



Reforma de Pensiones

Dimensiones macroeconómicas y financieras

Rosanna Costa, Presidenta
Banco Central de Chile

10 de enero de 2023

Agenda

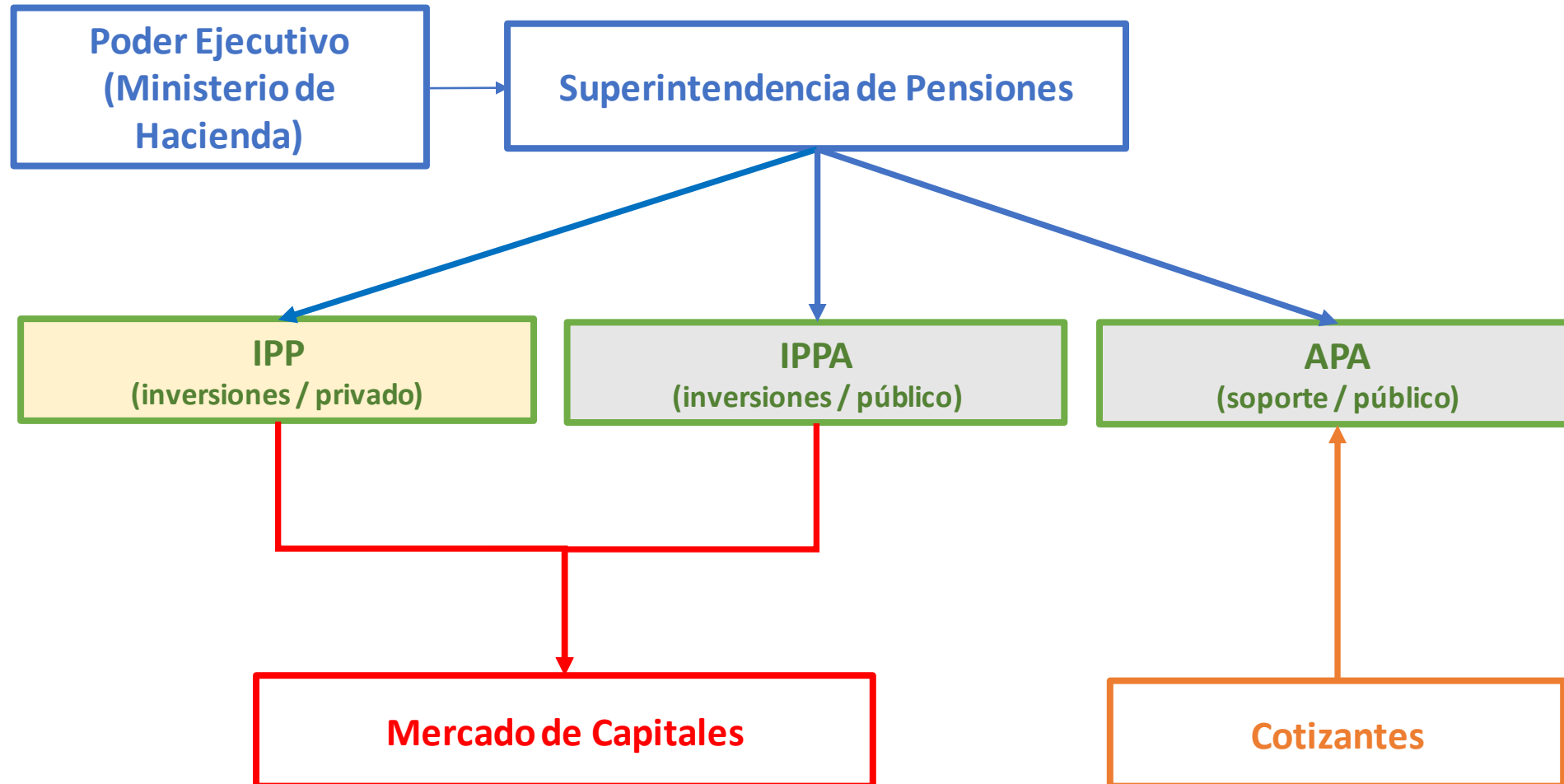
1. Antecedentes
2. Consideraciones macroeconómicas
3. Implicancias para el mercado de capitales y la estabilidad financiera
4. Reflexiones finales

1. Antecedentes

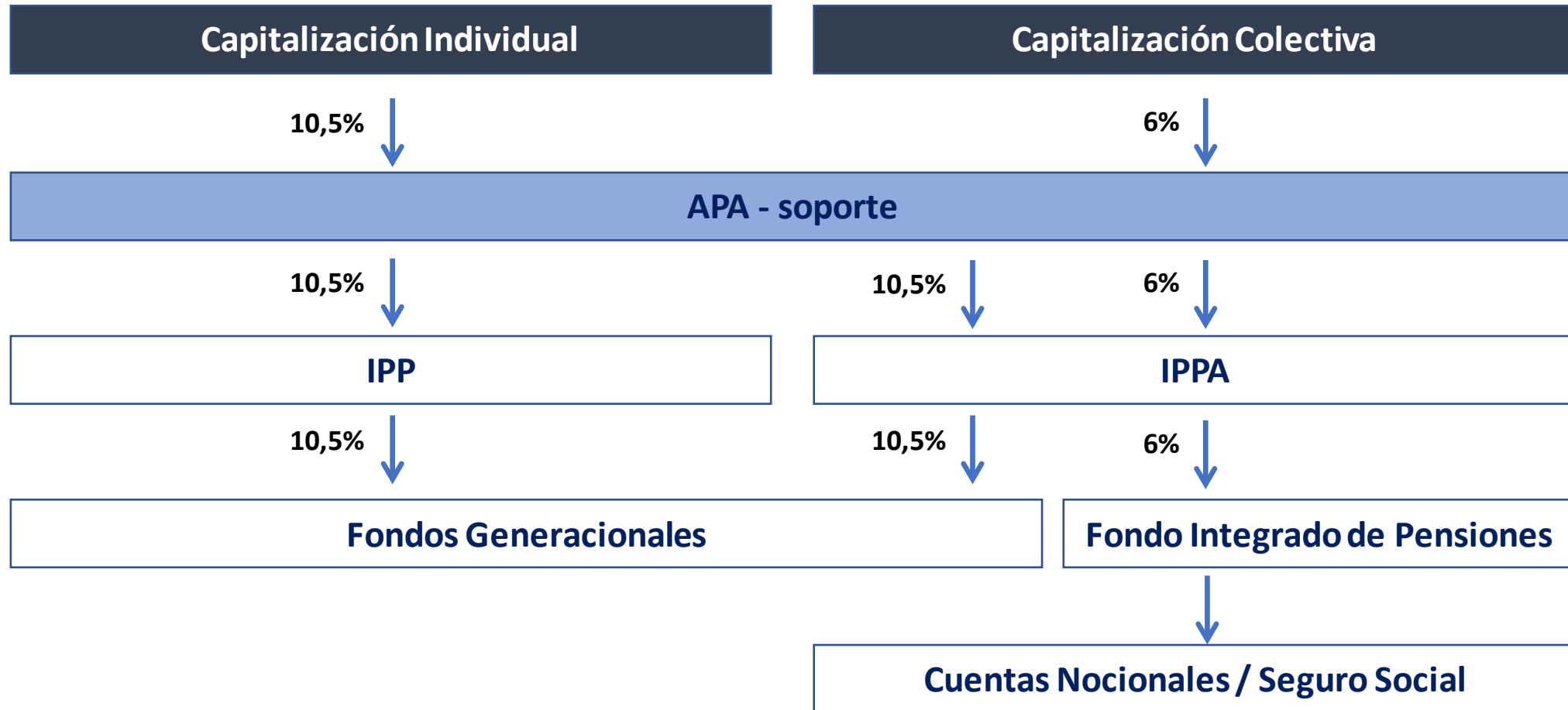
- Con fecha 7 de noviembre de 2022, el Ejecutivo ingresó a tramitación parlamentaria la propuesta de reforma al sistema previsional.
- Se destaca la importancia de lograr un acuerdo en materia previsional, que permita perfeccionar el sistema y las pensiones futuras y de los actuales jubilados, con incidencia directa en la calidad de vida de amplios segmentos de la población. Este es el objetivo central.
- El diseño de un sistema de pensiones tiene efectos macroeconómicos y financieros relevantes, que serán el foco de esta presentación.
- La preocupación por estas dimensiones se vincula con el mandato constitucional del BCCh de velar por la estabilidad de precios y el resguardo de la estabilidad financiera. Pero también con que para cumplir el fin último de un sistema previsional, se requiere un diseño coherente con una economía dinámica y un mercado de capitales que funcione adecuadamente.
- Particularmente importante es que el diseño de la reforma incremente el ahorro agregado y considere las implicancias para el mercado de capitales para así contribuir al financiamiento de la inversión de largo plazo.
- Algunos elementos centrales:
 - Aumentar las pensiones de los actuales pensionados y las generaciones inmediatas requiere destinar parte de las mayores cotizaciones a financiar estos beneficios. La propuesta considera además recursos fiscales desde impuestos generales para la Pensión Garantizada Universal.
 - Lograr pensiones adecuadas para los futuros pensionados vía mayor ahorro.
 - Para cumplir estos objetivos, se requiere un aumento en el ahorro agregado, incentivos adecuados en el mercado laboral y una calibración de los parámetros que aseguren la sostenibilidad del nuevo pilar de seguro social previsional.
 - Adicionalmente, se debe enfrentar adecuadamente los desafíos que implica la transición hacia el nuevo sistema, considerando los cambios institucionales de gran magnitud y aspectos operacionales.

1. Antecedentes

- Nueva institucionalidad para el sistema de pensiones



1. Antecedentes



2. Consideraciones macroeconómicas

- Una evaluación del sistema de pensiones chileno excede las funciones y objetivos del BCCh. No obstante, su arquitectura tiene implicancias macroeconómicas y financieras que deben ser consideradas.
- En este contexto, en 2016, la Presidenta de la República solicitó al BCCh un análisis de los impactos de macroeconómicos de usos alternativos de un aumento de 5% de las cotizaciones en sistemas alternativos de pensiones.
- Al efecto, desarrolló un modelo macroeconómico de equilibrio general de largo plazo, que evaluó tres alternativas:
 - i. Capitalización individual
 - ii. Ahorro con redistribución intra-generacional (condicionado y no condicionado)
 - iii. Redistribución intergeneracional (reparto).
- No incluye elementos de bienestar, efectos macroeconómicos del período de transición de un equilibrio de largo plazo a otro, ni el análisis de la estructura microeconómica o de la organización industrial de este mercado.
- Este trabajo y los códigos están disponibles en la página web del banco.
- El BCCh no ha evaluado cuantitativamente la actual propuesta de reforma previsional. Sin embargo, es posible identificar en términos cualitativos algunos elementos fundamentales para comprender el alcance de sus efectos sobre la economía chilena.

2. Consideraciones macroeconómicas

Tabla resumen de efectos de largo plazo (*)

	Capitalización Individual	Ahorro Intra. Condicional	Redistribución intergeneracional
Ahorro total/PIB	1,2	1,2	-1,3
Actividad	1,0	1,0	-2,8
Trabajo	-0,5	-0,5	-2,2

(*) Se reportan cambios porcentuales entre estados estacionarios, salvo para el Ahorro que se expresa en cambios de puntos porcentuales. Resultados con velo base – homogéneo de 50%.

2. Consideraciones macroeconómicas

Marco Conceptual para el análisis macroeconómico

- El principal objetivo de cualquier sistema de pensiones es promover niveles de ingresos adecuados en la etapa de jubilación. Debido a sesgos conductuales que implican tasas de ahorro insuficientes a nivel personal, se requiere implementar políticas de ahorro obligatorio.
- Las opciones de capitalización individual y colectiva (ahorro con redistribución intra-generacional) inducen a un aumento en el ahorro, la inversión y el crecimiento en el largo plazo.
- Sin embargo, pueden generar un efecto negativo en el empleo, en la medida que el aumento de cotizaciones y los beneficios derivados sean internalizados parcialmente por las personas.
- En la medida que la capitalización colectiva sea condicional, en el margen ello puede contrarrestar ese efecto, favoreciendo la formalización laboral de los trabajadores que perciben e internalizan los incrementos en sus pensiones futuras.
- El efecto neto en empleo depende de cómo se perciban los beneficios futuros y de la respuesta de la oferta laboral y formalidad a los cambios introducidos. Con todo, son impactos moderados en el empleo agregado y similares a la opción de capitalización individual.
- Por otra parte, un sistema de reparto disminuye el ahorro agregado, la inversión y, por lo tanto, el nivel del PIB y el empleo.

2. Consideraciones macroeconómicas

Ahorro agregado

- El impacto macroeconómico más relevante del proyecto de reforma dice relación con su efecto en el ahorro agregado.
- La propuesta mantiene un pilar de capitalización individual y lo complementa con un pilar de ahorro colectivo que se financia con una contribución adicional de 6% sobre los ingresos laborales. Este último instala un seguro social previsional con instrumentos de redistribución intra e intergeneracionales.
- No obstante, los cotizantes podrían deshacer parte del mayor ahorro forzoso mediante un menor ahorro voluntario.
- En la medida que esta reacción de los cotizantes sea moderada, el resultado de equilibrio general podría ser un aumento del ahorro agregado. Ello estimularía la inversión y el stock de capital de la economía y, consecuentemente, podría aumentar la demanda por trabajo.
- Las proyecciones del Gobierno señalan que una vez que se alcance la contribución adicional de 6% (año 2029), cerca de 2/3 de los ingresos del Fondo Integrado de Pensiones (FIP) se destinaría a ahorro. El 1/3 restante se utilizará para la redistribución intergeneracional. Las mismas proyecciones señalan que, en régimen, el FIP acumulará activos en torno a 30% del PIB, lo que aumentaría significativamente el ahorro previsional total.

2. Consideraciones macroeconómicas

Incentivos en el mercado laboral

- Las reglas asociadas al sistema de pensiones pueden afectar los incentivos para participar en el mercado laboral y el grado de formalidad del empleo.
- Bajo un esquema de capitalización colectiva, con beneficios condicionales a los aportes de los contribuyentes, se produce en el margen un incentivo a la formalidad de los sectores favorecidos (de menores ingresos). Este dependerá de la valoración que tengan hoy de esos beneficios futuros.
- Por otro lado, para los trabajadores de mayores ingresos, que transferirán parte de sus cotizaciones, se produce el efecto contrario. Este grupo participa en mayor proporción en el mercado formal.
- La propuesta previsional también considera la extensión y expansión en los beneficios asociados a la Pensión Garantizada Universal (PGU).
- Para medir el efecto agregado en el mercado laboral, sería importante evaluar todos estos elementos en su conjunto.
- Un efecto adicional puede ser el incentivo a sub cotizar, lo cual en todo caso, requiere fortalecer la fiscalización.

3. Implicancias para el mercado de capitales y la estabilidad financiera

- Desde el punto de vista financiero, en la medida que el ahorro agregado aumente en el largo plazo, contribuirá a profundizar el mercado financiero.
- El BCCh ha señalado en reiteradas ocasiones la relevancia de contar con un sistema financiero estable y un mercado de capitales profundo, que contribuya a satisfacer necesidades de financiamiento de largo plazo y amortiguar el impacto de shocks en la economía.
- No obstante, se debe tener en cuenta elementos centrales para el éxito del sistema:
 1. Sostenibilidad del FIP.
 2. Gradualidad en ajustes de portafolios de inversiones.

3. Implicancias para el mercado de capitales y la estabilidad financiera

- El volumen de recursos del FIP dependerá, en forma importante, de la evolución de un conjunto de parámetros (rentabilidad, cotizaciones, expectativas de vida) y de la capacidad de ajuste en los gastos y retornos de las cuentas nacionales ante cambios en las condiciones de mercado.
 - La sostenibilidad del FIP requiere que exista una diferencia entre la rentabilidad de mercado y la rentabilidad nacional, que sea suficiente para financiar los gastos adicionales y transferencias intergeneracionales
 - Es importante que la calibración inicial de los parámetros sea particularmente cuidadosa, puesto que es durante los primeros años que existe la mayor capacidad de incrementar el Fondo.
 - En este sentido, es importante que el sistema contemple mecanismos suficientemente flexibles que permita ajustes oportunos a los parámetros ante cambios en el entorno.
- Si no se diera lugar a los ajustes necesarios en atención a la evolución de esos parámetros, se requerirá mayores recursos para cumplir con los objetivos de la reforma.

3. Implicancias para el mercado de capitales y la estabilidad financiera

- Durante la transición, se debe velar porque no se generen tensiones en el mercado de capitales producto del traspaso desde multifondos a fondos generacionales.
- Puntos de atención:
 - Cambios en la composición de portafolios según carteras de referencia y potencial efecto en el mercado de capitales.
 - Requiere ajuste ordenado y gradual.
 - Importancia de mitigadores suficientes para potenciales efectos de transición.
- Elementos de mitigación:
 - Períodos de transición, límites transitorios de inversión para fondos generacionales, mecanismos que permiten el traspaso de propiedad de instrumentos financieros sin venderlos directamente en el mercado, entre otros.
 - Diseño balanceado de carteras de referencia, regímenes, límites de inversión y plazos de implementación adecuados.
 - Requiere garantizar consideraciones de riesgo-retorno.
 - Implementación gradual de los cambios.

3. Implicancias para el mercado de capitales y la estabilidad financiera

Componente	Puntos de atención	Elementos de mitigación
<ul style="list-style-type: none"> • Supervisión de sistema previsional y definición de régimen de inversión y límites 	<ul style="list-style-type: none"> • Propuesta de transitar desde un esquema de límites de inversión prescritas detalladamente por ley a un sistema con mayor flexibilidad, requiere resguardos y contrapesos y una institucionalidad de inversiones y de supervisión robusta. • Relevante en escenarios posibles de mayor concentración en la gestión de inversiones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Disponer institucionalidad robusta para supervisión, monitoreo y definición de límites de inversión, que permita abordar los desafíos de fiscalización de nuevas entidades públicas que participarían en sistema previsional.
<ul style="list-style-type: none"> • Opción de autopréstamo 	<ul style="list-style-type: none"> • Tensión con objetivo de ahorro obligatorio e impacto en pensiones. • Efectos financieros asociados a monto, duración de inversiones para hacerse cargo de la demanda por liquidez. • En experiencia comparada, se encuentra en algunos casos mecanismos de acceso temprano a los fondos de pensiones. Ellos son sujetos a causales específicas relacionadas con necesidades financieras de primer orden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mecanismos que permitan un acceso excepcional y acotado a sus fondos. • Una institucionalidad que garantice la devolución dentro de un plazo y, en todo caso, previo al momento de la jubilación.

3. Implicancias para el mercado de capitales y la estabilidad financiera

Componente	Puntos de atención	Elementos de mitigación
<ul style="list-style-type: none"> • Eliminación de retiro programado, renta vitalicia como única modalidad de pensión y relevancia de industria aseguradora 	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios en composición de portafolios por diferencias de cartera de aseguradoras. • Aseguradoras pasan a tener mayor relevancia dentro del sistema previsional. Reforzar su marco regulatorio adquiere carácter prioritario. 	<ul style="list-style-type: none"> • Progresos en supervisión e iniciativas de modernización regulatoria. • Importancia de priorizar proyecto de ley de capital y supervisión basada en riesgo, que otorga atribuciones adicionales al supervisor.

Reflexiones finales

- La reforma de pensiones aborda un desafío pendiente en materia de seguridad social.
- Dada la magnitud de los cambios propuestos, iniciativas de esta naturaleza tienen efectos macroeconómicos y financieros relevantes, los cuales a su vez inciden en la capacidad del sistema de proveer buenas pensiones.
- Un elemento clave a considerar es el impacto sobre el ahorro agregado, la inversión y el stock de capital en el largo plazo. Dado el significativo incremento en cotizaciones, es razonable estimar que el ahorro agregado aumentaría. Acorde con los supuestos utilizados por el Ministerio de Hacienda, este ahorro sería suficiente para financiar un aumento sostenible de las pensiones en el largo plazo.
- No obstante, es importante el monitoreo y flexibilidad suficiente para ajustar oportunamente los parámetros ante cambios en las condiciones del entorno.
- El proyecto incorpora cambios relevantes en los portafolios de inversión de ahorros previsionales, por lo que un manejo prudente y gradual de esta transición, es necesaria para prevenir efectos indeseados en el mercado financiero.
- Los aspectos institucionales son relevantes, por lo que un sistema bien diseñado en su integralidad requiere adecuados mecanismos de contrapesos y una supervisión robusta.



Anexo I

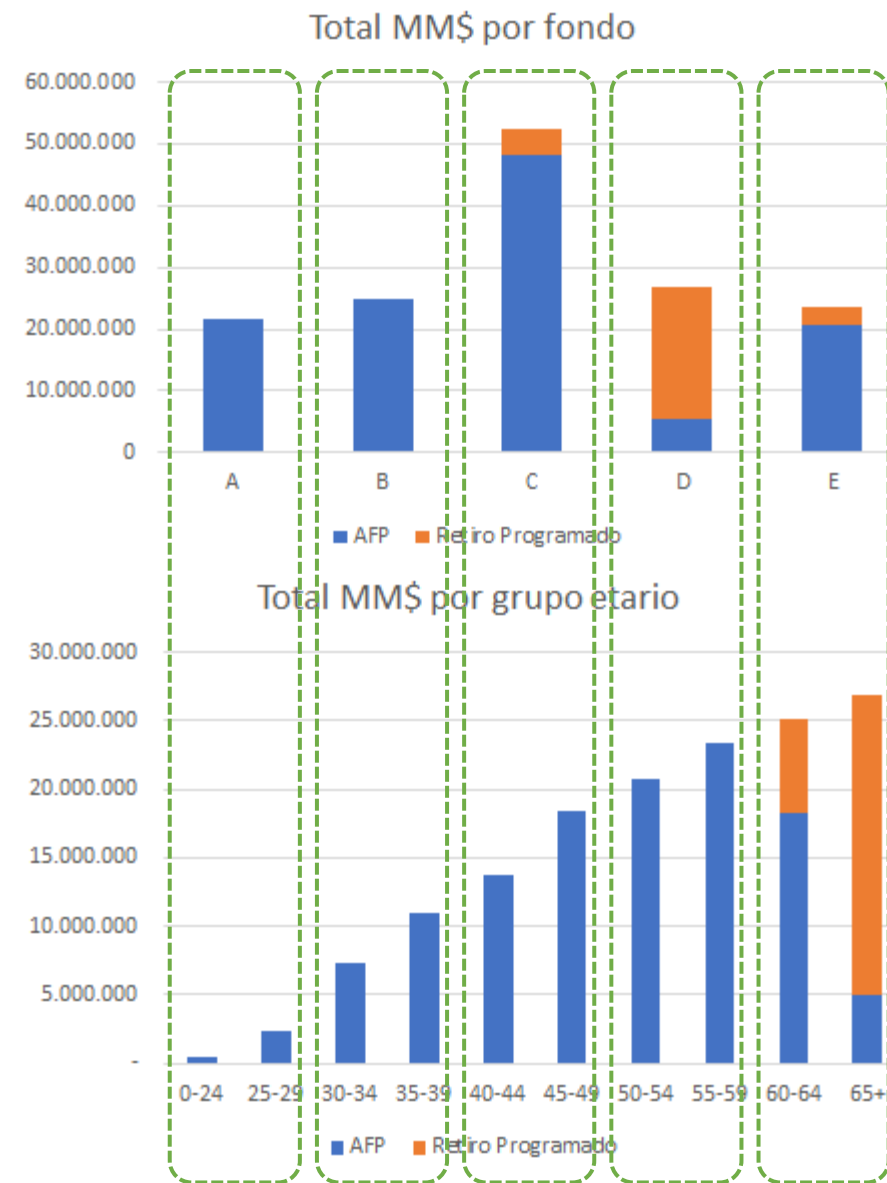
Propuesta de Reforma

- Se mantiene un esquema de capitalización individual y crea uno de capitalización colectiva

Pilar	Vigente	Reforma
No contributivo	PBS → PGU Financiado con impuestos	Aumenta y expande PGU Financiado con impuestos
	Capitalización individual	Capitalización individual
	<ul style="list-style-type: none"> ○ Cotización de 10% ○ Inversión -> Multifondos ○ Libre elección de AFP 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Cotización de 10,5% ○ Inversión -> Fondos generacionales por cohorte ○ Libre elección de IPP o IPPA. A través del APA
Contributivo	<ul style="list-style-type: none"> ○ Comisión por flujo 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Comisión por saldo
		Seguro Social Previsional
		<ul style="list-style-type: none"> ○ Cotización de 6% ○ Fondo Integrado de Pensiones (FIP) ○ Seguro Social Previsional -> Cuentas Nacionales
Voluntario	APV, APVC Cuenta 2, Depósitos convenidos	Fortalece APVC Se eliminan Cuenta 2 y DC

La reforma propone reemplazar el actual esquema de multifondos por fondos generacionales

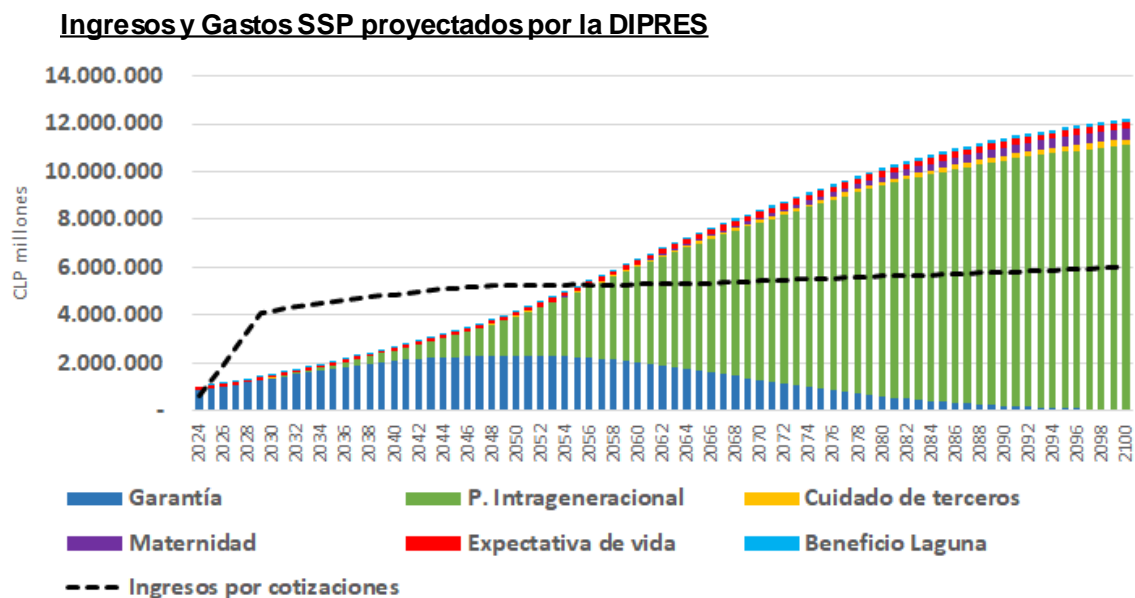
- ⇒ Resignar a los afiliados y sus ahorros a los fondos generacionales de acuerdo a su edad
- ⇒ Ajustes significativos en los portafolios previsionales
- ⇒ Efectos sobre el mercado de capitales durante la transición y en régimen
- La propuesta contempla mitigadores para la transición (períodos de transición, traspaso de instrumentos sin liquidación en mercado, etc.)
- En el largo plazo, cambiarían las condiciones de demanda, con efectos en variables clave como tasas de interés y tipo de cambio que dependerán del régimen de inversión



Información al 30 de septiembre de 2022. *

* Elaboración propia en base a información de la Superintendencia de Pensiones sobre patrimonios administrados en los fondos de pensiones y estadísticas sobre los saldos acumulados en cuentas individuales de afiliados activos, números de afiliados y pensionados del sistema de pensiones.

- Un elemento relevante será la sostenibilidad del sistema y su capacidad para generar ahorro en el largo plazo, lo que dependerá entre otros factores de la rentabilidad del FIP y de la capacidad de ajustes en los gastos y retornos de las cuentas nacionales ante cambios en las condiciones de mercado.



Fuente: DIPRES

Análisis Reforma de Pensiones

Rosanna Costa, Presidenta
Banco Central de Chile

10 de enero de 2023