

Recuadro II.1: Descripción y efectos de corto plazo del retiro de ahorros previsionales

El pasado 23 de julio se aprobó una reforma constitucional que habilita a los afiliados al sistema de AFP a retirar una fracción de sus ahorros previsionales, con un límite inferior de \$1 millón y uno superior de \$4,3 millones. El proceso de retiro, que se prolongará por un año, comenzó el 30 de julio y hasta el miércoles 26 de agosto, algo más de 10,3 millones de personas (93% del total de afiliados al sistema) ya lo había solicitado^{1/}. A esa fecha, el monto admitido a trámite ascendió a US\$15,3 mil millones^{2/} (76% del saldo retirable; equivalente a 6% del PIB del 2019).

La discusión, aprobación y puesta en marcha de esta reforma generó efectos importantes en los mercados financieros locales, que se han ido mitigando con el paso de los días. Este Recuadro describe esos efectos, y presenta evidencia preliminar sobre su impacto de corto plazo en el consumo.

Efectos sobre los mercados financieros

En Chile, los ahorros de pensiones están invertidos en instrumentos financieros en el mercado local y en el exterior. Por ello, era de esperar que la liquidación de parte relevante de ellos redujera el precio de las acciones locales, elevara las tasas de interés en el mercado de renta fija y, en la medida en que se repatriaran fondos liquidados en el exterior, apreciara el tipo de cambio. En su fase inicial, la discusión parlamentaria tuvo efectos en la dirección anticipada. Las tasas de interés de los bonos soberanos a diez años aumentaron 40 puntos base (pb) entre el 7 y el 17 de julio; el IPSA cayó 4% entre el 9 y el 21 de julio; y el peso se apreció en torno a 7% en ese período (gráfico II.10).

Además de los efectos en el nivel, la incertidumbre asociada a la eventual aprobación y el monto que sería retirado implicó un aumento de la volatilidad de los precios de los activos. Esto se observó en las tasas de interés, la bolsa y, más marcadamente, en el tipo de cambio (gráfico II.11).

Para impedir que el aumento de la volatilidad pudiera comprometer la estabilidad financiera y la normal formación

de precios, el 23 de julio, el Banco anunció que estaba evaluando medidas para proveer liquidez, y facilitar el ajuste de cartera. Los detalles de las medidas fueron publicados el 30 de julio. Por un lado, se estableció un programa especial de operaciones de compra en el mercado *spot* y venta a plazo de bonos bancarios —que son realizadas de forma simultánea—, cuyo objetivo es proveer de un mecanismo que entregue liquidez, evitando que acomodados en la cartera de inversiones —realizados en corto tiempo— provoquen una sobre-reacción en los niveles y volatilidad de los precios de los instrumentos de renta fija. La Superintendencia de Pensiones también realizó varias adecuaciones para facilitar el proceso, lo mismo que la CMF.

Por otro lado, considerando que una parte importante de la cartera de las AFP en el mercado local está concentrada en bonos bancarios y depósitos a plazo, se decidió continuar con el programa de compra de dichos bonos y establecer un programa de compra de depósitos a plazo por hasta US\$8 mil millones, todo esto con el objeto de evitar que una liquidación masiva de estos activos pudiera producir distorsiones en estos mercados. En el caso de los depósitos a plazo, se debe tener presente además su relevancia para el funcionamiento del mercado monetario, por lo que evitar distorsiones en este ámbito es un factor importante para la correcta transmisión de la política monetaria. Aunque no han sido utilizadas en su totalidad, la correlación temporal entre el anuncio, la reducción de la volatilidad y la reversión parcial de los efectos en los precios de los activos, sugieren que el efecto señal habría sido efectivo en mitigar los impactos de corto plazo.

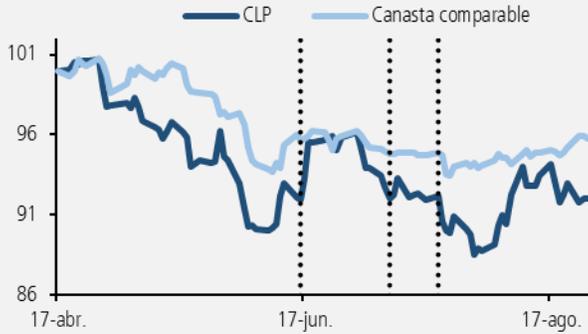
^{1/} De ese total, 933 mil no se acogieron a trámite por deficiencias formales.

^{2/} Datos al 25 de agosto. Considerando los límites establecidos en la reforma y los saldos en las cuentas individuales, el monto retirable total podría llegar a una cifra en torno a US\$20 mil millones.

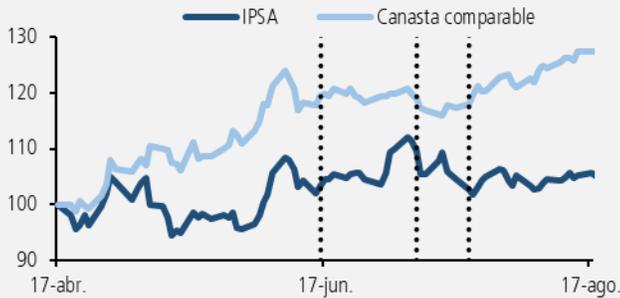
Gráfico II.10

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

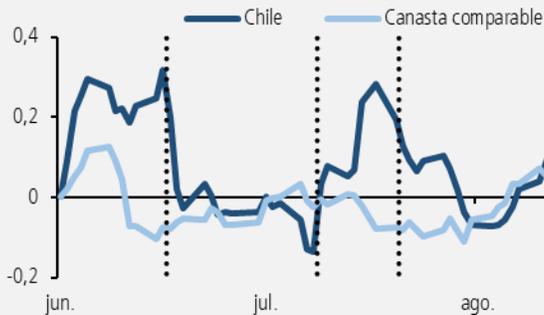
(a) Tipo de cambio
(índice, 100=17.04.20)



(b) IPSA
(índice, 100=17.04.20)



(c) Tasas 10 años bono soberano
(diferencial respecto al 01.06.20)



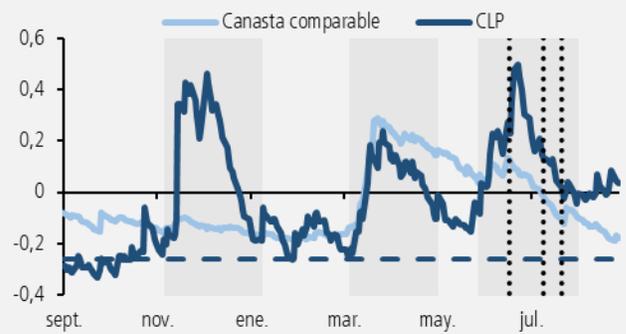
(1) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a la RPM de junio (16 de junio), aprobación en la Cámara de Diputados de la idea de legislar proyecto que permita el retiro del 10% de fondos de las AFP (8 de julio) y primeros anuncios del Banco Central de Chile (20 de julio). (2) La canasta 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).

Fuente: Bloomberg.

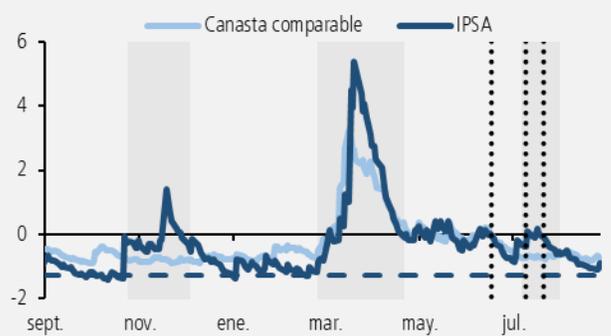
Gráfico II.11

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

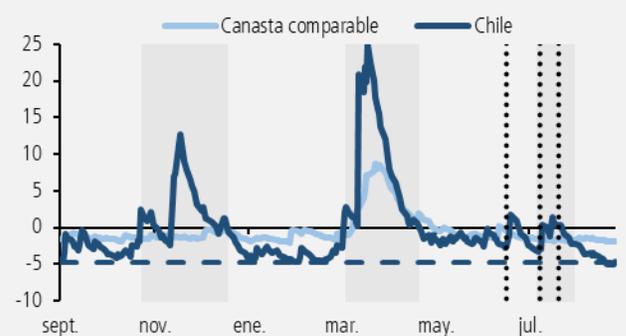
(a) Tipo de cambio
(diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar)



(b) IPSA
(diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar)



(c) Tasas de bonos soberanos a 10 años
(diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar)



(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.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.12

Cambios de portafolio de las AFP por fondo (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Cambio del portafolio entre el 17 de julio y el 25 de agosto de 2020.
Fuente: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

La estrategia de gestión de cartera seguida por las AFP también operó como un factor relevante para la contención de la volatilidad financiera. En particular, dado que la regulación penaliza la caída de valor de los fondos, la liquidación de activos se focalizó en aquellos con menor impacto en los mercados locales (gráfico II.12). También es destacable que varias AFP comenzaron a ajustar sus carteras con anticipación, de modo de reducir la concentración temporal de operaciones. Algo similar ocurrió con el pago a los cotizantes, que en algunos casos se adelantó respecto de la fecha inicialmente comprometida.

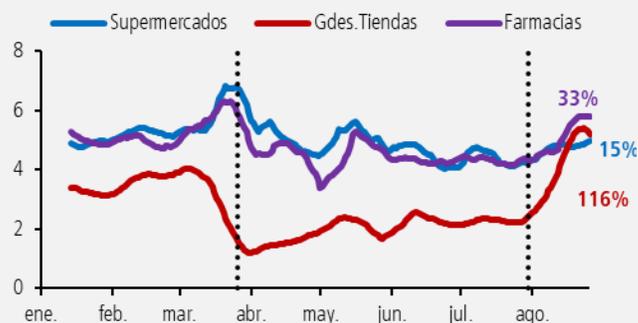
Posibles efectos sobre el consumo

La evidencia sobre el uso de los ahorros retirados es aún limitada. Aunque meramente cualitativo, lo recogido en encuestas muestra que impulsará tanto el consumo habitual como el durable, al mismo tiempo que se destinará al pago de compromisos financieros, ahorro e inversión. Según encuestas de CADEM y de la Cámara de Comercio de Santiago —ambas publicadas la tercera semana de julio—, el consumo habitual aparece como el principal destino de los ahorros retirados. En estas mediciones, entre el 50 y 60% de quienes responden los usarían total o parcialmente para la compra de alimentos e insumos básicos. Al mismo tiempo, entre 30 y 40% de las personas dedicarían parte de los recursos al pago de servicios básicos. La cancelación de deudas aparece en ambas encuestas como el tercer uso más citado, entre 20 y 25% de los encuestados. Es importante notar que si bien el uso del retiro en estos dos últimos ítems no tiene un impacto directo en la demanda, sí reduce los riesgos de estabilidad financiera que podría producir un aumento de los impagos producto de la crisis económica.

Los datos de ventas minoristas recogidos en boletas electrónicas también son coherentes con un repunte del consumo. En este caso parecería más sesgado a los bienes durables y semi-durables que al consumo habitual. Según estas cifras, al comparar las dos semanas previas al cierre estadístico con las dos últimas semanas de julio, las ventas del comercio minorista mostraron un importante repunte, concentrado en el segmento de grandes tiendas, que había sido el más afectado desde el inicio de las cuarentenas (gráfico II.13). Respecto de las eventuales implicancias para la ocupación, los efectos en el consumo estarían más sesgados hacia la compra de bienes importados —cuya producción y comercialización tiene menor intensidad relativa de empleo— que hacia servicios —donde el empleo típicamente responde con mayor fuerza ante una mejora de las ventas. También, cabe destacar que en el repunte del comercio minorista se conjugan otros dos factores: la materialización de transferencias desde el gobierno, los subsidios estatales, y el fin de las cuarentenas en algunas comunas del país.

Gráfico II.13

Ventas registradas en boletas electrónicas (1) (2)
(promedio móvil de dos semanas, miles de millones de pesos)



(1) Línea vertical izquierda indica el inicio de las cuarentenas en el sector oriente de Santiago (26 de marzo). Línea vertical derecha indica la publicación de la ley de retiro del 10% de los ahorros previsionales en el Diario Oficial (30 de julio). (2) Porcentajes indican variación entre el 30 de julio y el 26 de agosto.
Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario de proyección de este IPoM, considera que la mitad del retiro ya aprobado (el que se ubica en torno a 6% del PIB del 2019), será destinado al consumo de bienes, en tanto que la mitad restante irá al pago de cuentas, créditos, inversiones financieras o ahorro. Dadas las restricciones imperantes a la actividad de servicios, el mayor consumo estará más concentrado en bienes que lo usual, lo que elevará el componente importado. En torno a dos tercios del gasto se concretará durante el 2020, contribuyendo de forma significativa, pero transitoria, a compensar la caída de la demanda interna y la actividad este año. El saldo restante se concretará en los primeros meses del 2021, con un impacto

naturalmente menor. Hacia el más largo plazo, deberán ponderarse no solo los efectos de corto plazo sobre el consumo, sino también el impacto más permanente sobre el ahorro, la inversión y las cuentas fiscales, lo que dependerá, entre otras cosas, de cómo sea compensada la reducción de los ahorros previsionales.

Conclusión

Los primeros días de discusión de la reforma que permite el retiro de ahorros previsionales generaron un ajuste de precios en los activos que el mercado esperaba que fueran liquidados y un aumento de su volatilidad. Las medidas implementadas por el Banco Central, los reguladores y la gestión de cartera de las AFP, han jugado un rol relevante en facilitar el ajuste, mitigando dicha volatilidad. Por otra parte, el volumen del retiro de ahorros, unido a información preliminar de encuestas y ventas del comercio minorista, es coherente con un impulso relevante —aunque transitorio— al consumo. Este último se encuentra incorporado en el encuadre macroeconómico de las proyecciones de este IPoM.