

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

Rosanna Costa  
Presidenta, Banco Central de Chile

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

11 de abril de 2022

# Antecedentes.

- El Consejo del Banco Central, en cumplimiento de su mandato legal de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, informa y da cuenta de sus acciones de manera permanente al público y a los poderes Legislativo y Ejecutivo.
- Asimismo, presta la asesoría técnica que se le requiere en las materias de su competencia y colabora cuando se le solicita en el proceso legislativo.
- En lo que se refiere a los retiros de ahorros previsionales, el mandato del Banco Central se acota a los impactos económicos y financieros de dichas medidas, no a sus efectos sobre las pensiones. Tampoco se pronuncia respecto de los alcances jurídicos de las iniciativas en discusión.
- Luego de entregar estos antecedentes en el proceso legislativo, el BCCh con los reguladores pertinentes dispusieron una serie de medidas para que, una vez aprobados los retiros, éstos se efectuaran con el menor impacto posible para la economía. Ello en el ejercicio de sus facultades legales y atendiendo a su mandato de mantener el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.
- Los impactos financieros y económicos de los retiros han ido evolucionando con la reiteración de la medida y el contexto económico del país. La capacidad para amortiguar el impacto de los retiros también ha variado con el tiempo, alterando el balance de costos y beneficios de la medida.
- En oportunidades previas ya hemos advertido de efectos acumulativos, particularmente en el mercado de capitales, con efectos más duraderos que afectan especialmente el financiamiento de proyectos de largo plazo.

# Contenido

1. Aspectos conceptuales
2. Evidencia retiros previos
3. Proyección efectos inflacionarios 5to retiro
4. Potenciales efectos en condiciones financieras



# Contenido

1. Aspectos conceptuales
2. Evidencia retiros previos
3. Proyección efectos inflacionarios 5to retiro
4. Potenciales efectos en condiciones financieras

**Los retiros se transmiten** a la economía nacional a través de **tres canales**, cuya magnitud y relevancia dependen crucialmente del contexto en que estos retiros se aprueben.

1. **Canal #1: el aumento del gasto** que permite la mayor liquidez de los hogares afecta la demanda agregada y la inflación.
2. **Canal #2: la liquidación de los activos** que subyacen 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 de pensiones.
3. **Canal #3: incertidumbre** acerca de la cantidad y alcance de nuevos retiros incentiva la búsqueda de protección en activos en dólares, impactando el tipo de cambio y el precio de los activos financieros chilenos.
  - Efectos de retroalimentación: los cambios en condiciones financieras y la incertidumbre afectan a las decisiones de inversión.

Los efectos vía canales 2 y 3 son crecientes con cada nuevo retiro, y más complejos en contextos de incertidumbre local y/o externa.

## Más allá de los efectos inmediatos, **los retiros están causando cambios más persistentes.**

1. Al liquidarse fondos de largo plazo disminuye el ahorro nacional, generando una mayor dependencia de la deuda externa neta para poder financiar la inversión, lo que generalmente viene aparejado de un endurecimiento de las condiciones crediticias.
2. La mayor dependencia a la deuda externa neta aumenta la exposición cambiaria y hace a nuestra economía más vulnerable a lo que ocurre en el resto del mundo, en momentos de mayor incertidumbre global como las que se podrían derivar de una profundización del conflicto en Ucrania.
3. El endurecimiento de las condiciones crediticias afecta negativamente la inversión de largo plazo. Son ejemplos de inversiones de largo plazo el crédito hipotecario, el financiamiento de infraestructura pública y el del propio gasto de gobierno.
4. En este escenario, con alta probabilidad, se deberá revisar parámetros estructurales de la economía, tales como, su tendencia de crecimiento y su tasa de interés neutral.

Estos impactos decantarán en mayor plazo.



# Contenido

1. Aspectos conceptuales
2. Evidencia retiros previos
3. Proyección efectos inflacionarios 5to retiro
4. Potenciales efectos en condiciones financieras

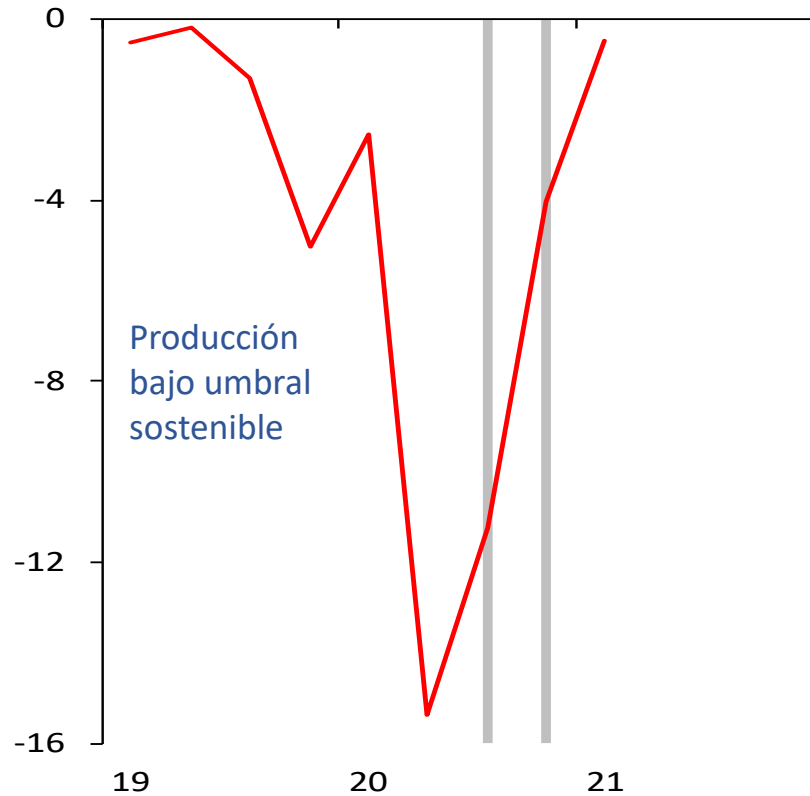
# Primeros retiros de pensiones.

1. Los dos primeros retiros ocurrieron cuando la economía estaba debilitada como consecuencia del impacto de la crisis sanitaria.
2. El mercado los consideró como eventos *excepcionales*. El primero fue claramente aprobado en ese contexto y el segundo fue el resultado de un proyecto de ley con patrocinio del Ejecutivo, que estuvo acompañado de un requerimiento y una sentencia del TC que en su momento pareció cerrar la opción de nuevos retiros.
3. En esos eventos los canales financieros operaron moderadamente en relación al impacto de corto plazo asociado a la venta de cartera. No se observaron grandes incrementos en tasas de interés de largo plazo ni el mercado cambiario.
4. Las medidas adoptadas por el Banco Central y otros reguladores y, la reacción del mercado contribuyeron a ello. El Banco Central implementó en cada oportunidad un programa de compra al contado y venta simultánea a plazo de bonos bancarios en el mercado abierto, que en líneas generales permitió disponer de un período mayor para que los ajustes de cartera no sufrieran un castigo mayor por la demanda de transformar activos de mayor duración en liquidez inmediata dentro de un período muy corto.



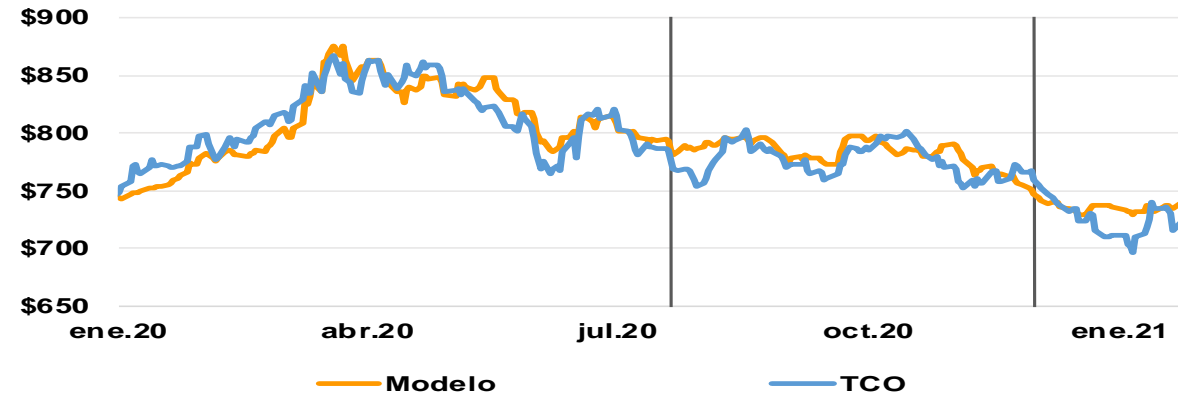
### 1. La brecha de actividad estaba muy abierta en el 1R y algo por debajo del 0 en el 2R

Brecha actividad (1)  
(porcentaje)



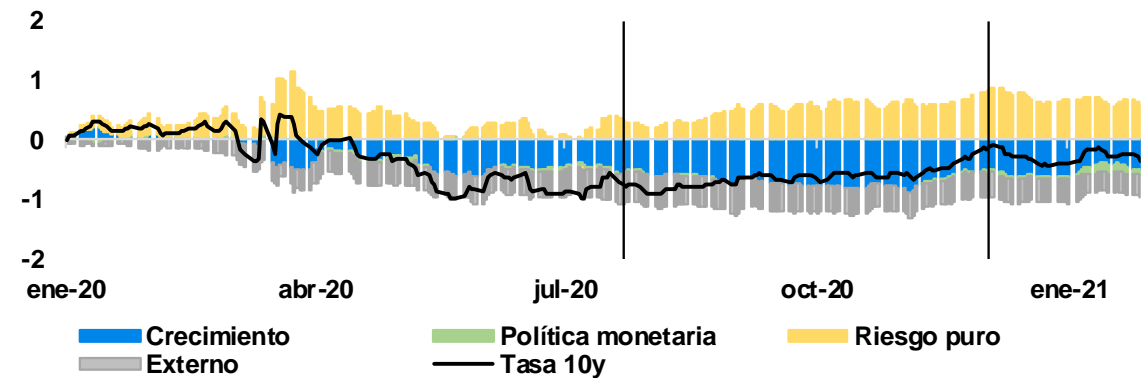
### 2. El peso se apreció

Tipo de cambio nominal (1)  
(pesos por dólar, datos diarios)



### 3. Las tasas largas subieron, pero medidas del BCCh mitigaron efectos en nivel volatilidad

Descomposición estructural tasa cero a 10 años (1)  
(diferencia respecto del 1 enero 2020, porcentaje)



(1) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a: inicio pago primer retiro AFP (07/08/2020) e inicio pago segundo retiro AFP (15/12/2020).

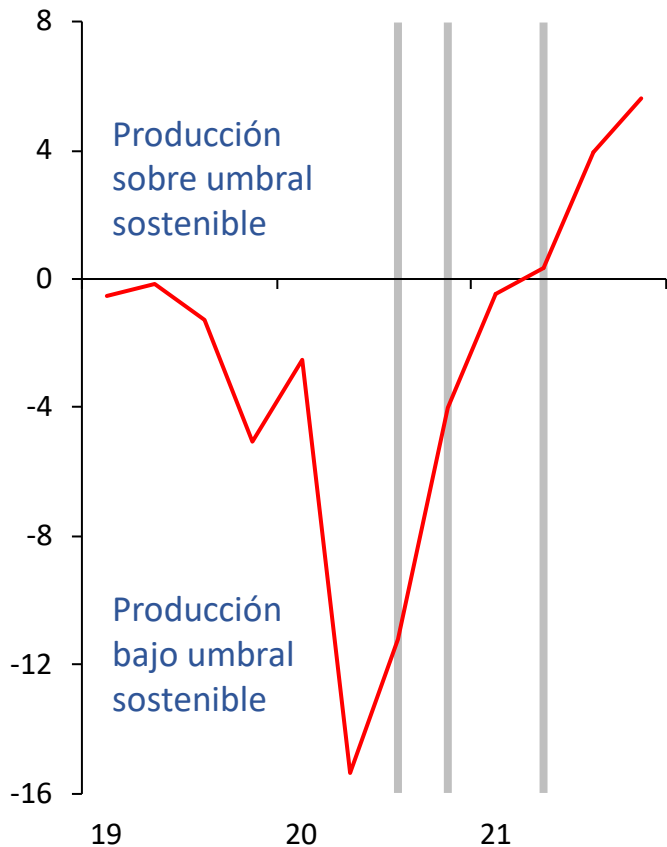
# El tercer retiro y la discusión del cuarto.

1. El tercer retiro se da en una economía que ya estaba recuperándose, produciendo algo sobre su capacidad potencial, y por tanto estaba alimentando directamente desbalances en la economía.
2. El consumo se había recuperado y estaba sobre sus niveles históricos.
3. El ingreso de los hogares en promedio se habían recuperado.
4. Sumaba además un efecto incertidumbre más importante, en tanto desafiaba la excepcionalidad de la medida.
5. Se producía tras otros eventos que ya habían exigido al mercado, generando efectos acumulativos.
6. Se incorporó además por primera vez un “anticipo de rentas vitalicias”, lo que involucró una modificación retroactiva de contratos. Ello derivó posteriormente en controversias ante el TC y la activación de instancias internacionales.

En este contexto, se perdió la percepción de que los retiros eran una política de emergencia para atender la crisis del COVID-19, alimentando expectativas de que la medida podría repetirse, incluso hasta por el 100% de los fondos.

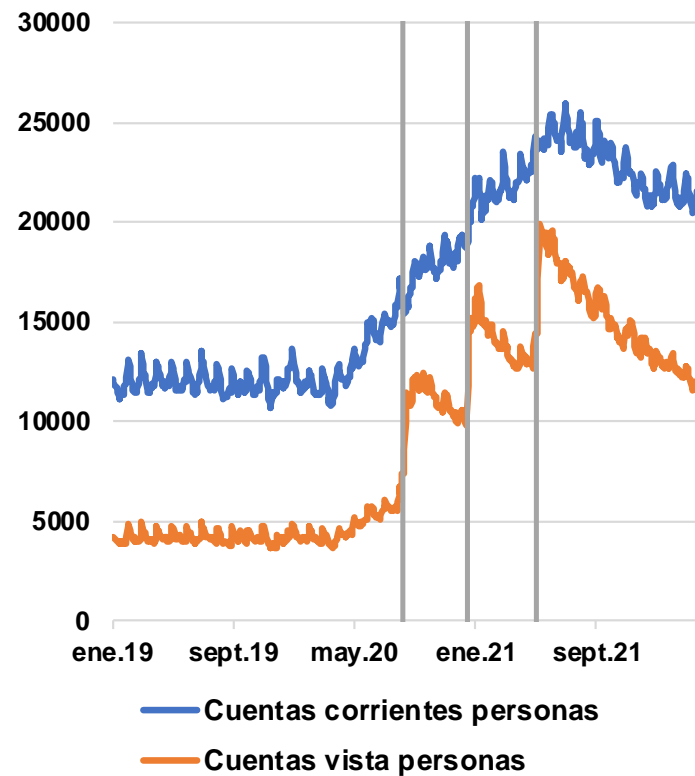
### 1. La economía ya estaba produciendo por encima de su capacidad.

Brecha actividad (1)  
(porcentaje)



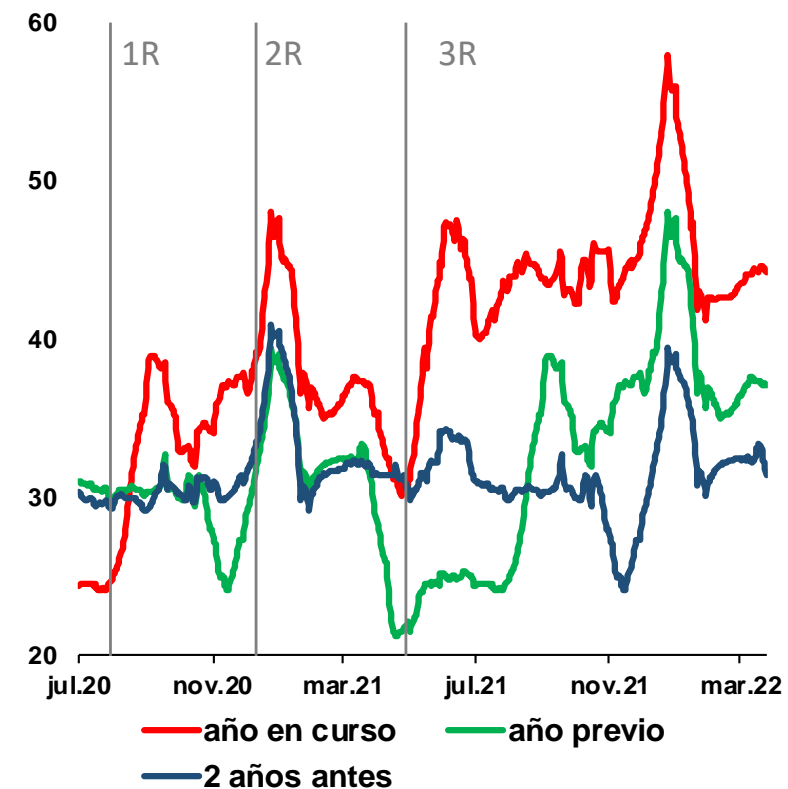
### 2. La liquidez de los hogares estaba en niveles muy elevados.

Saldos diarios cuentas personas (1)(2)  
(datos diarios, USD millones)



### 3. El Consumo ya estaba 100% recuperado.

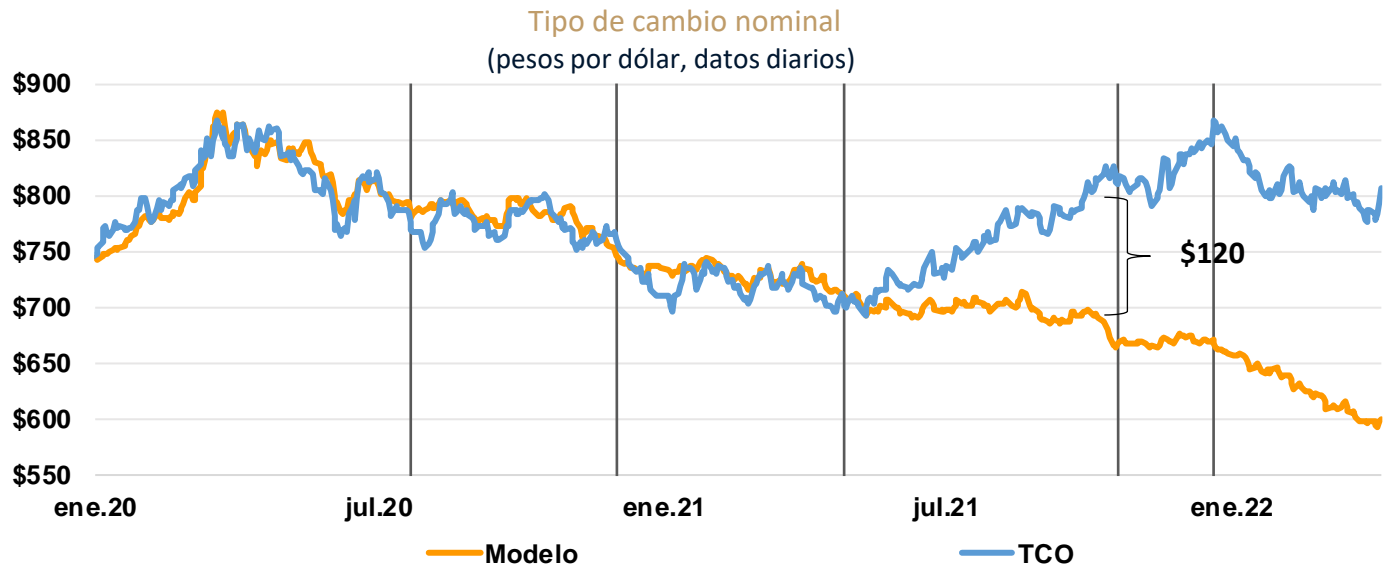
Ventas minoristas con Boleta Electrónica (1)  
(miles de mill.de pesos, prom.móv. 28 días)



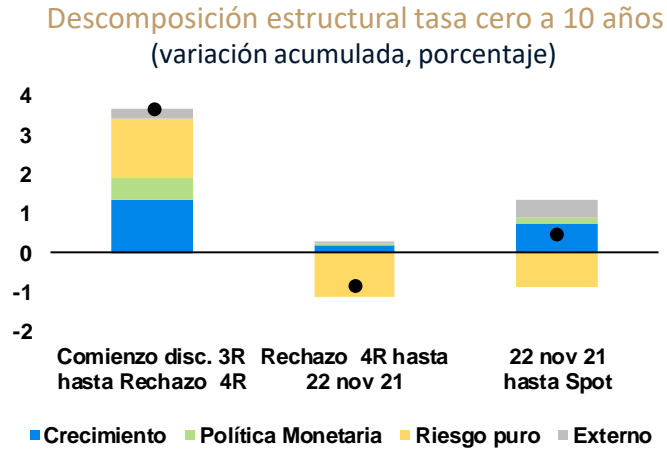
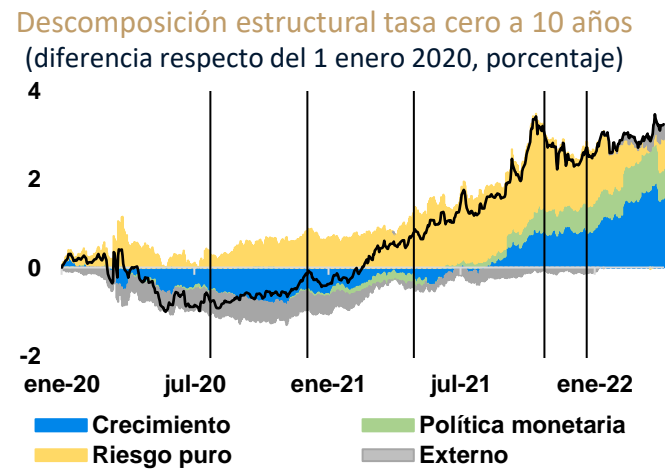
(1) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a: inicio pago primer retiro AFP's (07/08/2020), inicio pago segundo retiro AFP's (15/12/2020) e inicio pago tercer retiro AFP's (04/05/2021). (2) Saldos convertidos a dólares con el dólar observado diario.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**Ante la mayor incertidumbre, la reacción de del tipo de cambio y las tasas fue muy significativa, desacoplada de los movimientos internacionales y fundamentos macroeconómicos habituales.**

El tipo de cambio aumentó en torno a 120 pesos por efecto de la mayor incertidumbre económica e institucional, desacoplándose de sus fundamentales habituales. Parte de ello se devolvió al disiparse el riesgo del 4R



Algo similar ocurrió con las tasas largas: inicialmente subieron mucho, incorporando un gran componente de riesgo, parte de lo cual se devolvió al disiparse el riesgo del 4R

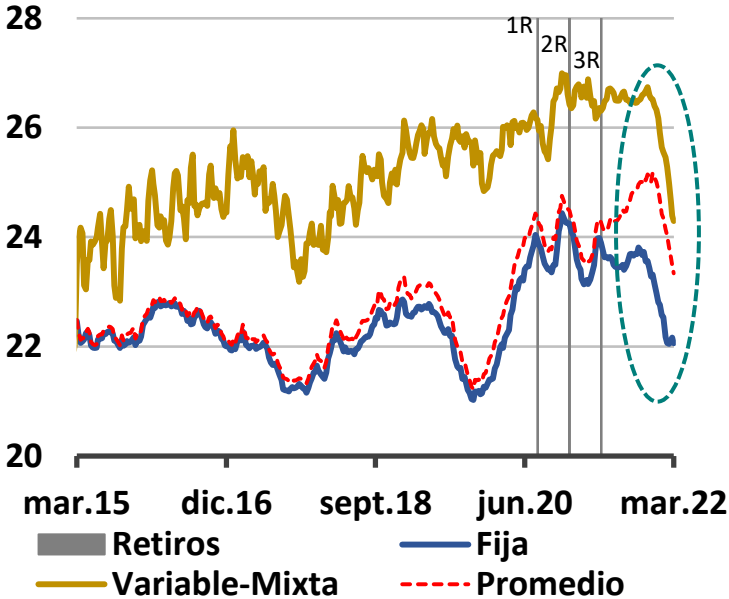


(1) Verticales de izquierda a derecha corresponden a: aprobación primer retiro AFP (23/07/2020), aprobación segundo retiro AFP (03/12/20), aprobación tercer retiro AFP (27/04/2021), se confirma que no alcanzarán votos del senado para 4to retiro (24/10/2021), reducción de incertidumbre post elecciones presidenciales y posterior nombramiento de gabinete (22/12/2021). Fuente: Banco Central de Chile.

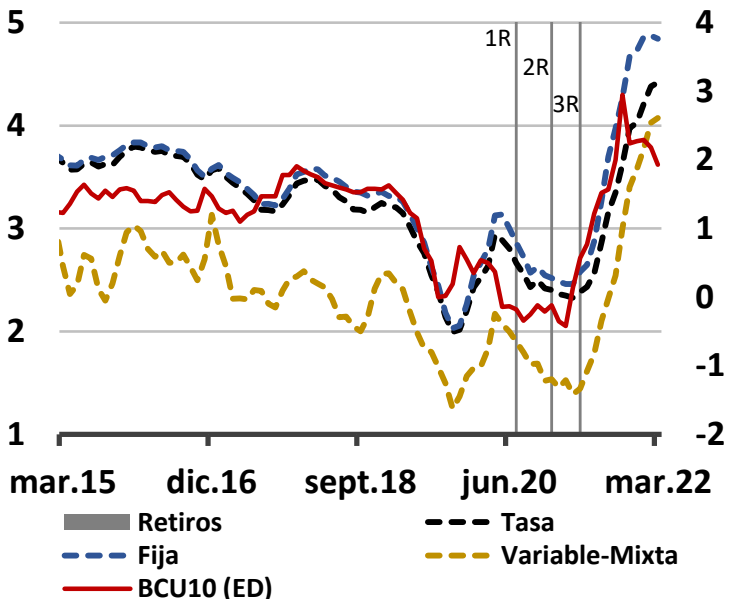


Esto se traspasó en forma directa a peores condiciones de financiamiento de vivienda: aumentos de tasas en torno a 4%, disminución de plazos, y más créditos a tasas mixtas o variables.

Plazo del crédito (\*)  
(años)

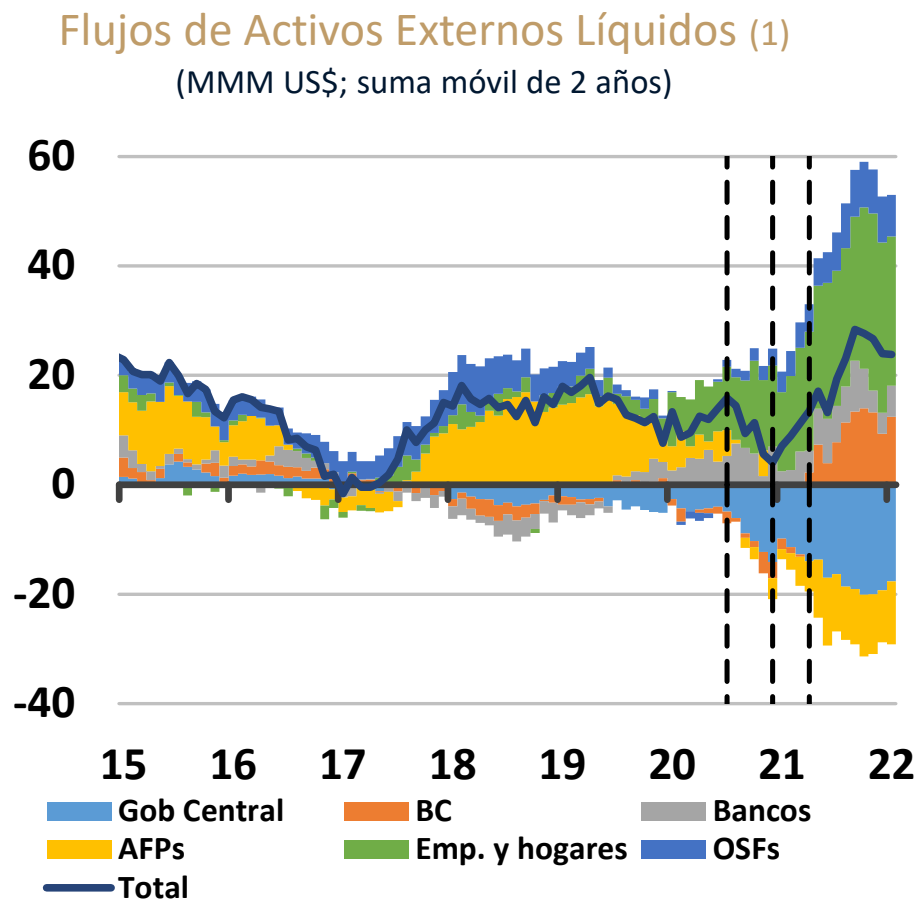


Tasa de interés colocaciones vivienda  
(porcentaje)

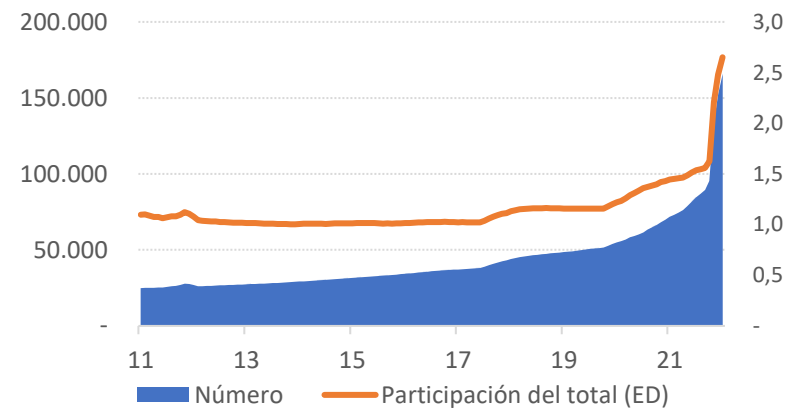


(\*) Sólo incluye operaciones en cuotas en UF, originales y no vinculadas a instrumentos de fomento. Tasa y plazo consideran el promedio móvil de 4 semanas. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

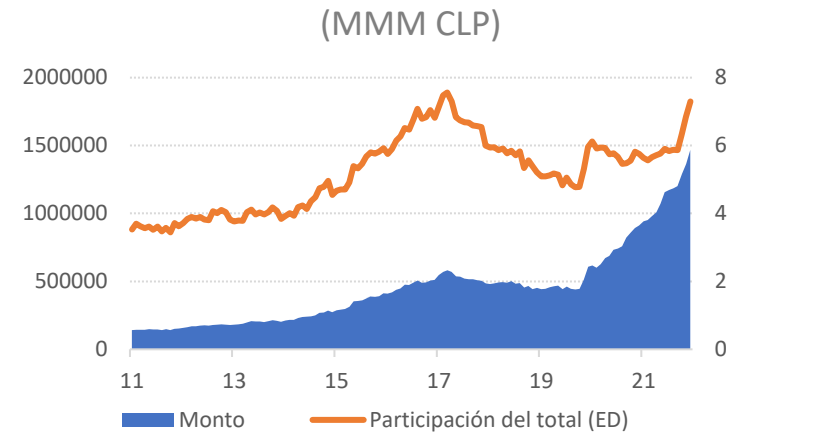
# La pérdida de valor de nuestra moneda, en un contexto de mayor incertidumbre local, ha llevado a los agentes a buscar refugio en activos denominados en otras monedas y en otras ubicaciones.



### Cantidad de ctas cte en moneda extranjera

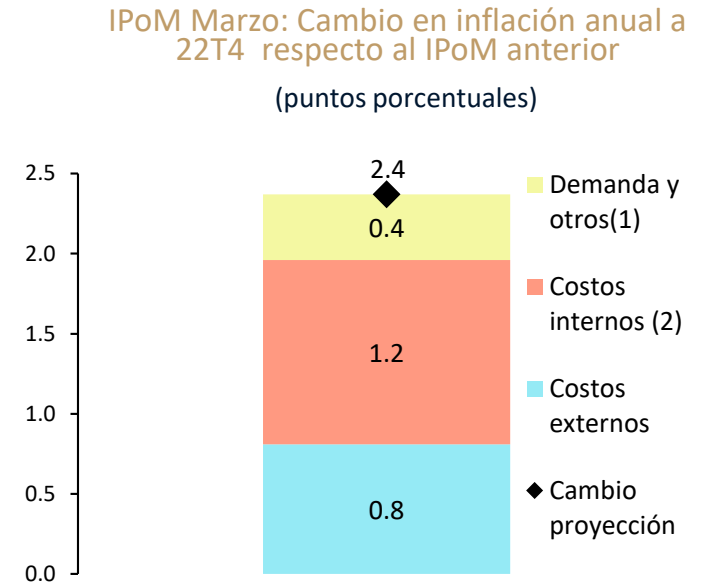
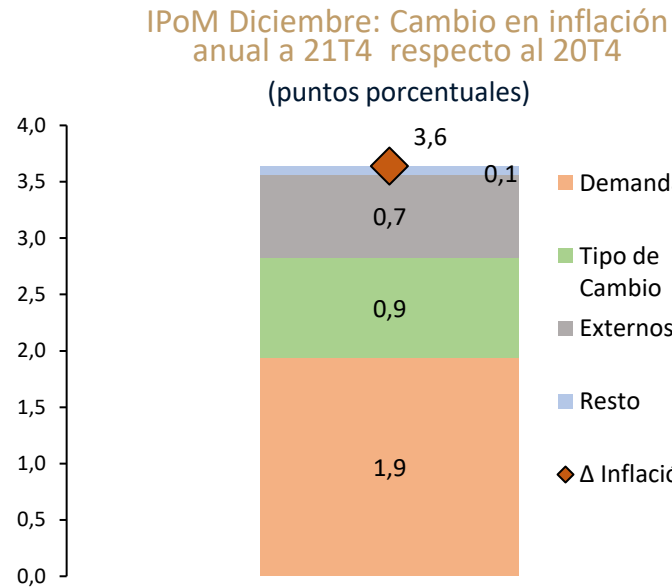
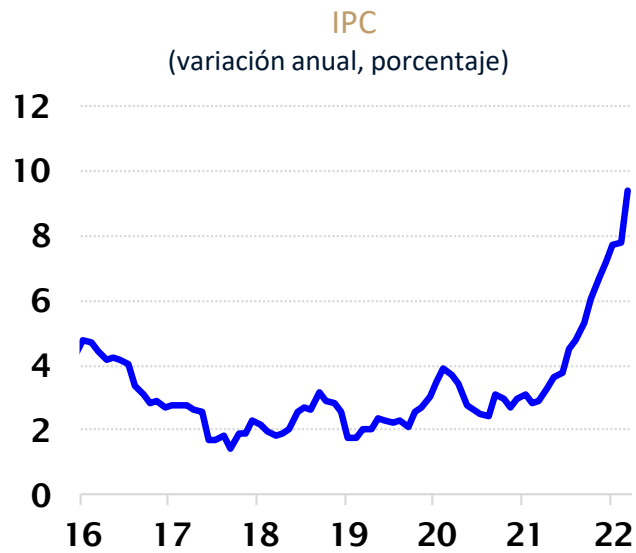


### Monto en cta cte en moneda extranjera

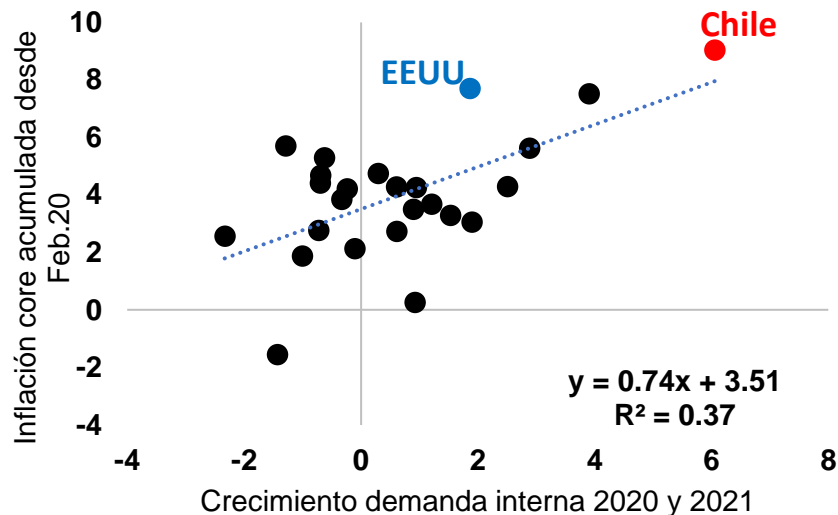


(1) Valores negativos (positivos) indican posición vendedora (compradora). OSF: Otras empresas de servicios financieros. Activos solo incluye residentes.  
 Fuente: Banco Central de Chile en base y CMF

# Producto del efecto de la incertidumbre en el tipo de cambio, y el sobrecalentamiento de la economía por el mayor gasto de hogares, la inflación se ha elevado a niveles no vistos en décadas.



Inflación y demanda: comparación internacional (3)



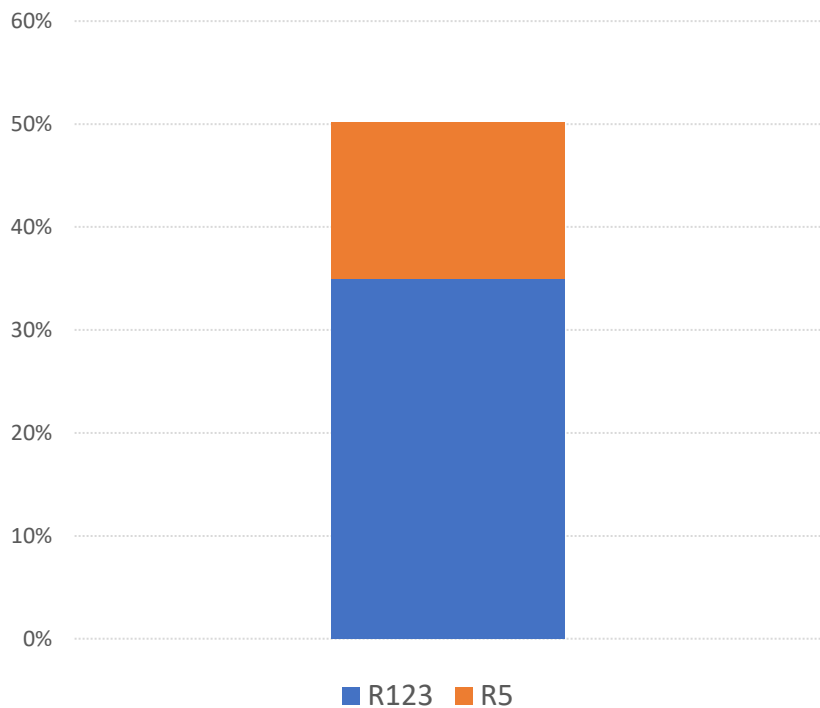
Entre el IPoM de diciembre y el de marzo se sumó un 6% de inflación para 2021 y 2022, explicado en su mayoría por razones internas

Todos estos efectos fueron oportunamente mencionados, no solo por el Banco Central sino por diversos analistas y académicos del medio local.

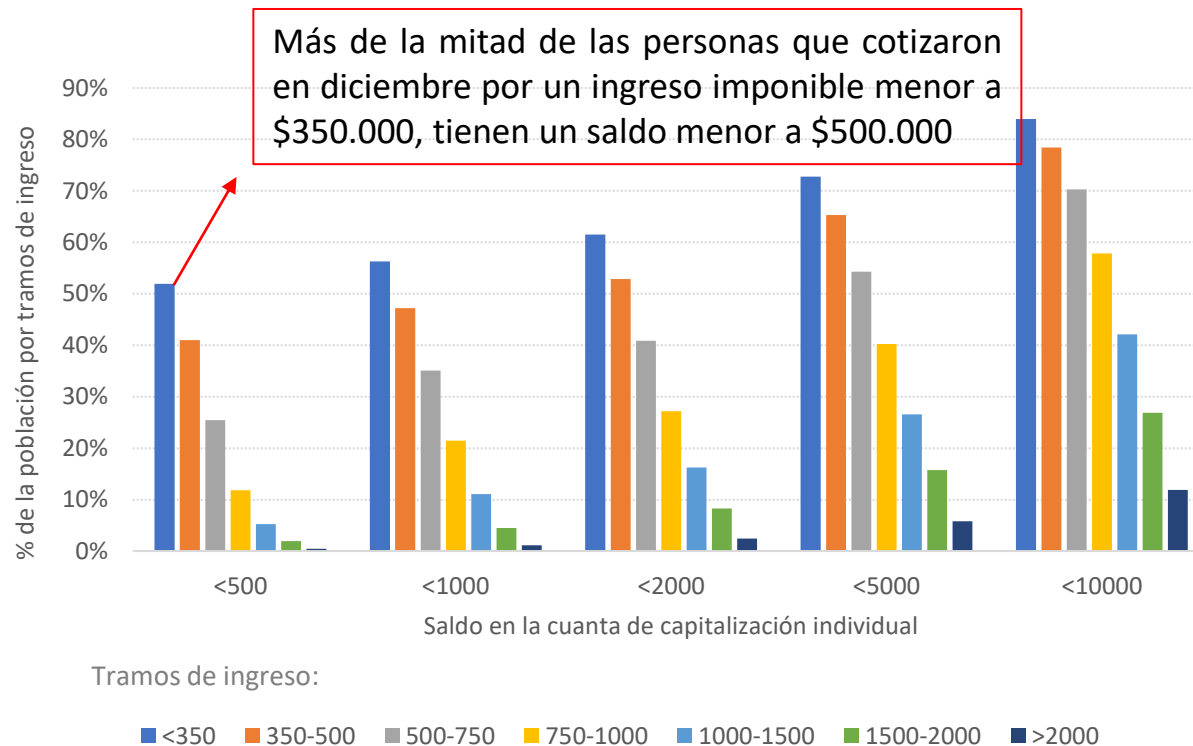
(1) Otros incluye efectos de PM y fiscal (2) Incluye mayor persistencia inflacionaria y recomposición de márgenes, (3) Datos de países miembros de la OECD. Fuente: OECD

Además, con un nuevo retiro cerca del 50% de las personas agotarían sus fondos. El número de personas que podrían retirar ahorros previsionales se limita cada vez más a quienes han tenido mayores ingresos.

Porcentaje de personas que agotaron sus saldos



Porcentaje de personas que cotizaron en diciembre 2021 por tramo de ingreso y saldo en cuenta individual





# Contenido

1. Aspectos conceptuales
2. Evidencia retiros previos
- 3. Proyección efectos inflacionarios 5to retiro**
4. Potenciales efectos en condiciones financieras

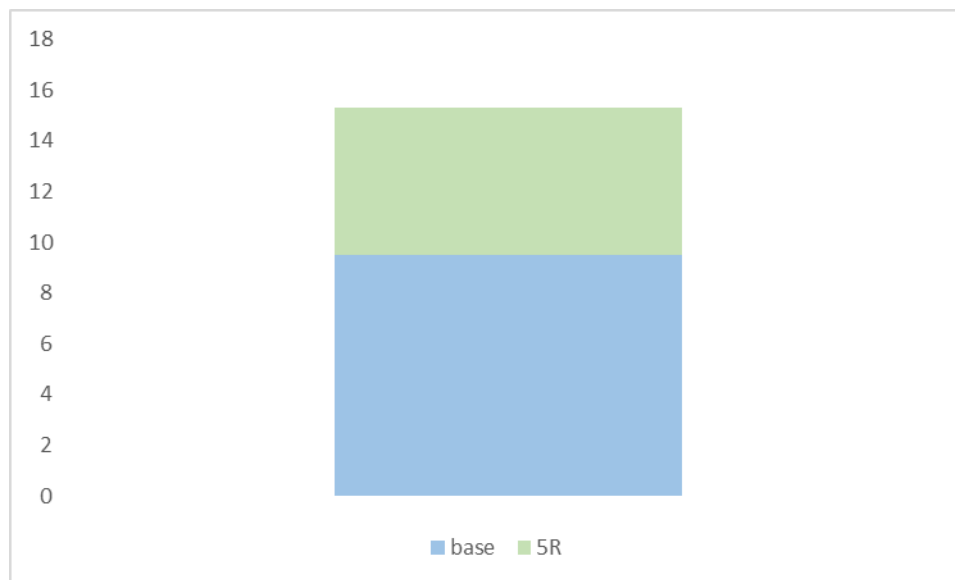
## Quinto retiro: ¿qué se puede esperar en términos de inflación?

- Es evidente que los efectos de retiros sucesivos no se acumulan linealmente, sino que pueden tener un carácter exponencial.
- Así como los efectos de el primer y segundo retiro no eran una buena base de comparación para el tercero y el cuarto, estos últimos pueden subestimar los efectos del quinto.
- En particular:
  - La inflación ya está cerca del 10%.
  - El tipo de cambio está cerca de 200 pesos por encima de lo que sugieren fundamentos tradicionales.
  - El consumo de bienes se ha mantenido por sobre o en los niveles de una navidad normal por más de 10 meses.
- Con la reiteración de una medida que se pensaba cerrada, queda definitivamente abierta la probabilidad de nuevos retiros, lectura que aumenta los impactos de incertidumbre particularmente en el canal financiero.

## Quinto retiro: ¿qué se puede esperar en términos de inflación?

- De todas formas, supongamos un escenario lineal en el que:
  - El tipo de cambio aumenta 17% (equivalente al efecto del 3R y 4R) llegando a 935 pesos.
    - Esta depreciación del peso, al ser idiosincrática, estaría asociada a mayores niveles de traspaso cambiario.
- De los aproximadamente 15.000 millones USD. que se retiran, se consume algo menos del 30% (4.000 millones USD.), concentrado en personas de menor propensión a consumir.
- Estos son efectos persistentes tanto por su naturaleza como por efecto de su alto impacto de segunda vuelta al montarse sobre inflaciones altas y expectativas sobre la meta inflacionaria.

Inflación anual a agosto 2022



**Proyección preliminar: la inflación subiría a valores en torno al 15% entre el 2do y 3er trimestre de este año.**

[Detalles del ejercicio](#)



# Contenido

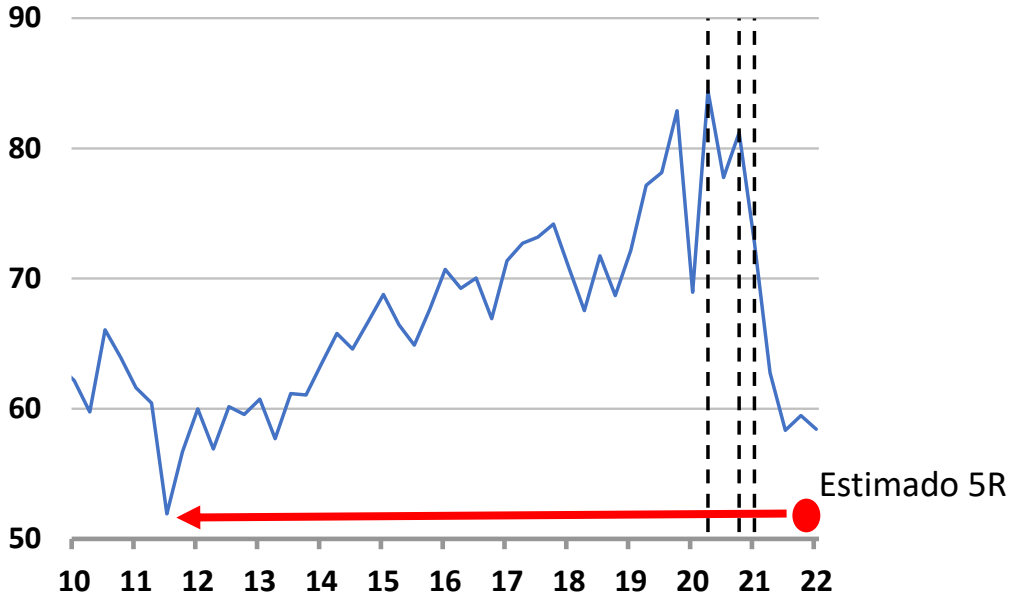
1. Aspectos conceptuales
2. Evidencia retiros previos
3. Proyección efectos inflacionarios 5to retiro
4. Potenciales efectos en condiciones financieras



**Retiros anteriores disminuyeron los ahorros previsionales por debajo del 60% del PIB, un retiro adicional nos llevaría a niveles de hace más de 10 años atrás. Esto impactaría nuevamente el financiamiento de largo plazo de personas y empresas.**

### Activos de los Fondos de Pensiones (1)

(porcentaje del PIB)



(1) PIB del último trimestre de 2021 y primero del 2022 se estiman con las tasas de crecimiento de la EEE. Activos de FP del primer trimestre de 2022 corresponden a febrero.

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

Basado en una *extrapolación lineal* de los efectos observados durante la discusión del 3er y 4to retiro, las tasas hipotecarias podrían elevarse entre 200 y 400 pb.

### Tasa de interés colocaciones vivienda

(porcentaje sobre UF)



Línea punteada representa la extrapolación lineal de la tendencia de la tasa entre Nov.21 y Mar,22.

Extrapolación simple de evento de 2021 sugiere que tasas de vivienda podrían elevarse a niveles cercanos al 8%.

### Simulación de aumento del dividendo mensual

(Escenarios para un nuevo crédito de UF 2000 a 20 años)

IPoM marzo	
Tasa	UF+4,5%
Dividendo UF	12,6
UF Ago 2022	32.779
Dividendo Pesos	411.702

Escenario 5R		
Tasa	UF+6,5%	UF+8,5%
Dividendo UF	14,7	17,0
UF Ago 2022	34.515	
Dividendo Pesos	507.371	585.375
<b>Aumento pesos</b>	<b>95.669</b>	<b>173.673</b>
<b>Aumento %</b>	<b>23</b>	<b>42</b>

\*El valor de la UF del primer escenario corresponde a la proyección de inflación a agosto 2022 del IPoM marzo 2022. El valor de la UF del segundo escenario resulta de sumar 5,8% de inflación adicional a agosto 2022.

Un aumento de dividendo de esta magnitud operará como una barrera de acceso a la vivienda propia para muchas familias.

# Conclusiones

- El tercer retiro y la discusión del cuarto generaron consecuencias muy negativas sobre el bienestar de las personas.
  - La inflación aumentó significativamente.
  - Las posibilidades de acceder al crédito hipotecario se vieron muy afectadas.
- Incluso sin un nuevo retiro aún no hemos visto todas las consecuencias de los anteriores.
  - Los efectos de la reducción del mercado de capitales y de la desinversión de las empresas se verán a mediano y largo plazo.
- Un nuevo retiro podría desencadenar efectos financieros de magnitudes importantes, cuyas consecuencias son difíciles de cuantificar. La efectividad de las políticas de contención es decreciente en la medida que se aplican sobre condiciones estresadas y en un contexto macroeconómico complejo.
  - Entre dichas consecuencias tendríamos que la inflación se situaría en torno al 15% a mitad de 2022.
  - Veríamos un incremento en las tasas de largo plazo y en el tipo de cambio, encareciendo el financiamiento, mermando las capacidades de crecimiento de largo plazo, tras un efecto acumulativo en el mercado de capitales.

## Supuestos:

1. Se asume que el TCN aumenta 17% (consistente con 3R y discusión del 4R)
2. Dado que se trataría de una depreciación totalmente idiosincrática se asume un coeficiente de traspaso de tipo de cambio a precios (PT) relativamente alto: 30%.
  - Un PT de 30% es elevado en comparación con el coeficiente que cabría esperar en caso de una apreciación global del dólar (del orden del 10%)
  - No obstante, en el caso de una depreciación totalmente idiosincrática el supuesto de 30% es conservador en comparación con los niveles superiores al 50% que encuentran García y García 2018.
3. Se asume que de los aproximadamente USD 15.000 millones que se retiran, se destinan a consumo algo menos del 30% (4.000 millones.)
4. El efecto del mayor consumo sobre la inflación se calibra utilizando las elasticidades implícitas en el modelo de proyección del BCCh (XMAS)

[volver](#)