

Impactos económicos y financieros de retiros de ahorros previsionales

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile

Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento de la H. Cámara de Diputados

9 de mayo de 2023

Los retiros han tenido efectos negativos en el bienestar de las personas y la economía, los que fueron indicados por el Banco Central en diversas instancias (*).

- En ocasiones previas, el Banco ha sido invitado a exponer sobre los efectos macroeconómicos de los distintos proyectos de retiros de ahorros previsionales, entre los que destacan:
 - La fuerte y persistente alza de la inflación.
 - El aumento en el costo de financiamiento de todo tipo de crédito, especialmente relevante los destinados a la compra de viviendas (producto del debilitamiento del mercado de capitales).
 - El efecto negativo en el ahorro de los hogares, que perdieron lo acumulado en los últimos 10 años.
- Los impactos negativos se amplificaron por tratarse de medidas reiteradas, lo que incrementó las expectativas de que era posible el retiro del total de los fondos. Esto tuvo efectos relevantes en las tasas de interés y el tipo de cambio, especialmente a partir del tercer retiro.
- Además, la reiteración de la medida hizo que las personas de ingresos medios y bajos tuvieran cada vez menos ahorros para retirar, a diferencia de los hogares de ingresos altos.

(*) El Banco Central centra su análisis en los impactos económicos y financieros de dichas medidas, no en sus efectos sobre las pensiones. No se pronuncia respecto de los alcances jurídicos o constitucionales de las iniciativas en discusión.

Riqueza hogares

Los efectos de los retiros de ahorros previsionales se han transmitido a la economía nacional a través de distintos canales que han tenido efectos sobre la población.

- **Canal macro #1:** el **aumento del gasto interno sobre su nivel sostenible** presiona la inflación. Esta aún se ubica en un nivel que representa más de 3 veces la meta. Un nuevo retiro dificultaría su reducción.
- **Canal fiscal #2:** las **menores pensiones resultantes** requerirían una compensación mediante gasto público, cuyo financiamiento impactará las condiciones financieras (deuda) y el ahorro/inversión (impuestos).
- **Canal financiero #3:** la **liquidación de activos** de los fondos de pensiones afectan adversamente sus precios, elevando las tasas de interés en mercados de renta fija y reduciendo el valor de los fondos ahorrados.
- **Canal expectativas #4:** la **incertidumbre** acerca de la cantidad y alcance de nuevos retiros y sus efectos aumenta la aversión al riesgo sobre la economía y la búsqueda de refugio en dólares, depreciando el peso.
- **Canal ahorro #5:** el **impacto negativo sobre ahorro nacional**, profundidad del mercado de capitales y necesidades de financiamiento externo.
- **Retroalimentación:** la inflación, el deterioro de las condiciones financieras y la incertidumbre afectan a las decisiones de ahorro e inversión, con efectos negativos en el mercado laboral y los ingresos de los hogares.

Los efectos económicos y financieros adversos son crecientes con cada nuevo retiro, y más complejos en contextos de incertidumbre local y/o externa.

Un nuevo retiro, independiente de sus características, volverá a incrementar la incertidumbre asociada a eventuales sucesivos retiros de ahorros previsionales hasta agotar los fondos.

| | 1° Retiro | 2° Retiro | 3° Retiro | Nuevas mociones |
|---------------------------|---|---|--|--|
| Elegibilidad | Universal (afiliados activos y pensionados Retiro Programado). | Universal (activos y pensionados Retiro Programado). | Universal (activos y pensionados Retiro Programado), pensionados de rentas vitalicias. | Universal (activos y pensionados Retiro Programado). Algunas mociones incluyen pensionados de rentas vitalicias. |
| Montos autorizados | 10% con máximo de 150 UF y mínimo de 35 UF (o saldo inferior disponible). | 10% con máximo de 150 UF y mínimo de 35 UF (o saldo inferior disponible). | 10% con máximo de 150 UF y mínimo de 35 UF (o saldo inferior disponible). | <ul style="list-style-type: none"> • 10% máximo de 150 UF y mínimo de 35 UF (o saldo inferior disponible). • \$1.000.000, por una sola vez • Algunas mociones incluyen retiro de 100%, otras incluyen cuentas voluntarias. |
| Descuentos | No. Salvo deudas alimentarias. | No. Salvo deudas alimentarias. | No. Salvo deudas alimentarias. | <ul style="list-style-type: none"> • No. Salvo deudas alimentarias. |
| Plazo Pago | Hasta en 2 cuotas, pagaderas en 10 y 30 días hábiles. | Hasta en 2 cuotas, pagaderas en 10 y 20 días hábiles. | En una sola cuota, pagadera en 15 días hábiles. | <ul style="list-style-type: none"> • En una sola cuota, pagadera en 15 días. • Algunas mociones plantean plazos aún más breves y otras hasta en 35 días. |

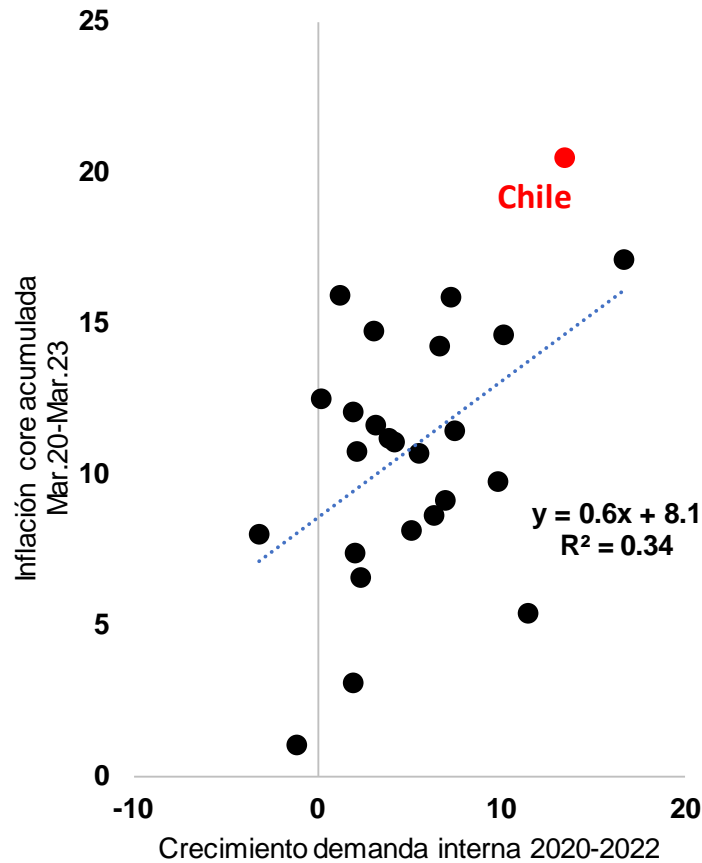
Contenido

1. Evidencia sobre impactos económicos y financieros de retiros de ahorros previsionales.
2. Proyección de efectos inflacionarios de un nuevo retiro.
3. Conclusiones.

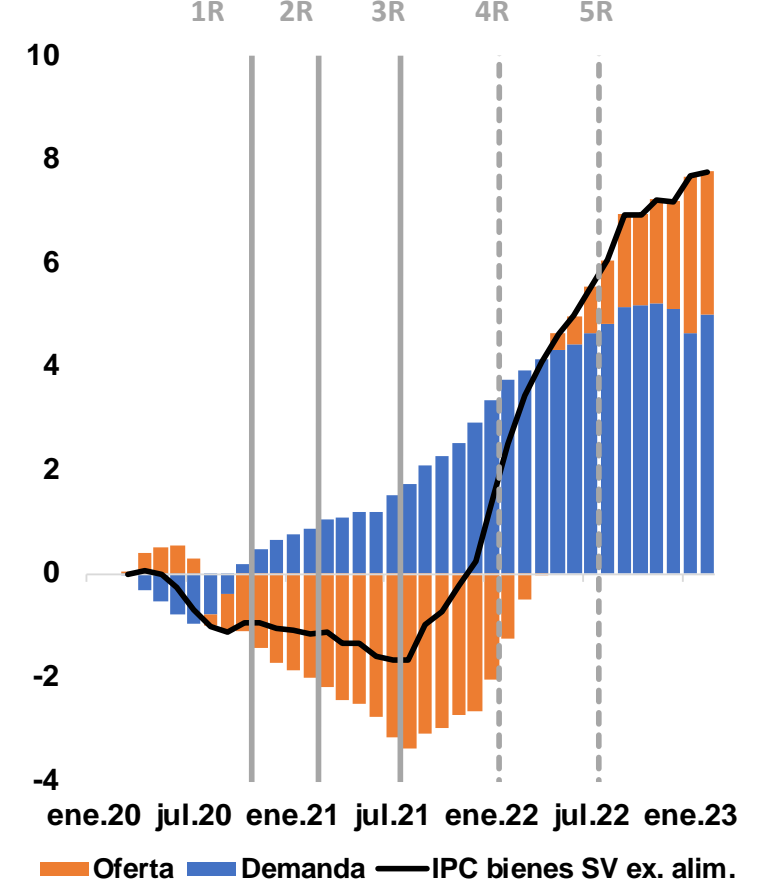
A partir de 2020, los retiros de ahorros previsionales fueron determinantes tras el excesivo aumento del gasto interno y el alza de la inflación, efectos que persisten hasta hoy.

- Los tres retiros inyectaron una liquidez a los hogares equivalente a 18% del PIB (unos 50.000 millones de US\$).
- En otros países también hubo medidas de apoyo. Sin embargo, en Chile fueron significativamente mayores.
- El exceso de gasto impactó con fuerza la inflación y su persistencia. Se suma el impacto de mecanismos tradicionales de indexación y otros efectos de segunda vuelta.

Inflación y demanda (1) (porcentaje)



IPC bienes subyacentes ex. alim. (2) (variación acumulada desde ene.20, p.p.)



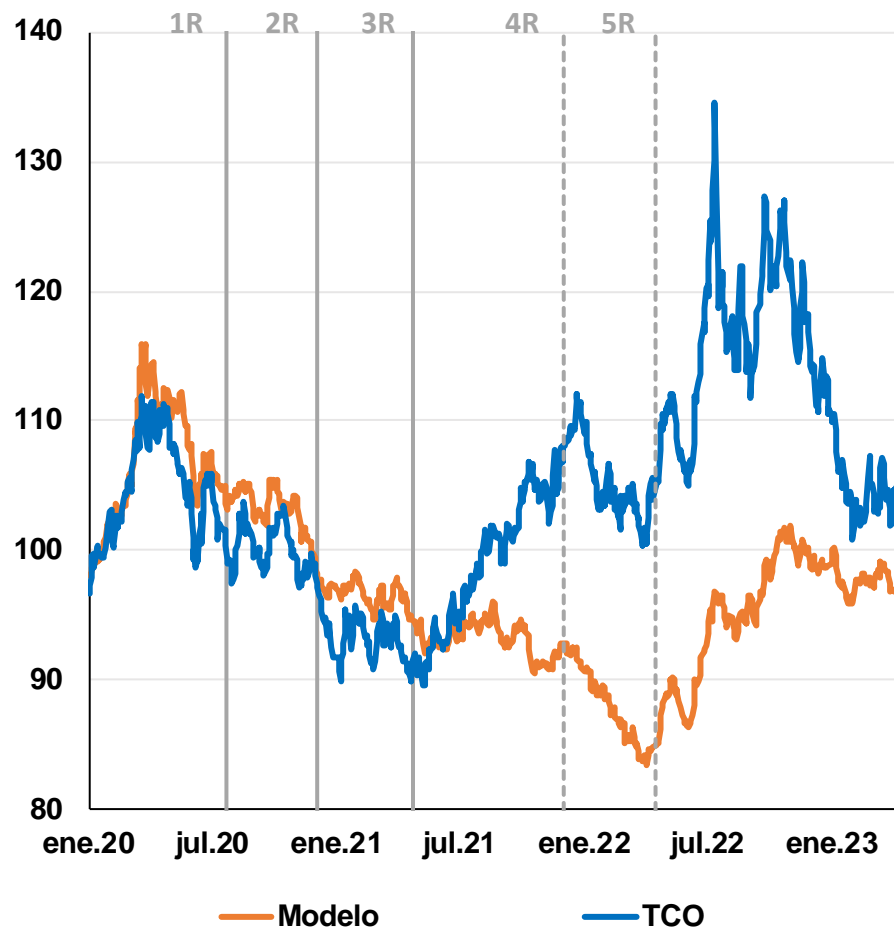
(1) Datos de países miembros de la OCDE. Inflación “core” excluye alimentos y energía. (2) Líneas verticales continuas de izquierda a derecha corresponden a inicio de pago de retiros AFP: 1R (07/08/2020), 2R (15/12/2020) y 3R (04/05/2021). Líneas punteadas corresponden a rechazos de retiros AFP: 4R (03/12/2021) y 5R (18/04/2022). Descomposiciones históricas de un modelo VAR con restricciones de signo para los 177 productos disponibles de la factura electrónica.

Fuentes: [Carlomagno et al. \(2022\)](#), Banco Central de Chile y OCDE.

En materia de incertidumbre, destaca el impacto del tercer retiro: al percibirse como una medida no excepcional, el peso se depreció fuertemente y aumentaron significativamente las tasas de interés de largo plazo.

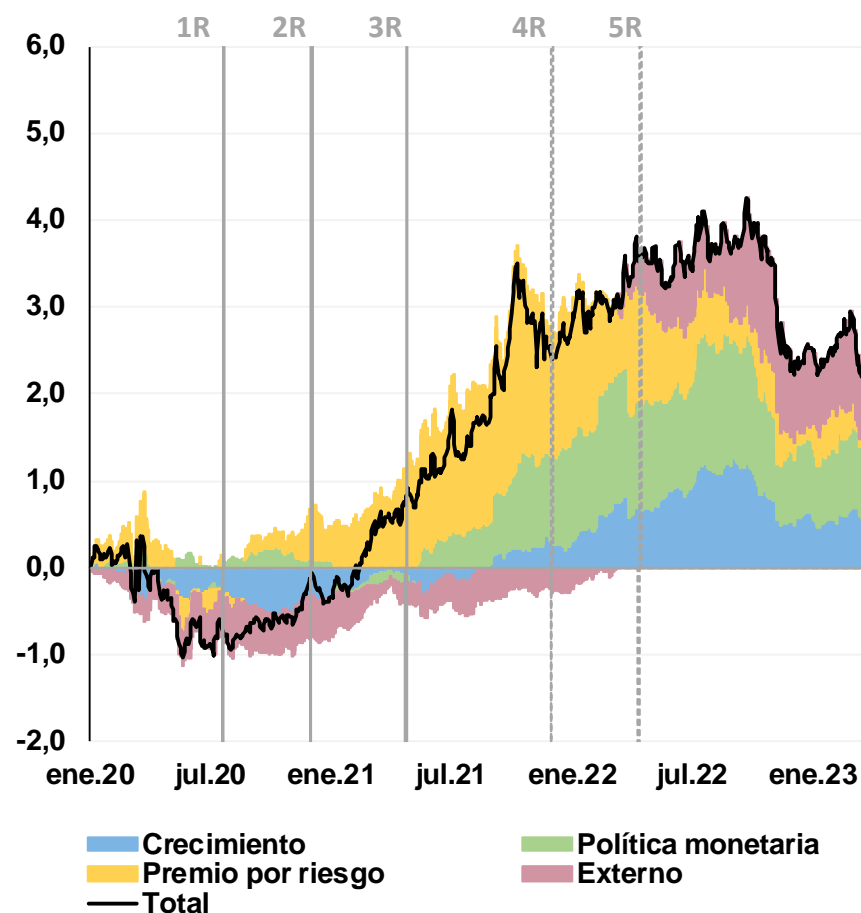
Tipo de cambio nominal (1)

(índice ene.20 = 100)



Descomposición tasa de interés a 10 años (1) (2)

(variación desde 01.ene.2020, puntos porcentuales)



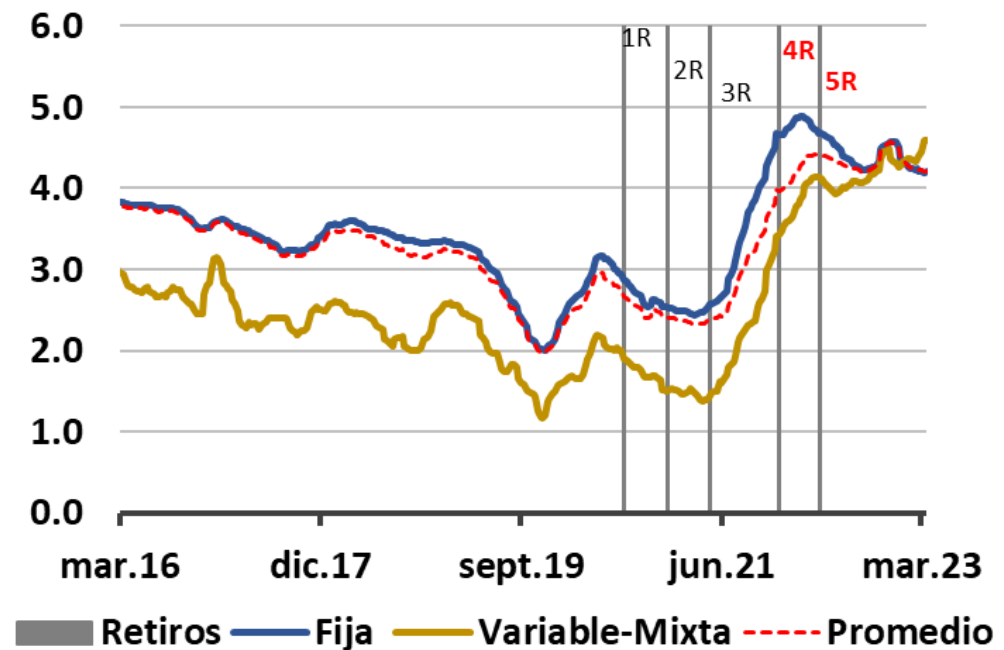
(1) Líneas verticales continuas de izquierda a derecha corresponden a aprobación de retiros AFP: 1R (23/07/2020), 2R (03/12/20) y 3R (27/04/2021). Líneas punteadas corresponden a rechazos de retiros AFP: 4R (03/12/2021) y 5R (18/04/2022). (2) Tasa Swap Promedio Cámara cero cupón. Estimación en base a descomposición histórica de la tasa de largo plazo a partir de un VAR bayesiano acorde a la estrategia de identificación de [Eterovic y Eterovic \(2022\)](#). Fuentes: RiskAmerica y Banco Central de Chile.

Tras los retiros se hizo más difícil acceder a financiamiento para la vivienda.

- Las condiciones crediticias se volvieron más restrictivas.
- Aumentaron las tasas de interés y se acortaron los plazos de los créditos hipotecarios.
- Junto con esto, se redujo la oferta de créditos a tasa fija, y se exigió mayor ingreso mínimo y pie para acceder a este tipo de financiamiento.
- La no concreción de nuevos retiros contribuyó a acotar estas mayores restricciones.
- No obstante, las tasas continúan elevadas producto de los movimientos de tasas internacionales. Sin la reducción de la incertidumbre local, las tasas hoy podrían ser significativamente mayores.

Tasa de interés de colocaciones de vivienda

(porcentaje)

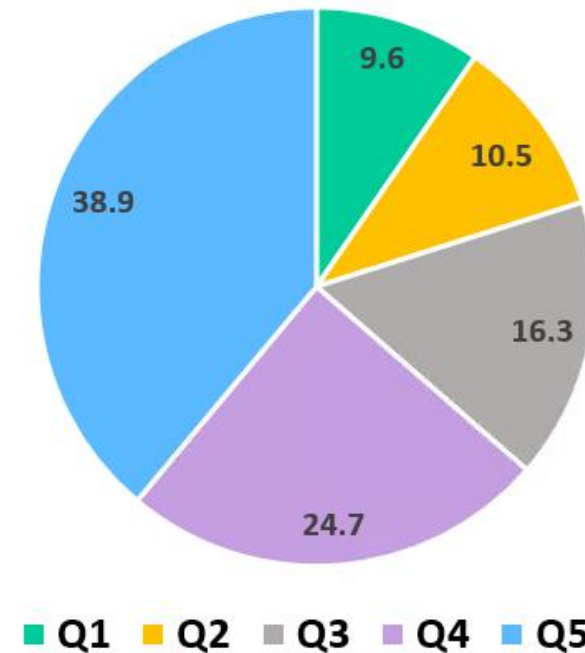


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Tras los retiros, los ahorros previsionales disminuyeron hasta 56% del PIB, comparable al tamaño de 12 años atrás.

- Los costos de los retiros han sido para todos los afiliados, independiente de si los realizaron o no.
- Como resultado de los tres primeros, los ahorros de las personas de menores ingresos se han reducido en forma importante.
- Quienes podrían acceder mayoritariamente a nuevos recursos son quienes tienen mayores ingresos.
- Ante un eventual nuevo retiro de 10%, el grupo de mayores ingresos podría girar más que los tres primeros quintiles combinados.
- Esto llama a focalizar en nuevas medidas de ayuda.

Potencial distribución de montos que podrían ser girados en nuevo retiro de 10% (*)
(porcentaje del monto total retirado)



(*) Sólo considera retiros de afiliados cotizantes a diciembre del 2022. Q1 hasta \$262.000 pesos, Q2 entre 262.001 y 556.000, Q3 entre 556.001 y 950.000, Q4 entre 950.001 y 1.680.000 y Q5 sobre 1.680.001.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

Contenido

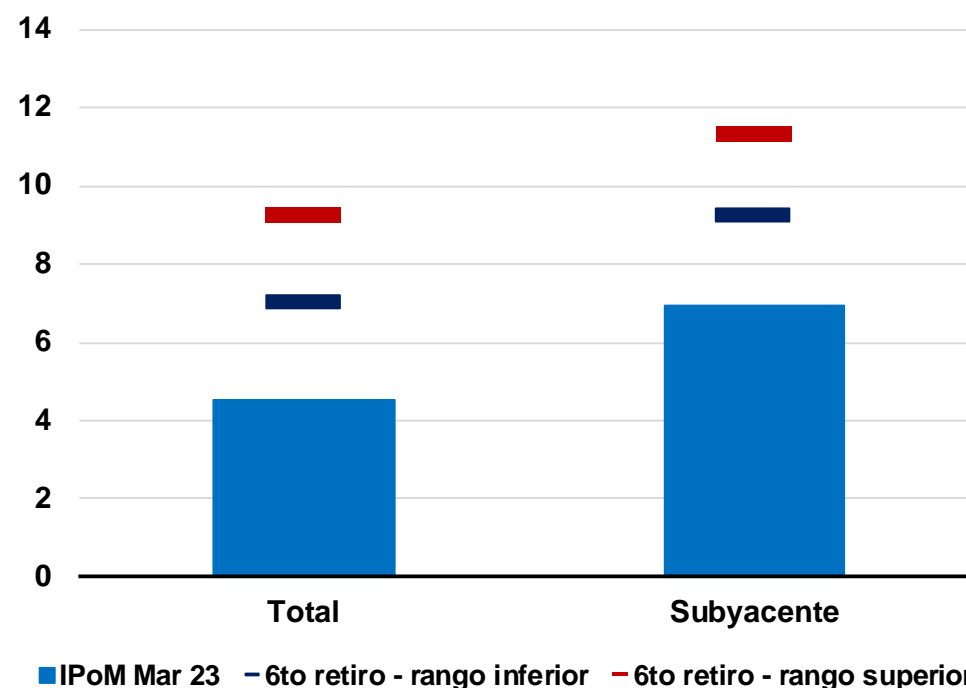
1. Evidencia sobre impactos económicos y financieros de retiros de ahorros previsionales.
2. Proyección de efectos inflacionarios de un nuevo retiro.
3. Conclusiones.

Un nuevo retiro agregaría un nuevo impacto inflacionario. En vez de seguir reduciéndose, la inflación se mantendría en los niveles actuales hasta fin de año.

Si bien existirían importantes no linealidades, evaluamos el siguiente escenario ante **un nuevo retiro de 10%***:

- **El tipo de cambio aumenta entre 10% y 20% respecto del escenario central del último IPoM.**
 - Rango superior de depreciación equivale en magnitud a la observada en retiros previos (entre 3R y 4R).
 - Esta depreciación del peso, al ser idiosincrática, conlleva un mayor coeficiente de traspaso cambiario.
- **Los hogares consumirán entre el 50% y el 75% del monto de retiro potencial, lo que eleva el consumo especialmente en el segundo semestre.**
 - Dado que la proyección de inflación del IPoM se ubica sobre la meta en todo el horizonte, los efectos adicionales serían persistentes debido al mayor gasto, la depreciación y las presiones inflacionarias de segunda vuelta.
- **La trayectoria de TPM sería mayor para contener los incrementos de la demanda y la inflación.**

Inflación a diciembre 2023 y rangos de potencial impacto de nuevo retiro (*)
(variación porcentual anual)



(*) Resultados en base a modelo dinámico estocástico de equilibrio general XMAS (ver detalles en [Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile, 2020](#)). Rango inferior, se define como +10%ΔTC y ΔC equivalente a mitad de 6to retiro potencial. Rango superior, se define como +20%ΔTC y ΔC equivalente a 3/4 de 6to retiro potencial (US\$19 mil millones). Fuente: Banco Central de Chile.

Contenido

1. Evidencia sobre impactos económicos y financieros de retiros previsionales
2. Proyección de efectos inflacionarios de nuevo retiro
3. Conclusiones

1. Los retiros fueron medidas de apoyo no focalizadas. Sus efectos fueron significativos, provocando un excesivo aumento del gasto, una alta y persistente inflación, y el aumento del costo de financiamiento de largo plazo.
2. Los retiros no deben evaluarse como medidas aisladas: sus efectos macroeconómicos son acumulativos y su reiteración afecta la percepción de que podrían continuar hasta acabar con el 100% de los fondos acumulados. Esto es particularmente relevante para la evolución del tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo.
3. El impacto de los retiros se ha vuelto cada vez más regresivo: eleva la inflación y el costo de financiamiento para todos, favoreciendo a un grupo cada vez más reducido de personas de mayores ingresos. Debiesen evaluarse otro tipo de políticas centradas en quienes se desea apoyar y que signifiquen menores costos.
4. El rechazo de los últimos retiros ha contribuido a reducir sustancialmente el riesgo asociado a Chile.
5. Abrir la puerta a nuevos retiros conduciría nuevamente a un escenario de mayor incertidumbre local.
6. Más aún, en la coyuntura actual, en condiciones de incertidumbre externa, los esfuerzos debieran estar puestos en fortalecer los equilibrios internos, recomponer las holguras utilizadas, y no en medidas que continúen reduciéndolas.

Impactos económicos y financieros de retiros de ahorros previsionales

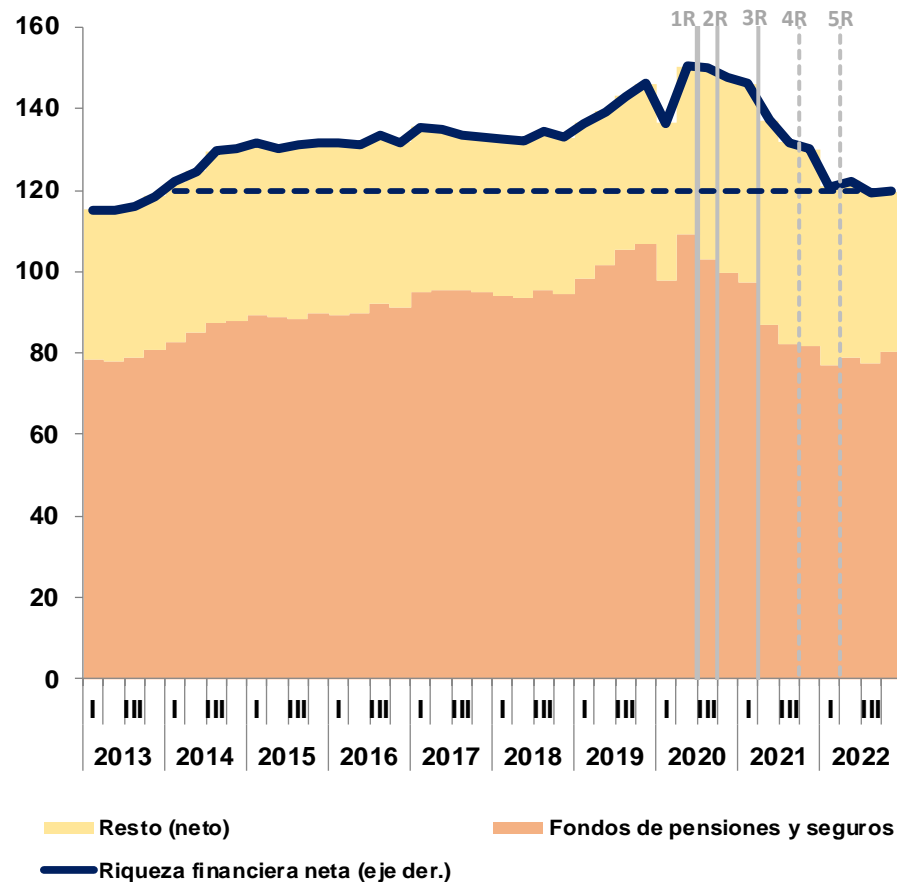
Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile

Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento de la H. Cámara de Diputados

9 de mayo de 2023

La destrucción de ahorro de los hogares hizo retroceder su riqueza 10 años. Por esta razón, es importante reconstruir colchones y focalizar ayudas tras la pandemia.

Riqueza financiera neta de los hogares (*) (porcentaje del PIB)



(*) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a inicio de pago de retiros AFP: 1R (07/08/2020), 2R (15/12/2020) y 3R (04/05/2021). Líneas punteadas corresponden a rechazos de retiros AFP: 4R (03/12/2021) y 5R (18/04/2022).

Fuente: Banco Central de Chile.

Mensajes de organismos internacionales:

BIS – Reporte anual 2022 ([jun.22](#)):

*“There is an **imperative to rebuild monetary and fiscal buffers** through a durable normalization of policy settings.”*

*“The pandemic and the war in Ukraine have **highlighted the imperative to hold buffers** so that macroeconomic policy can deal not only with inevitable, cyclical recessions, but also truly unanticipated events.”*

OCDE – Perspectivas económicas ([mar.23](#)):

*“Support (...) **needs to become more focused on those most in need**. Better targeting and a timely reduction in overall support would help to ensure fiscal sustainability (...), and **limit additional demand stimulus at a time of high inflation.**”*

FMI – Monitor fiscal ([abr.23](#)):

*“**Inflation often leads to a rise in poverty** from loss of purchasing power, and, as with any adversity, poor families tend to suffer disproportionately more because they consume more as share of their income and **they lack buffers in the form of accumulated savings.**”*

*“In effect, the discussion in this chapter is geared toward policies that can help reduce overall inflationary pressures while **providing temporary support (preferably targeted cash transfers) to the most vulnerable.**”*