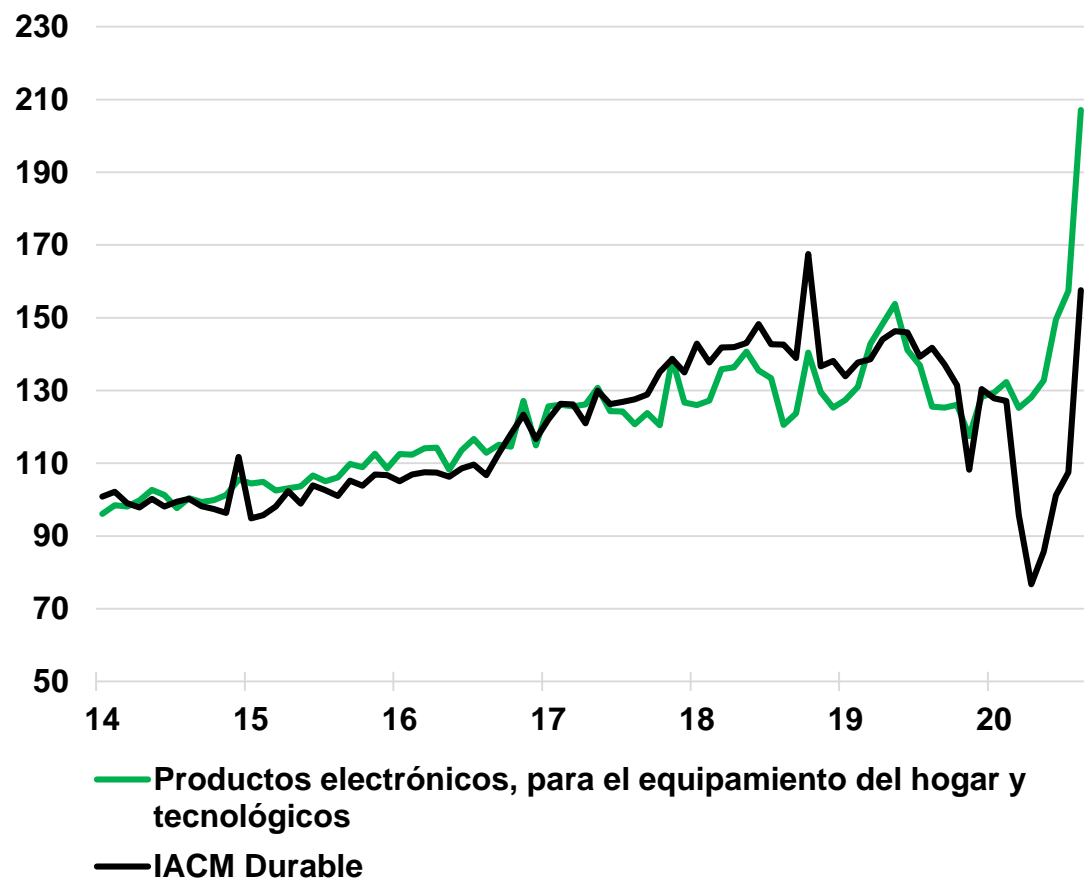
**Saldo en cuentas vistas (1)**  
(miles de millones de pesos, datos diarios)



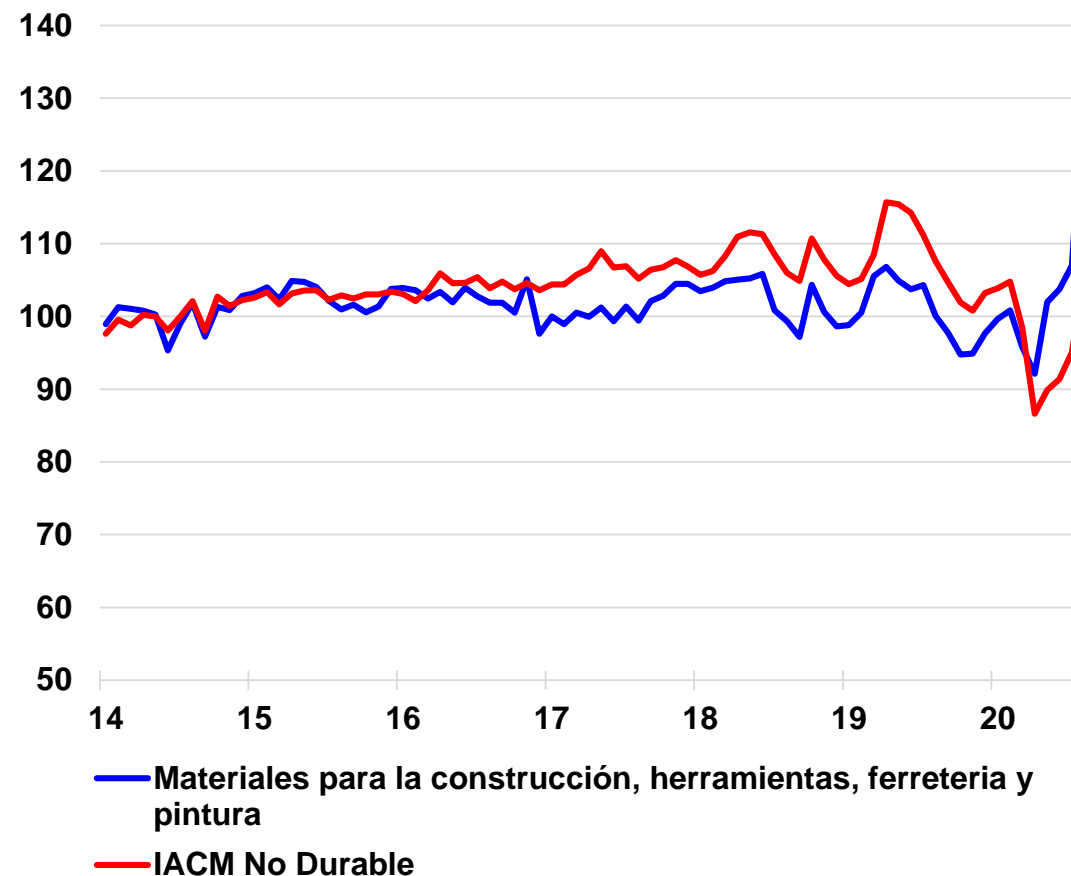
(1) Datos al 2 de octubre. Vertical corresponde al 7 de agosto, fecha en que comenzaron a informarse pagos de las AFP's.  
Fuente: INE, Banco Central de Chile y SII.

Además del pago de deudas e inversión financiera, la mayor liquidez ha tenido un impacto importante en el consumo de hogares llegando en algunos productos a máximos históricos

**Índice de Actividad del Comercio al por Menor (IACM) Durable**  
(índice 2014=100, series desestacionalizadas)



**Índice de Actividad del Comercio al por Menor (IACM) No durable**  
(índice 2014=100, series desestacionalizadas)





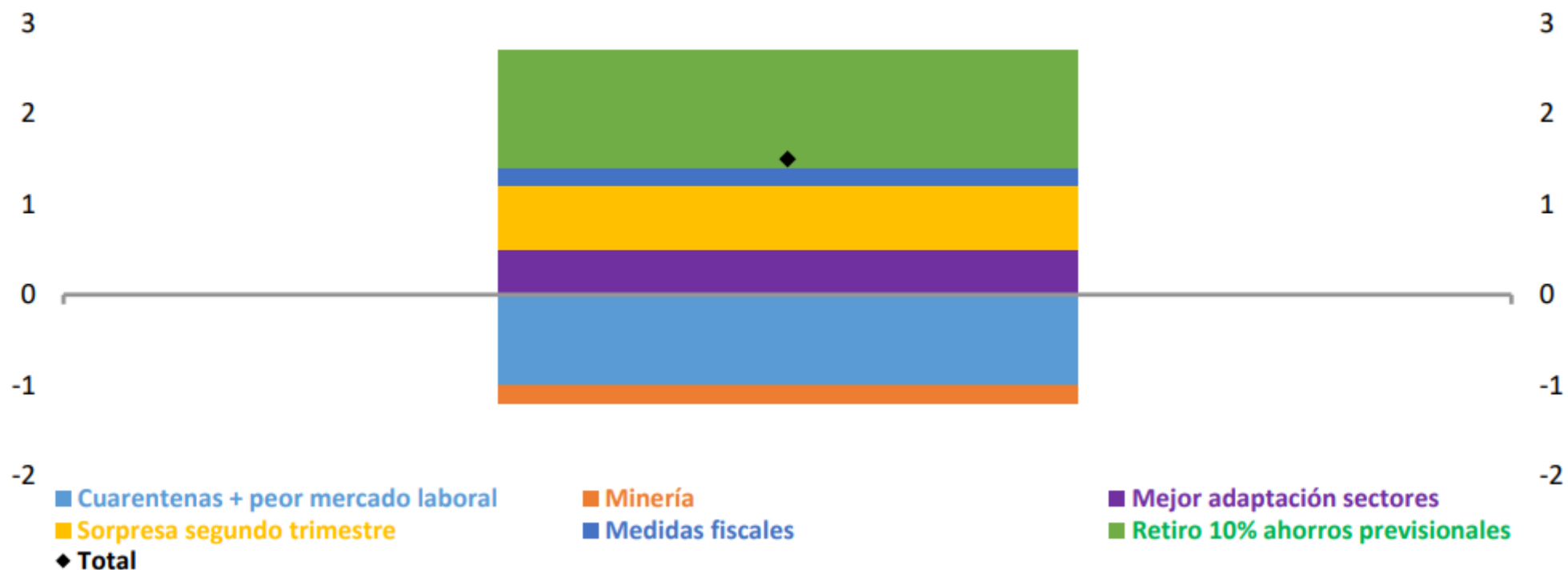
# Estimaciones del Banco Central

Proporción de fondos disponibles efectivamente retirados	80% del potencial 17.000 Millones de USD 6,7% del PIB
Proporción de retiro destinado al pago de deudas/inversión financiera	Se estima que la mitad de los retiros se destinarán a pagar deudas y realizar inversiones financieras
Proporción del retiro destinado al consumo de bienes	Aprox. 67% del retiro no ahorrado Con un proporción elevada de bienes importados (más de 50%).
Otros efectos sobre demanda	Costo tributario 2,5% del PIB de acuerdo a estimación de Dipres
Distribución de consumo	2020: 67% 2021: 33%
Impacto sobre PIB 2020 Impacto sobre PIB 2021	1,2% 0,6%

Nota: Estimaciones corresponden al IPoM de septiembre 2020.

El retiro de los ahorros previsionales y su efecto en el consumo en el corto plazo incidió en el cambio de proyección de actividad del IPoM de septiembre, representando la mitad de los factores que incidieron positivamente sobre la proyección

**Cambio en la proyección de PIB: 2020**  
(puntos porcentuales, IPoM Sept 20 versus IPoM Jun 20)



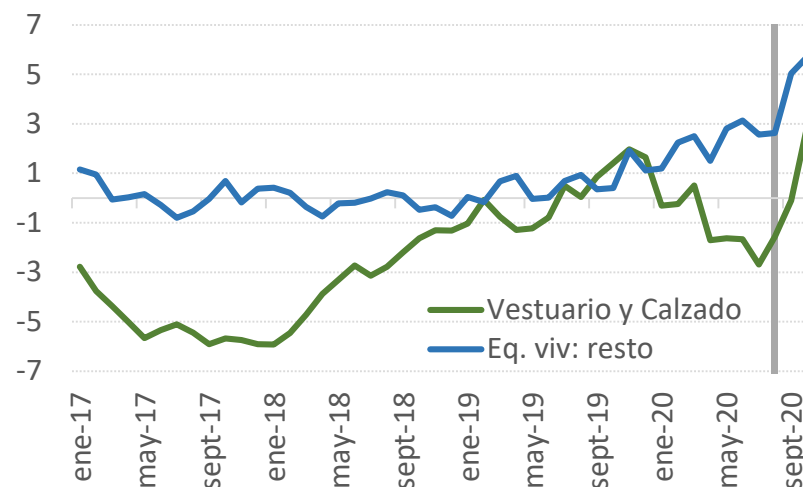
La concentración del gasto en algunos bienes específicos de consumo presionó sus precios, elevando la inflación por sobre lo esperado en septiembre y octubre

**IPC: Bienes sin volátiles**  
(var. anual %)



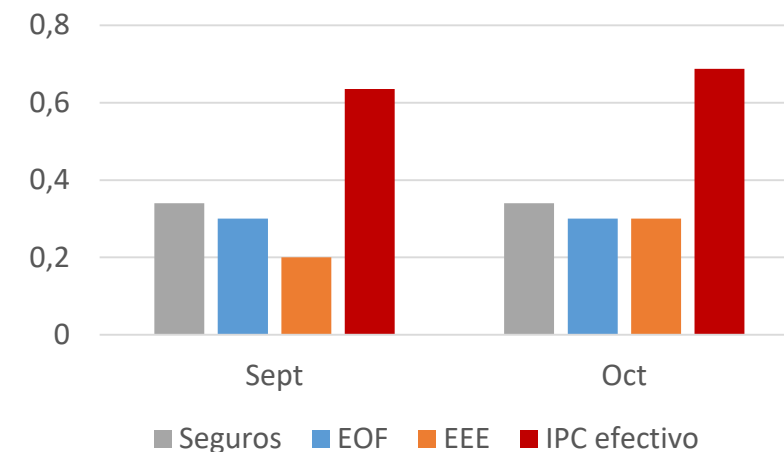
Fuente: INE. Línea gris indica el mes de agosto de 2020.

**IPC: componentes afectados por demanda**  
(var. anual %)



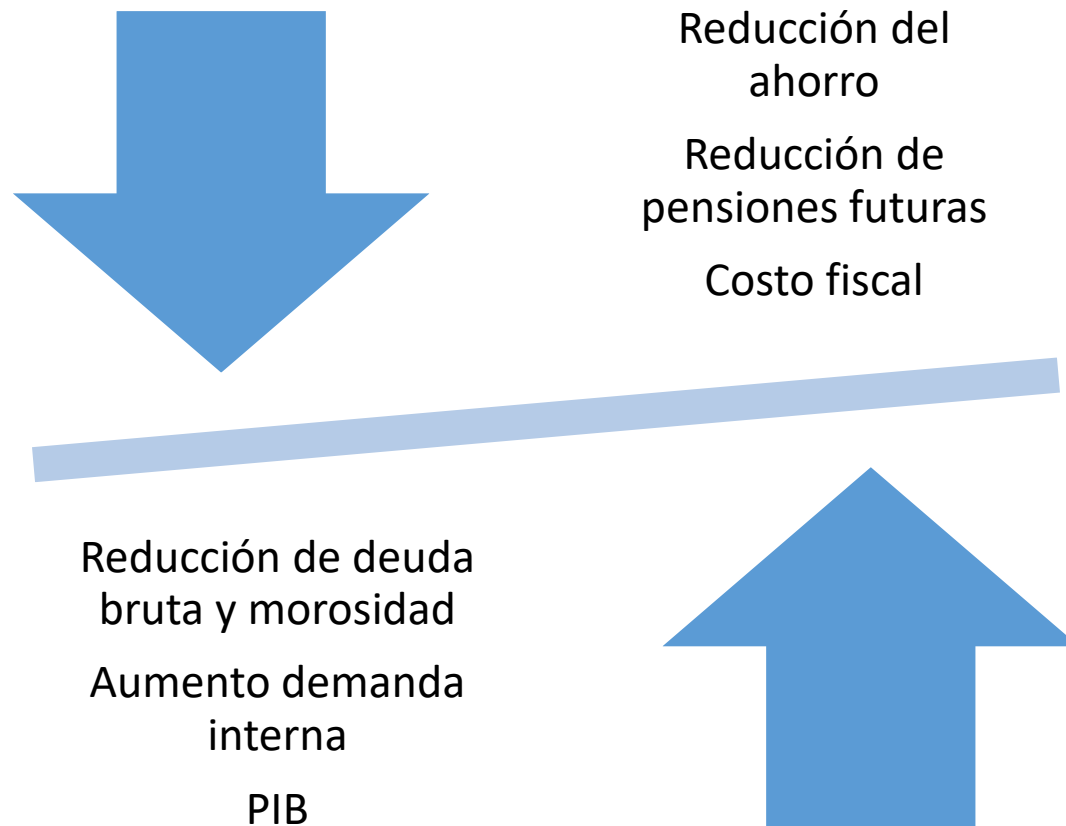
Fuente: INE. Línea gris indica el mes de agosto de 2020.

**Expectativas de mercado vs. dato efectivo**  
(var. mensual %)



Fuente: BCCh, INE y Tradition Chile. Para las expectativas se considera el último dato disponible previo a la publicación del IPC del mes correspondiente.

# Comparando costos y beneficios económicos



- Para generar un incremento del PIB de 1,2% en 2020, se ha reducido el ahorro previsional de los hogares en 6,7% del PIB, más un costo fiscal del 2,5% del PIB.
- En comparación, un incremento de la inversión pública financiado con deuda, por un monto equivalente de la reducción del ahorro privado elevaría el PIB en torno a 6,5pp en un año.
- En otras palabras, la medida es entre dos tercios y tres cuartos menos efectiva que una medida fiscal equivalente

# Posibles efectos de largo plazo de una reducción del ahorro previsional

## 1. Ahorro de los hogares

- Dado que el retiro de fondos no constituye ingreso (sino liquidación de un activo), mayor consumo financiado por esa vía generará un ahorro negativo para los hogares. La fracción del primer retiro que se destinó a consumo fue, por ende, la caída del ahorro privado

## 2. Inversión y acumulación de capital

- Si el ahorro de empresas y/o gobierno no compensa esta caída el ahorro total caerá. En una economía donde buena parte de la inversión se financia con ahorro doméstico, esto afectaría de forma directa las posibilidades de inversión, y con ello el nivel de capital de la economía

## 3. Financiamiento externo y tipo de cambio

- Alternativamente, para mantener la inversión con menor ahorro doméstico, se requeriría un mayor ahorro externo, equivalente al déficit en cuenta corriente de balanza de pagos. Un mayor déficit de CC, además de hacer a la economía más vulnerable a la disponibilidad de financiamiento externo, depreciaría la moneda local

## 4. Efectos fiscales

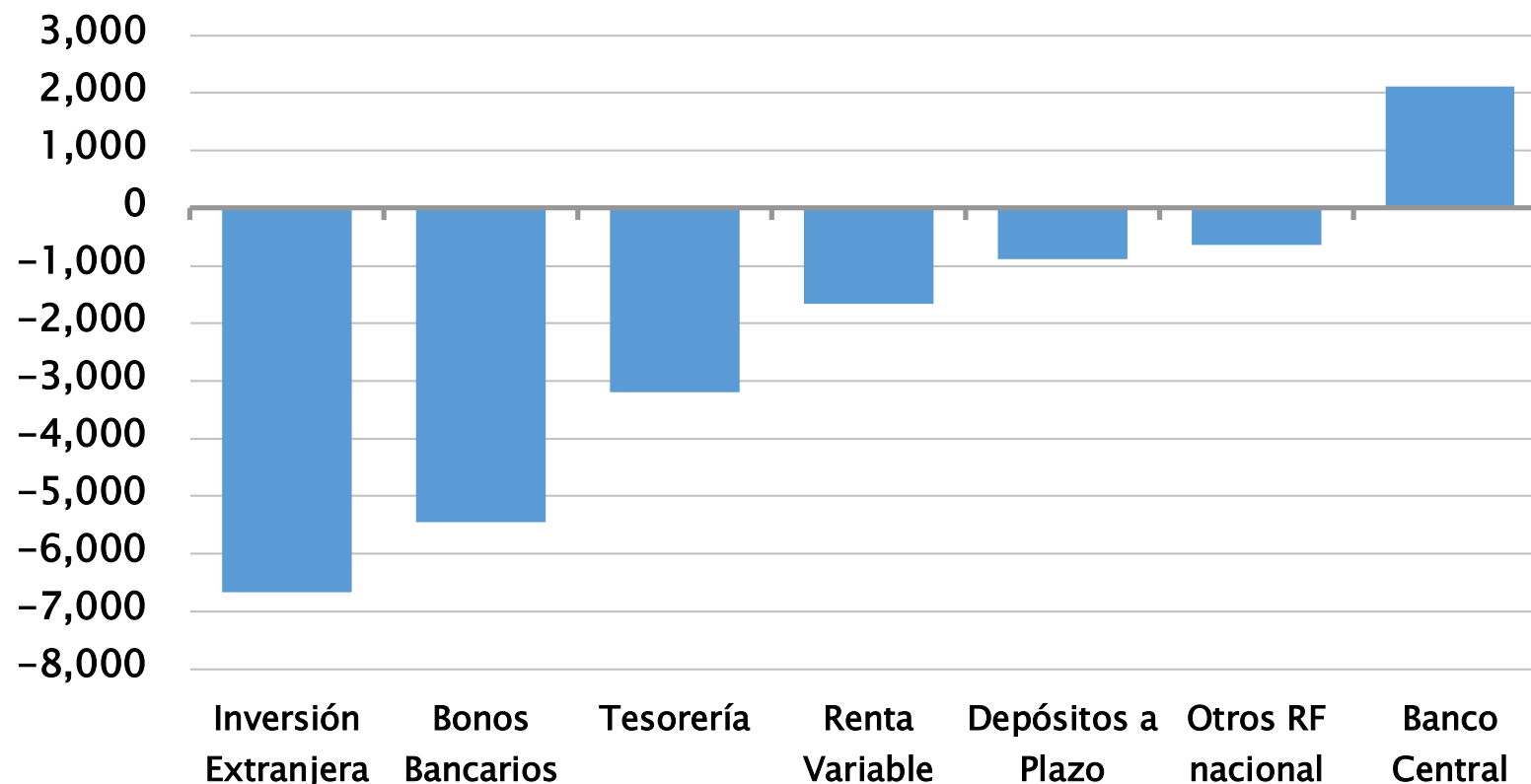
- Al reducirse los fondos acumulados de los afiliados, una mayor proporción de ellos requerirá apoyo del Pilar Solidario, elevando el gasto fiscal futuro, el déficit fiscal y la deuda pública. La reducción del ahorro público incrementaría el impacto sobre la inversión o el déficit de Cuenta Corriente

## 5. Prima de riesgo y costos de financiamiento

- Si la medida cuestiona la credibilidad institucional, podríamos ver aumentos relevantes en la prima de riesgo nacional. En este contexto, una nueva ronda de liquidaciones de activos podría deprimir significativamente sus precios

# ¿Qué activos se liquidaron para financiar el retiro? Cambios en los fondos de pensiones

**Cambio en el portafolio de Fondos de Pensiones: 17.jul.20 vs 28.sep.20 (\*)**  
(millones de dólares)



(\*) Los cambios incluyen a los retiros de fondos, pero también efectos de decisiones de inversión y revalorización de activos.

# El rol jugado por el BCCh, la SP y las mismas AFP, incidió en que efectos indeseados del retiro fueran acotados

- El Banco Central anunció un conjunto de medidas a fines de julio para resguardar la estabilidad del sistema financiero (compra de BB, CCVP, ventanilla compra de depósitos).
- Estas medidas permitieron apoyar el proceso de liquidación de activos que debían realizar las AFP. Más allá del uso o no de dichos mecanismos, éstos entregaron al mercado una señal de protección que fue efectiva.
- La SP implementó una serie de medidas que buscaron flexibilizar los límites de inversión en ciertas contrapartes e instrumentos, además de autorizar el uso de nuevos instrumentos de inversión para facilitar el reacomodo y liquidación del portafolio de los FP.
- Las AFP prefirieron liquidar una gran parte de los activos en el exterior, en mercados que tienen una alta profundidad, donde ventas de esta magnitud tienen impactos poco significativos en precios.
- Esto reflejó la influencia de incentivos regulatorios (rentabilidad mínima), lo que cauteló que el proceso de inversión y desinversión de instrumentos se realice de forma cuidadosa.
- Por último, los tiempos de liquidación del portafolio local, coincidieron también con la habilitación de las ventanillas dispuestas por el BCCh, de modo que el proceso de ventas fuera ordenado.

# Detalle y racionalidad de medidas del Banco Central

Las medidas implementadas por el Banco Central tuvieron por objetivo el mitigar los impactos sobre el mercado financiero, considerando el tipo de instrumentos que los fondos de pensiones requerirían liquidar y la capacidad de actuar del Banco Central.

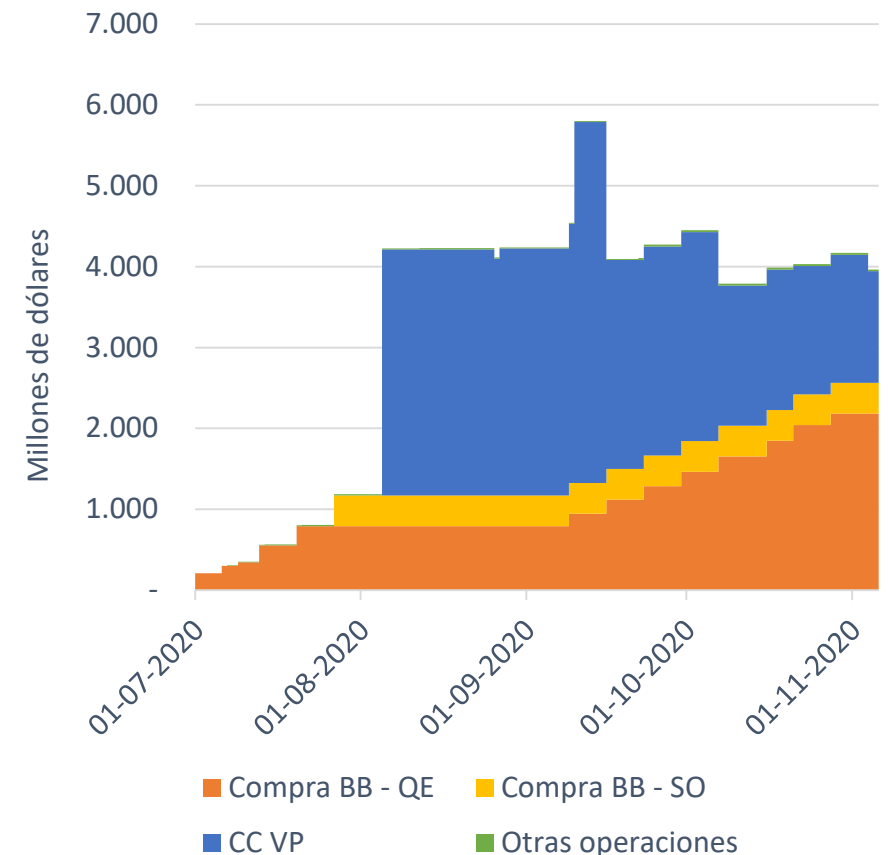
## Primera línea: CCVP

Permitía a los agentes obtener liquidez necesaria en el corto plazo y dar más tiempo para ajustar la cartera.

## Segunda línea: Compra Bonos Bancarios y Depósitos a plazo

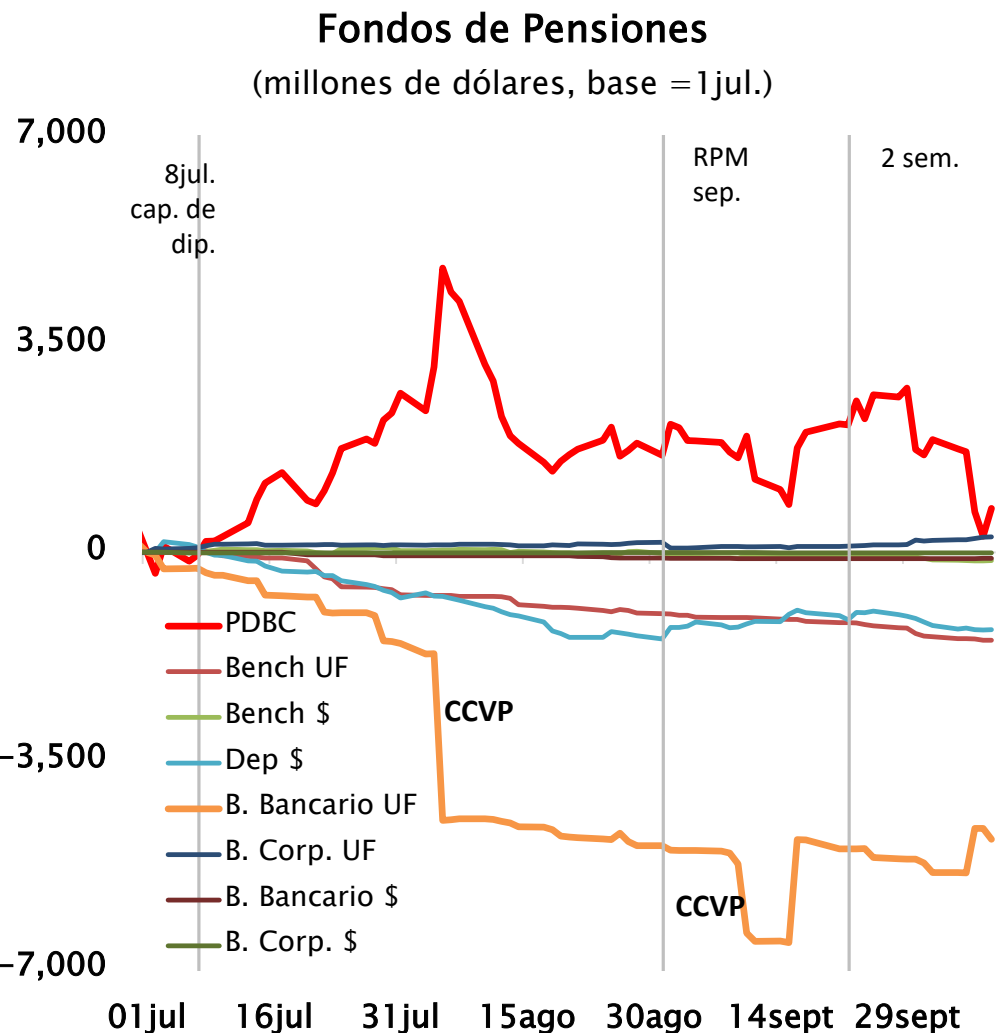
Permitía, además del ajuste de cartera de corto plazo, adquirir instrumentos en forma definitiva en el mercado, reemplazando a las AFP como demandantes de estos instrumentos y mitigando potencial impacto en precios.

Uso Operaciones BCCh: AFP



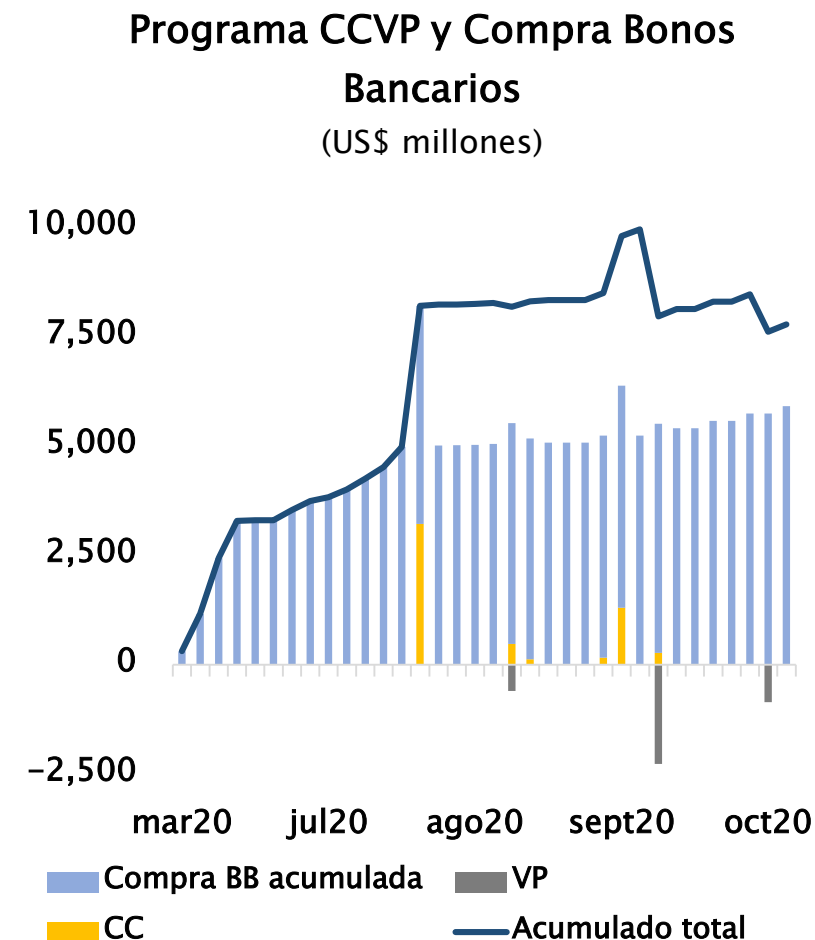


En particular, los FP incrementaron sus buffers de liquidez, para ello fue funcional la colocación de PDBC a 7 días. El retiro lo cubrieron con venta de BB, DAP, BT en UF y activos en el exterior (USD). La operación CCVP ha permitido amortiguar este ajuste de cartera

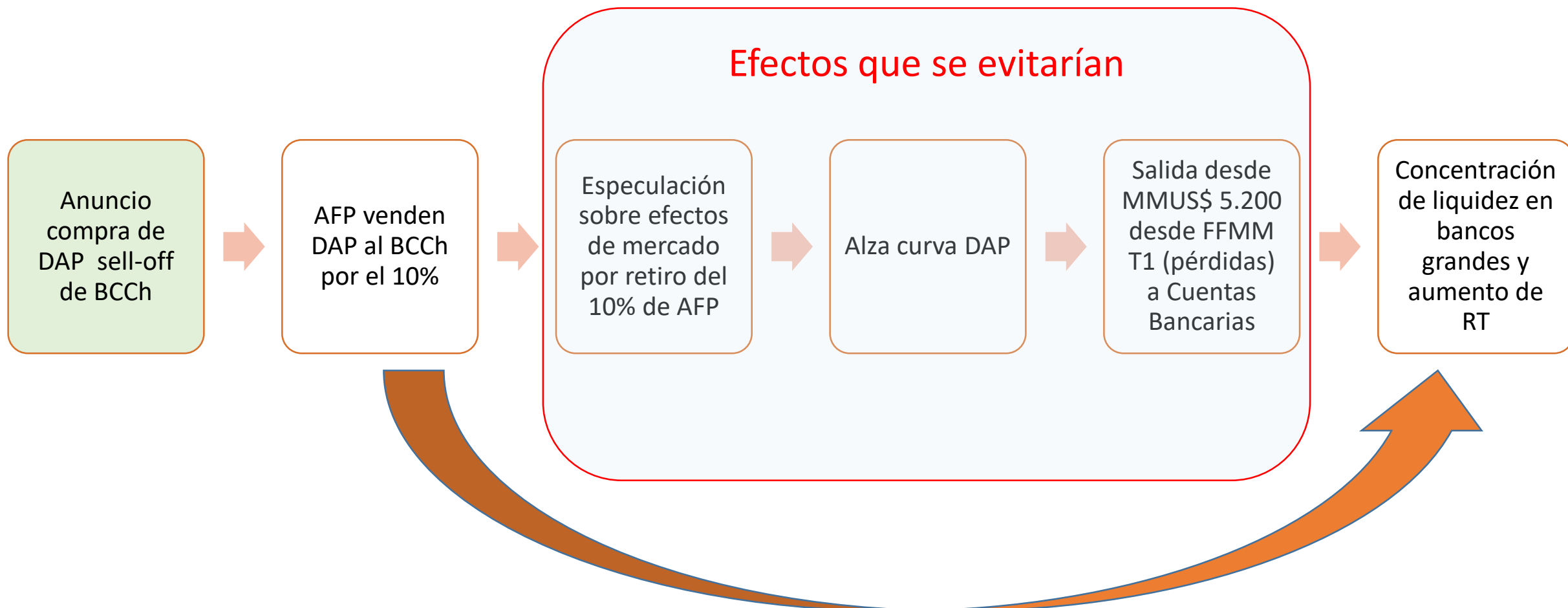


### Liquidación de inversiones de Fondos de Pensiones

Activo	Δ USD MM 8jul -31jul	Δ USD MM 1ago-9oct
Venta de dólares	1,805	4,647
Bonos Bancarios	1,248	-1,813
Depósitos	847	705
Bonos Benchmark	732	918
CCVP	-	4,970
Cuotas FFMM	-1,028	603
PDBC	-2,490	1,641
<b>Total</b>	<b>1,114</b>	<b>11,671</b>

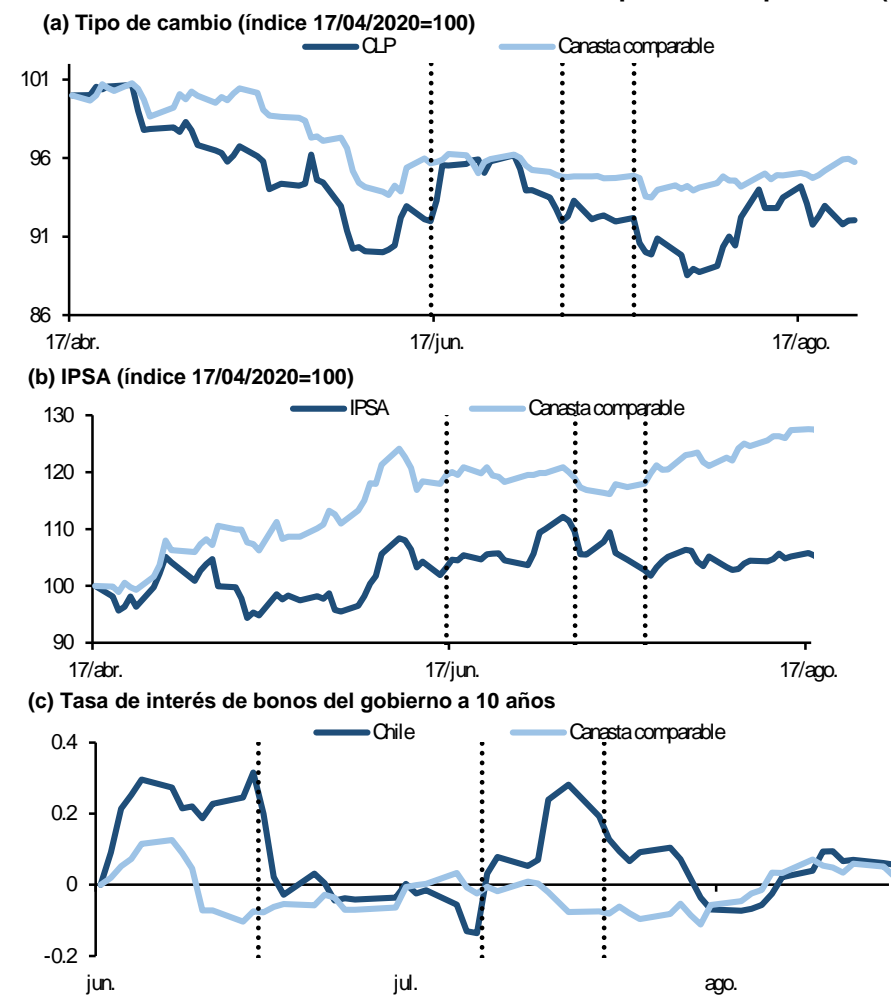


# Con el anuncio del programa de compra DAP, se evitaron eventuales efectos colaterales sobre otros agentes



# Respuesta de mercados financieros

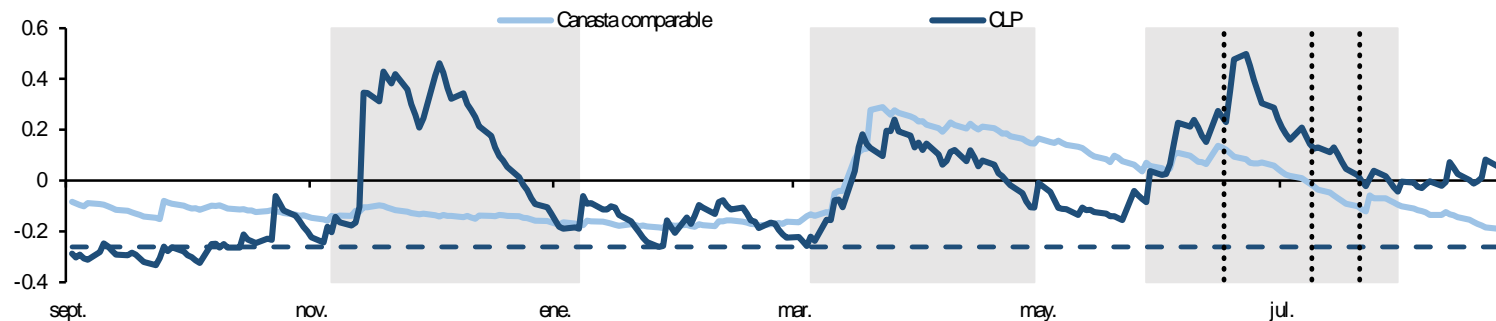
## Evolución de activos locales versus canasta de países comparables (1) (2)



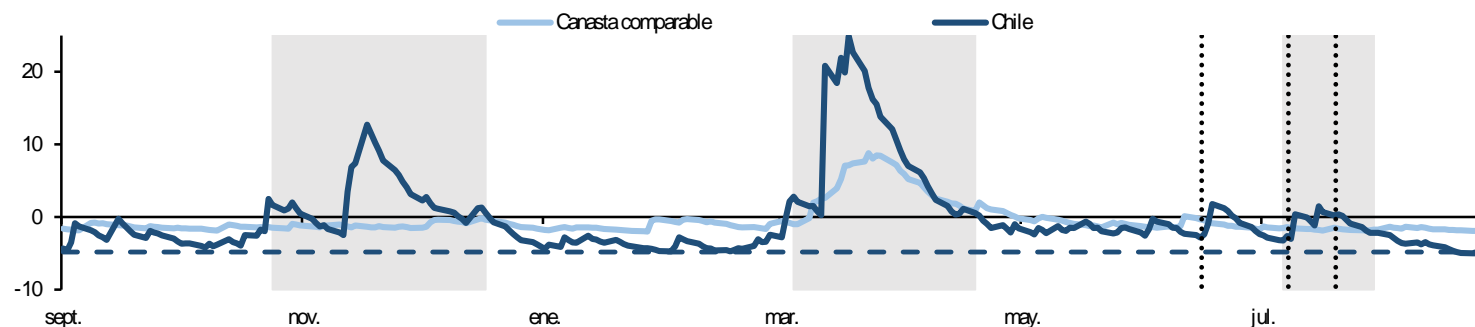
Fuente: Recuadro IPoM Septiembre 2020, Bloomberg, Banco Central de Chile

## Volatilidad de activos locales versus canasta de países comparables (1) (2) (3) (4)

### Tipo de cambio (diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar estimados)



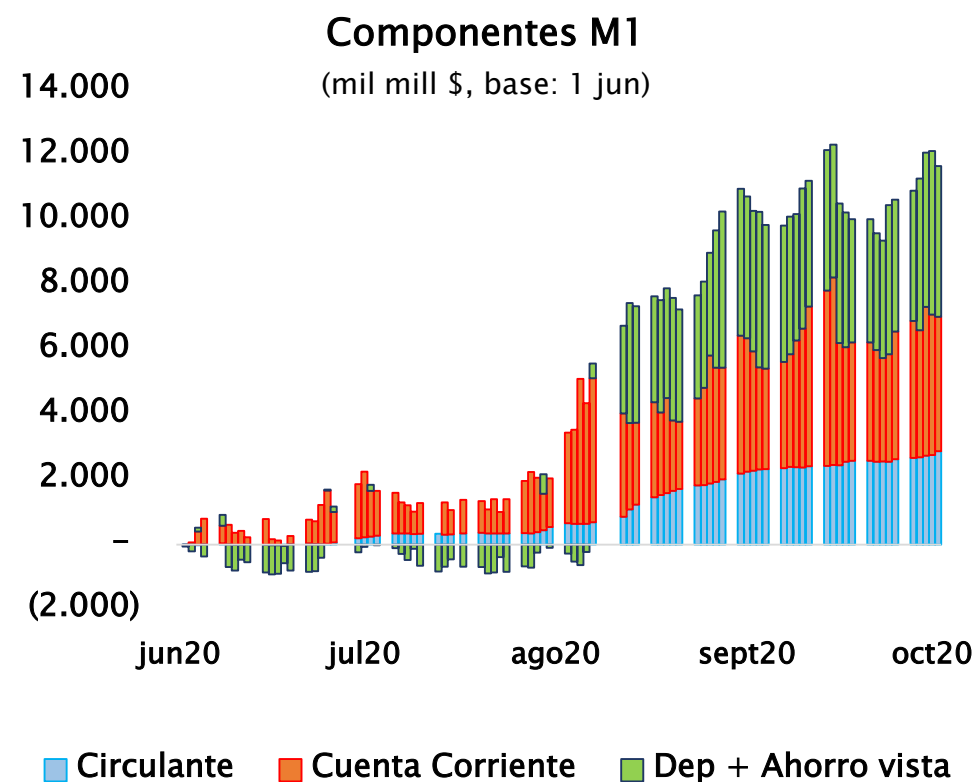
### Tasa de interés de bonos del gobierno a 10 años (diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar estimados)



(1) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a la RPM de junio (16 de junio), aprobación en la Cámara de Diputados de la idea de legislar proyecto que permita el retiro del 10% de fondos de las AFP (8 de julio) y primeros anuncios del Banco Central de Chile (20 de julio). (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de activos de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). (3) Línea segmentada horizontal muestra la media para Chile desde enero del 2016 hasta septiembre del 2019. (4) Regiones en gris, de izquierda a derecha, corresponden a lapsos de mayor volatilidad asociados al estallido social, al surgimiento de la pandemia por Covid-19 y al proceso de discusión sobre el retiro del 10% los ahorros previsionales.

El retiro del 10% de FP tuvo efectos significativos en la liquidez en pesos del sistema y su composición, aumentando el circulante

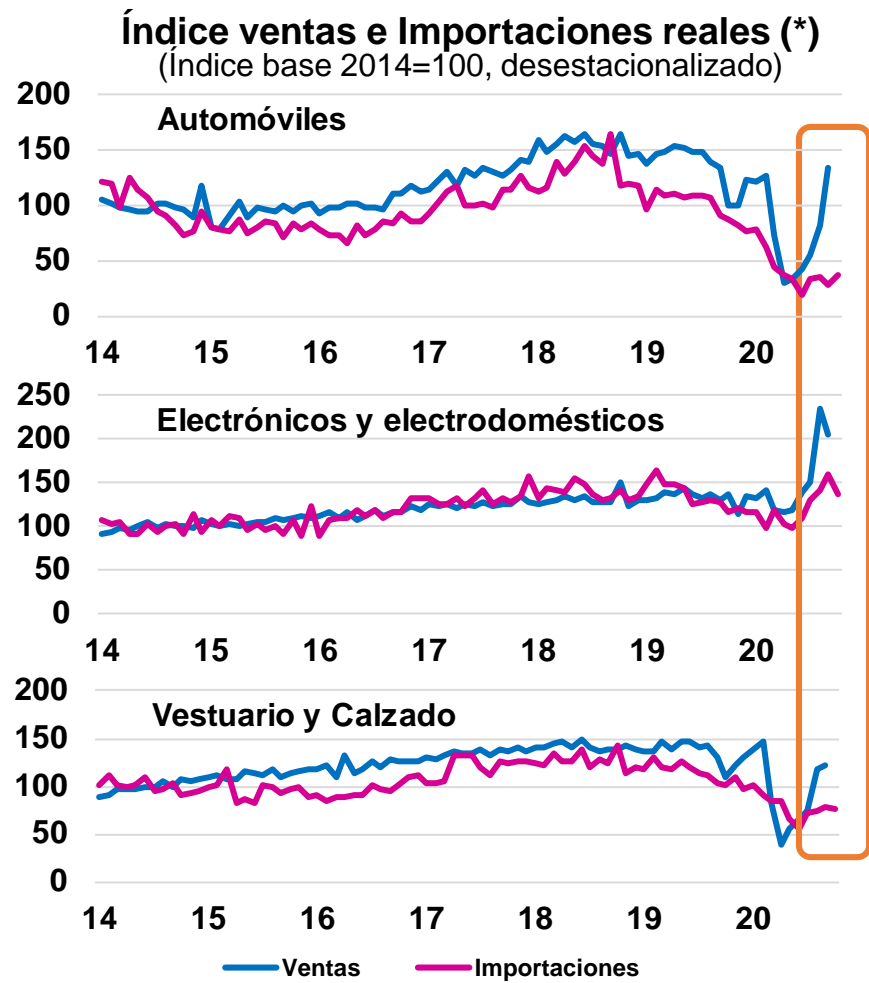
	Nivel 2 oct.	Var. 8 jul. - 31 jul.		Var. 3 ago. - RPM sep.		Var. RPM sep. - 2 oct.	
	(mil mill. \$)	(mil mill. \$)	%	(mil mill. \$)	%	(mil mill. \$)	%
Cuenta Corriente Privados	37,110	633	2	1,321	4	36	0
Dep + Ahorro vista (Cta. Rut)	14,507	377	4	4,651	49	274	2
Circulante	11,392	200	2	1,592	17	631	6
M1	63,009	1,210	2	7,563	14	942	2



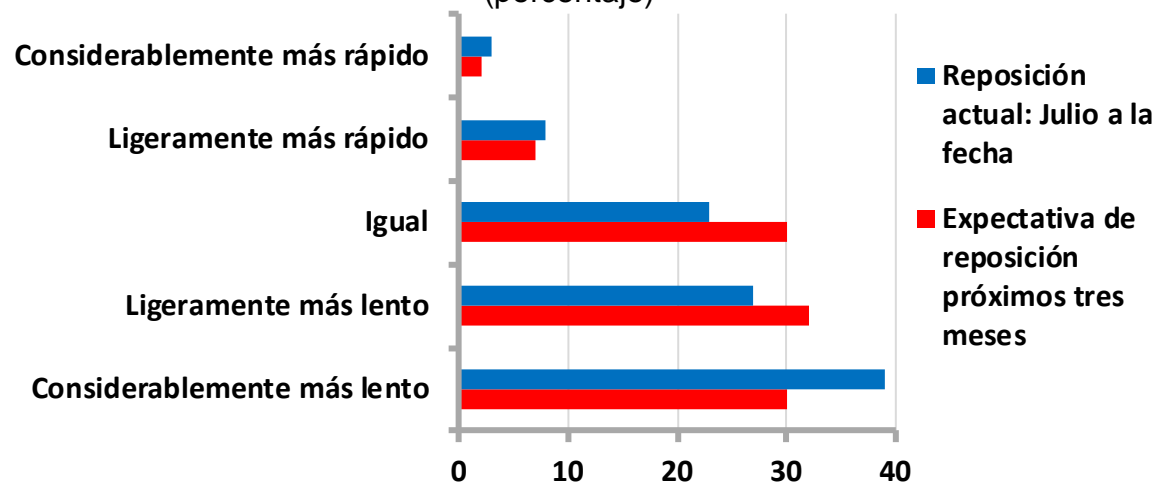
# Similitudes y diferencias de un potencial segundo retiro respecto del primero: dimensiones, composición e impacto macroeconómico

Dimensión	Primer retiro	Segundo retiro
Naturaleza de la medida	Excepcional, por única vez	Repetitiva, límites difusos
Contexto económico en que se aplica	Punto de máxima contracción de actividad y empleo, limitadas transferencias fiscales	Recuperación ganando impulso, continuidad en transferencias fiscales, ampliación a sectores medios
Beneficiarios	Conjunto amplio y diverso de afiliados	Afiliados con saldos mayores a mediados de 2020, probablemente de mayor edad o NSE medio-alto, todos accedieron a retiro anterior
Retiro máximo	21.000 MMUS\$	19.000 MMUS\$
Costo fiscal	USD3.875 millones; además de menores ingresos por USD2.126 millones.	USD2.840 millones; además de menores ingresos por USD1.077 millones.
Relación fondos potenciales-consumo intensivo en empleo	Una proporción relativamente baja fue a solventar consumo habitual que incluye servicios (sectores más intensivos en empleo)	Dado el perfil de beneficiarios y la secuencia de retiros, es esperable que la proporción destinada a inversiones financieras y consumo durable sea mayor.
Inflación	Impacto en precios de bienes de consumo no habitual y durables en pocos meses	Mayor impacto en bienes de consumo durable por quiebre de stocks
Impacto sobre mercados financieros	Muy reducido, por liquidación concentrada en activos externos	Potencialmente mayor, dada expectativa de nuevos retiros y plazo menor de implementación

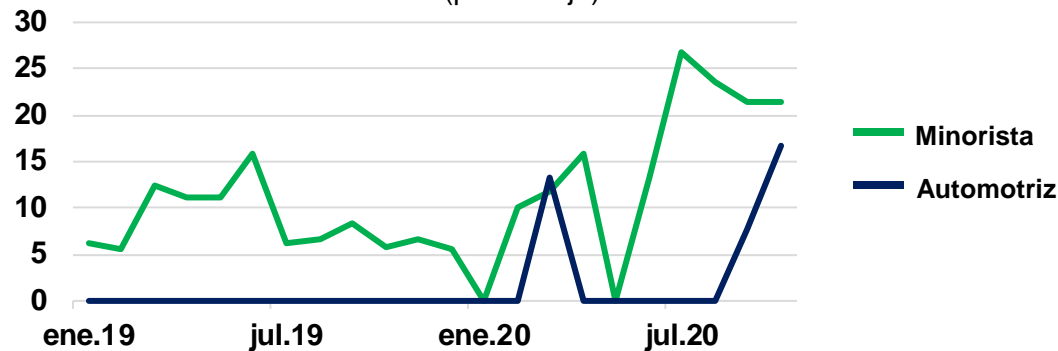
# Indicadores de comercio e importaciones dan cuenta de una rápida desacumulación de inventarios y lenta reposición, lo que tendría efectos en la inflación de corto plazo



### IPN: Reposición de inventarios respecto de un año normal (porcentaje)



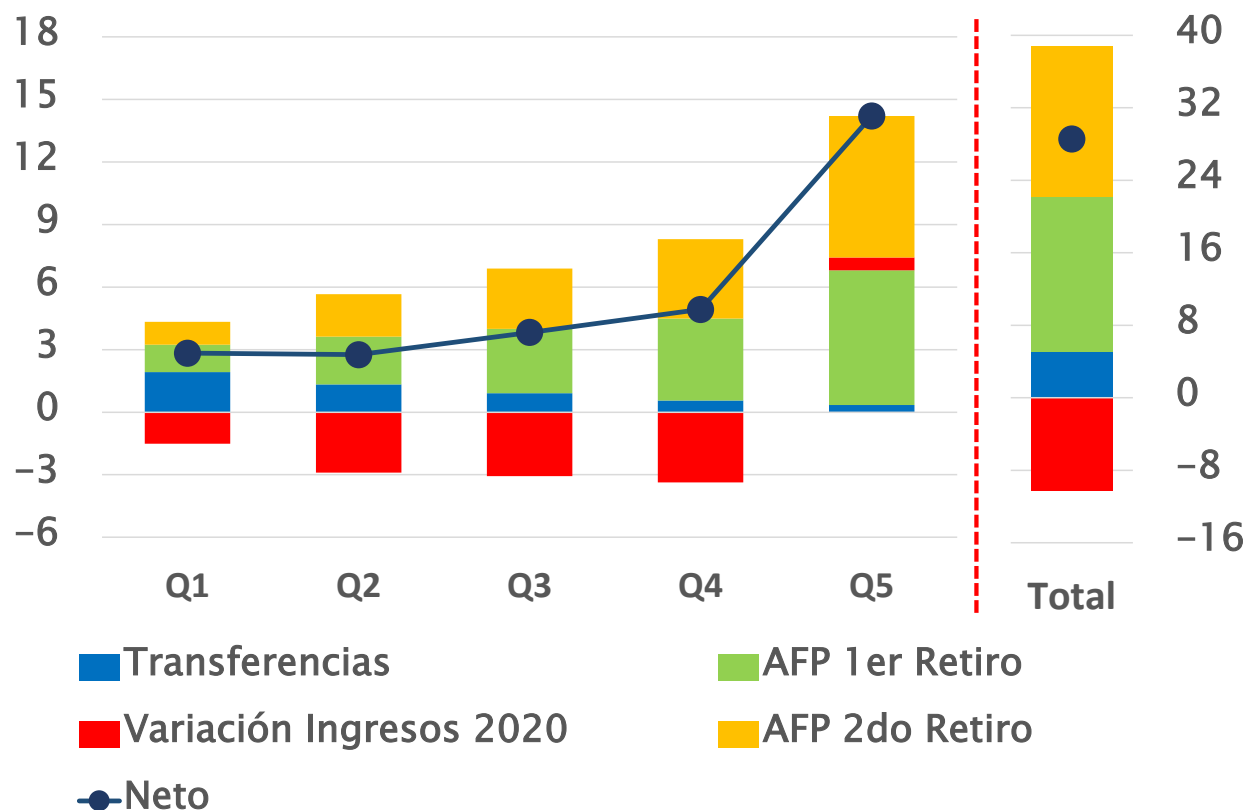
### IMCE Comercio: Fracción firmas que consideran inventarios bajos (porcentaje)



(\*) Importaciones nominales deflactadas por IPC correspondiente.  
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez, INE y Banco Central de Chile.

# Un segundo retiro podría tener un menor impacto en consumo, dado el perfil de quienes tendrían acceso a mayores fondos

**Variación de Ingresos 2020 y Liquidez Adicional por Quintiles(\*)**  
(miles de mill. de \$us)

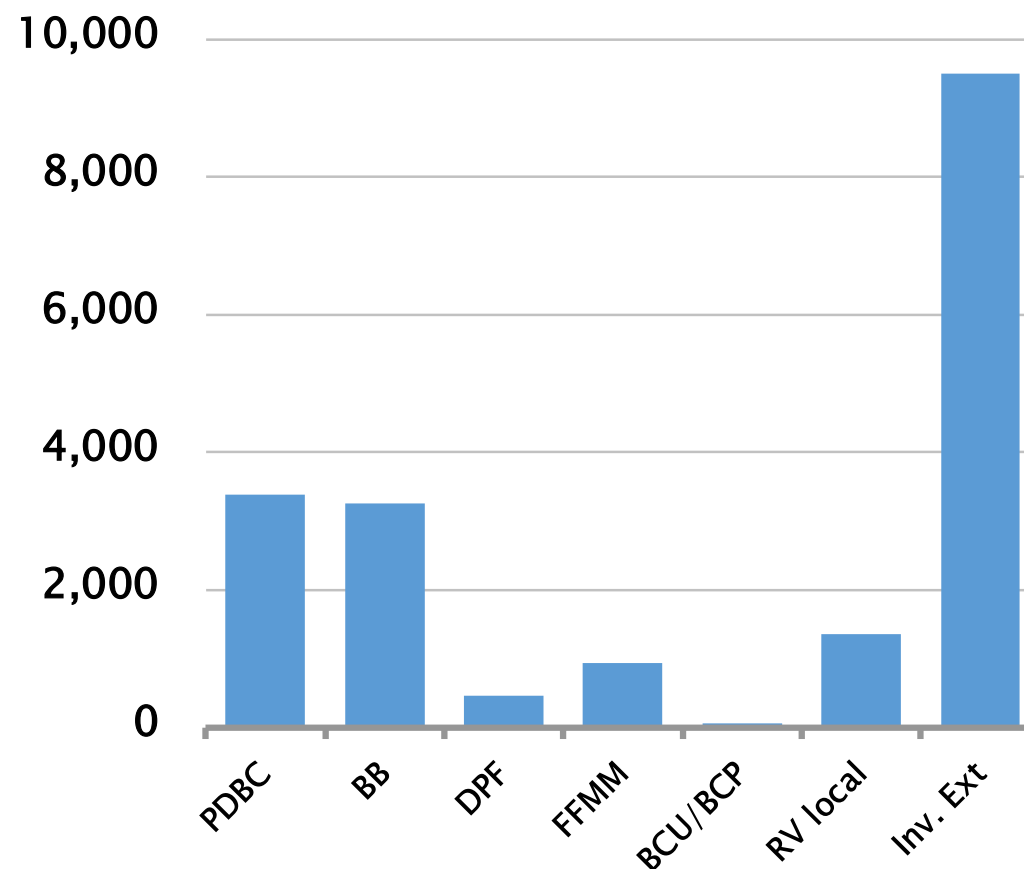


- Un segundo retiro estará más concentrado en afiliados pertenecientes al 20% más rico de la población.
- Dado que este segmento ya hizo un retiro de la misma magnitud y que su propensión al consumo habitual es menor, el impacto sobre el consumo privado, la demanda interna y el PIB sería menor.
- Un segundo retiro tendrá un componente mayor de beneficio tributario por exención de impuesto a la renta para afiliados del quinto quintil, por corresponder a tasas marginales mayores. Esto contrasta con la menor magnitud del retiro del primer quintil, al excluir a afiliados que quedaron con saldo cero.
- De hecho, el beneficio tributario acumulado para el 20% más rico sería largamente superior a todo el segundo retiro del 20% más pobre.

(\*) Variación de ingresos en 2020 y distribución de liquidez por quintiles en pesos corresponden a estimaciones del Banco Central. Conversión a dólares usando tipo de cambio de 800 pesos por dólar. Fuentes: Banco Central de Chile, Superintendencia de Pensiones, Ministerio de Hacienda, Ministerio de Desarrollo Social y Familia, y Universidad de Chile.

Un segundo retiro de 10% de FP presionaría en el corto plazo el mercado monetario y el de bonos bancarios, y relevantes liquidaciones de activos externos. Efecto sobre precios dependería de demanda, expectativas de nuevos retiros y margen de acción de reguladores

**Liquidación portafolio FP (3)**  
(millones de dólares)



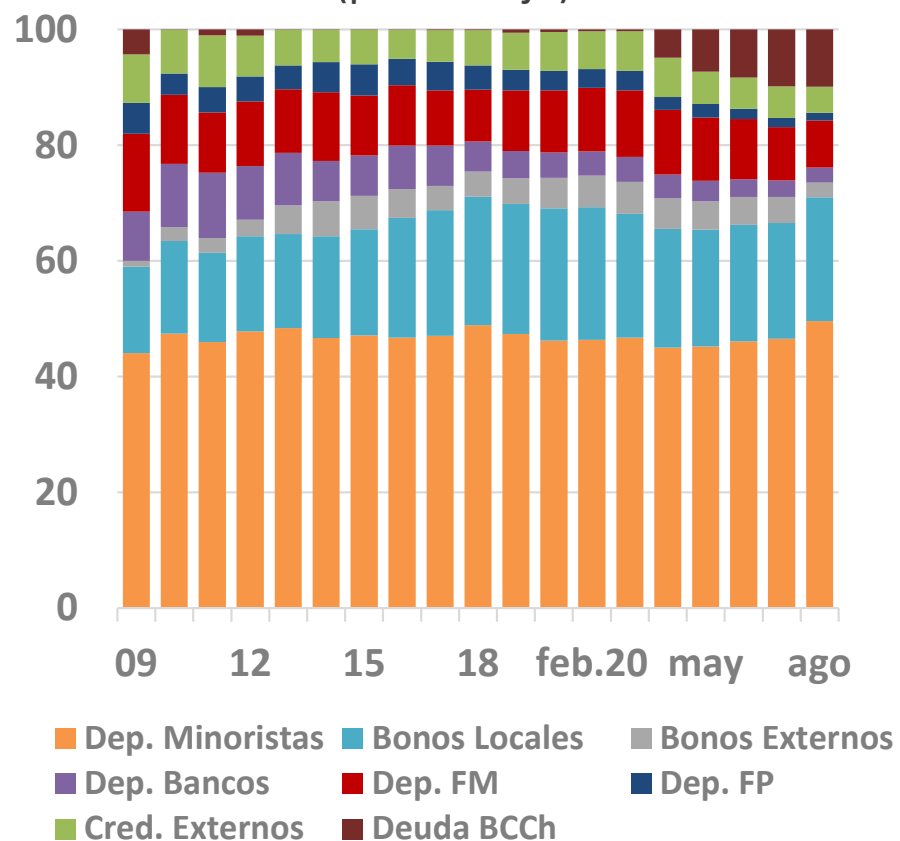
Fuente: Superintendencia de Pensiones



Luego de los programas implementados por el BCCh para estimular el crédito y estabilizar mercados, ha cambiado la composición de los pasivos de la banca y activos del BCCh

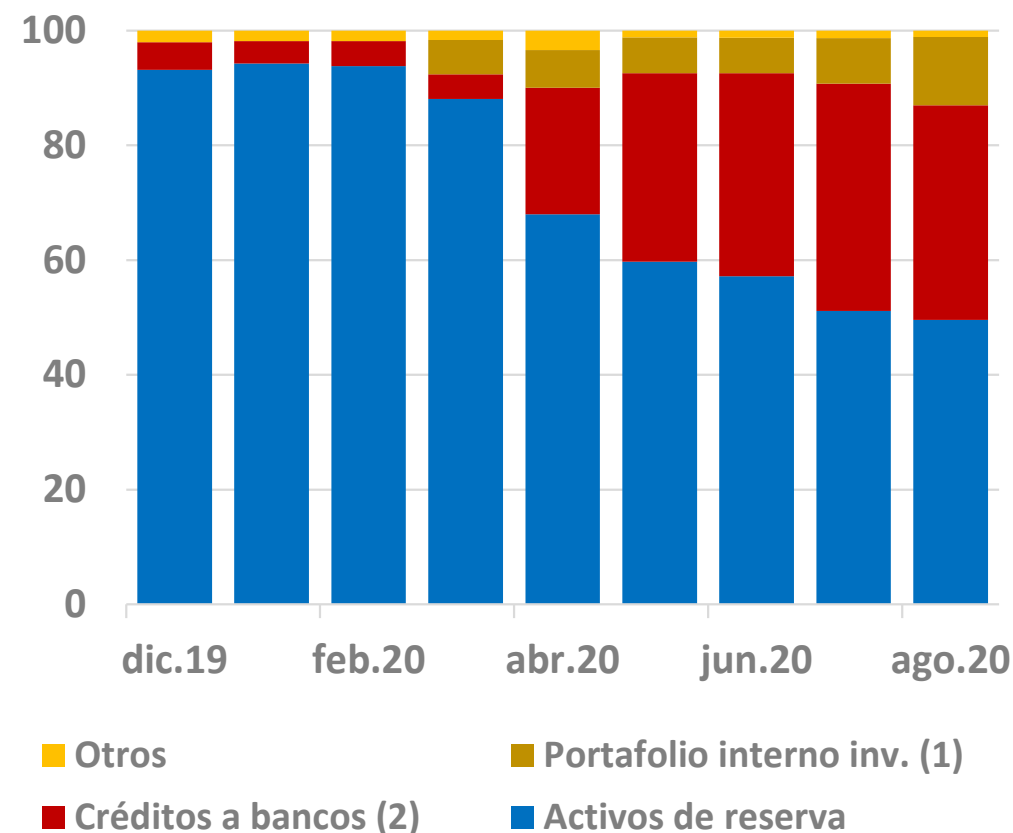
### Composición de pasivos de la banca

(porcentaje)



### Composición de los Activos del BCCh

(porcentaje)

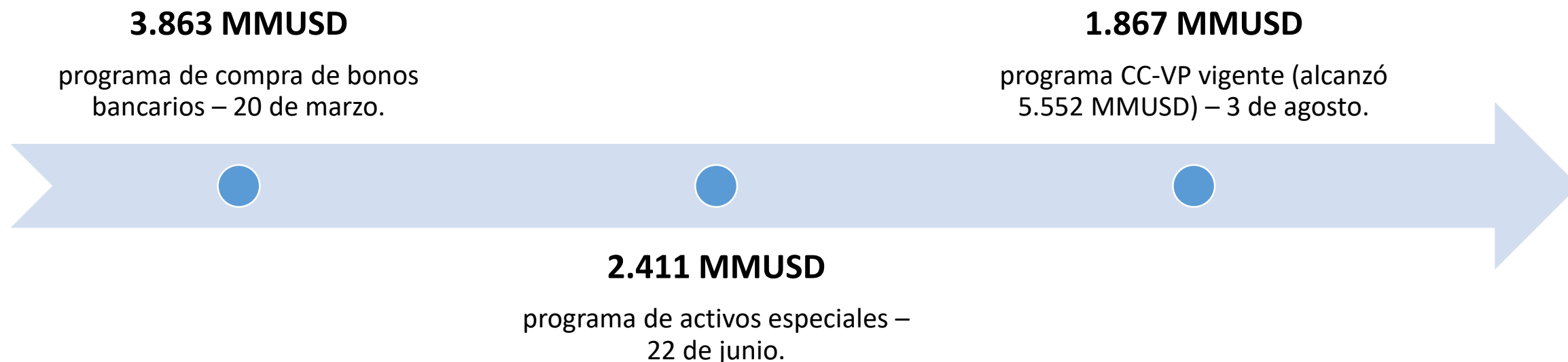


Fuente: Elaboración propia en base a información de la CMF

(1): Incluye bonos bancarios, DAP y CC-VP

(2): Incluye FCIC, Repos y FPL.

# El BCCh actualmente ya mantiene 8.141 MMUSD en bonos bancarios, lo cual reduce su margen de acción



- Este monto agregado de 8.141 MMUSD asciende a casi el 14% de la emisión total de bonos bancarios en Chile.
- Entre diciembre de 2019 y agosto de 2020 el balance del BCCh creció un 83%.

# Facultades y limitaciones del BCCh para mitigar los potenciales impactos financieros de un segundo retiro

- Las facultades del BCCh para adquirir activos están limitadas en función del emisor (instituciones financieras públicas y privadas, y Fisco), el mercado (secundario) y del tipo de intervención (transitoria).
- Estas facultades se ejercen dentro del mandato del BCCh de contribuir a la estabilidad financiera (continuidad de pagos internos y externos), donde el condicionamiento es mayor para la compra de instrumentos de Tesorería. Transitoriedad se refiere tanto de eventos que pueden gatillarla, como extensión de las intervenciones.
- Esto implica limitaciones para actuar frente a cambios más permanentes o estructurales en el mercado. En otras palabras, para comprar activos a las AFP, tiene que tener a quien venderle después.
- En escenarios de cambios más permanentes, los efectos patrimoniales derivado de los precios a que se efectúan las transacciones pueden ser mayores.
- Mientras mayor sea la expectativa de nuevos retiros y menor la proporción de activos elegibles para ser adquiridos por el BCCh más limitado será su ámbito de acción.

# De persistir la iniciativa de un segundo retiro, se debería considerar elementos mitigadores para enfrentar riesgos de efectos negativos en el corto plazo

Factor de riesgo	Efectos	Mitigador
<b>Plazo para entrega de fondos (proyecto actual considera solamente un pago, en 30 días vs. proyecto anterior con dos pagos y 40 días).</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presión de liquidez sobre los fondos.</li> <li>• Riesgos de cumplimiento de expectativas de pagos por problemas operacionales.</li> <li>• Escasez de efectivo</li> </ul>	Prolongar el plazo de entrega y permitir entrega parcelada, al menos para pagos de montos mayores
<b>Cambios de multifondos durante implementación de la medida</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liquidación de activos simultánea a ajustes de portfolio introducen mayor volatilidad e incertidumbre para afiliados que retiran fondos.</li> <li>• Efectos se amplifican con nuevas sugerencias de cambios.</li> </ul>	Restringir cambios de fondo durante todo el período de retiro de fondos
<b>Expectativas de mercados/riesgo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La iniciativa rompe la lógica de “única vez”, lo que afecta credibilidad institucional y puede subir prima por riesgo.</li> <li>• AFP posiblemente tomarán posiciones más líquidas (y menos rentables) para enfrentar futuros retiros.</li> <li>• Espacio menor de acción para BCCCh ante cambios más permanentes en mercado de capitales doméstico</li> </ul>	Establecer diferencias respecto del primer retiro, particularmente para grupos de mayores ingresos Acuerdos complementarios a reforma

# Comentarios finales

- El primer retiro de ahorros previsionales movilizó un gran volumen de recursos. Su implementación exitosa se 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.
- Ayudó también a esto el que la ley definiera la medida como excepcional y única, acotando las expectativas de ajustes mayores, así como que hubiera una concentración importante de afiliados en los fondos más líquidos.
- Este retiro está teniendo un impacto relevante sobre el consumo, la demanda y la actividad en 2020. El BCCh estima este último en 1,2% del PIB, con un saldo menor adicional en 2021. Esto permitió compensar el efecto sobre la actividad de la extensión de las cuarentenas respecto de lo previsto en proyecciones previas.
- Aún así, la eficiencia de la medida en términos de impacto sobre el PIB es limitada, dado que para obtener el referido 1,2% adicional de crecimiento fue necesario reducir los ahorros previsionales en 6,5%. Por su parte, la reducción en ahorros previsionales pueden incidir sobre la inversión y la dependencia de financiamiento externo de la economía, o ambos.

# Comentarios finales

- Los efectos económicos de un segundo retiro no pueden suponerse iguales a los del primero. Hay numerosas diferencias que comienzan por cambios en la definición de la medida (excepcional y única), los beneficiarios, el escenario económico, la composición de los fondos y los desafíos de la liquidación de activos.
- En términos de actividad, el impacto sería menor y más acotado temporalmente, al concentrar más sus beneficios en afiliados de mayores saldos y mayores ingresos. Parte de este menor impacto real puede deberse al efecto de nuevos aumentos de consumo durable en mercados que no han repuesto stocks.
- En cuanto a la implementación de la medida, ésta enfrentará mayores desafíos ante menores plazos, cambios en los activos a liquidar, cambios en la composición de los fondos, diferentes expectativas de mercado y mayores limitaciones a la efectividad de las intervenciones de autoridades y reguladores.
- En el marco del actual proyecto pueden introducirse ajustes que faciliten su implementación, en beneficio de los propios afiliados y de la economía en general.

# Proyectos de reforma constitucional referidos a permitir un nuevo retiro de fondos de pensiones



Banco Central de Chile

18 de noviembre de 2020