

Proyectos de reforma constitucional referidos a permitir un nuevo retiro de fondos de pensiones y uso de rentas vitalicias



Banco Central de Chile

14 de octubre de 2020

Agenda

1. Introducción
2. Impacto económico y financiero del primer retiro de fondos de pensiones
 - Impacto macroeconómico
 - Impacto financiero
3. Posibles efectos de nuevas medidas de retiro
 - Segundo retiro de fondos
 - “Retiro” para pensionados con rentas vitalicias
4. Consideraciones finales

1

Introducción



Introducción

Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento de la H. Cámara de Diputadas y Diputados invita a comentar los siguientes proyectos:

1. “Modifica la Carta Fundamental para posibilitar el retiro de fondos previsionales, tratándose de personas afectadas por una enfermedad terminal”. **Boletín N° 13757-07;**
2. “Modifica la Carta Fundamental para permitir el retiro excepcional de fondos acumulados en compañías de seguros, bajo la modalidad de rentas vitalicias”. **Boletín N° 13763-07;**
3. “Modifica la Carta Fundamental para permitir el pago anticipado de pensiones contratadas en modalidad de renta vitalicia, en las condiciones que indica”. **Boletín N° 13.764;**
4. “Modifica la Carta Fundamental, para establecer y regular un mecanismo excepcional de retiro de fondos previsionales, en las condiciones que indica”. **Boletín N° 13749-07;**
5. “Modifica la Carta Fundamental para facultar al Juez de Familia a autorizar el retiro de fondos de pensiones del alimentante moroso, por parte del alimentario o su representante legal en calidad de agente oficioso”. **Boletín N° 13.687-07.**

Introducción

- Iniciativas tienen como referente inmediato el retiro de 10% de ahorros previsionales autorizado por reforma constitucional anterior (Ley 21.248)
- Esta entró en vigencia hace solo 2 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 repetir las o ampliarlas. Tal ejercicio se aborda en esta presentación, con la información disponible, antes de comentar nuevas propuestas.
- Al analizar la reforma anterior y las medidas propuestas, 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.
- Por tal razón, sólo se comentará las propuestas 2 a 4 anteriores.

The background features a blue-tinted collage of financial data. It includes a table with columns of numbers and text like 'ATO', a line graph with a yellow trend line, and several stacks of coins in various colors (gold, silver, blue).

2

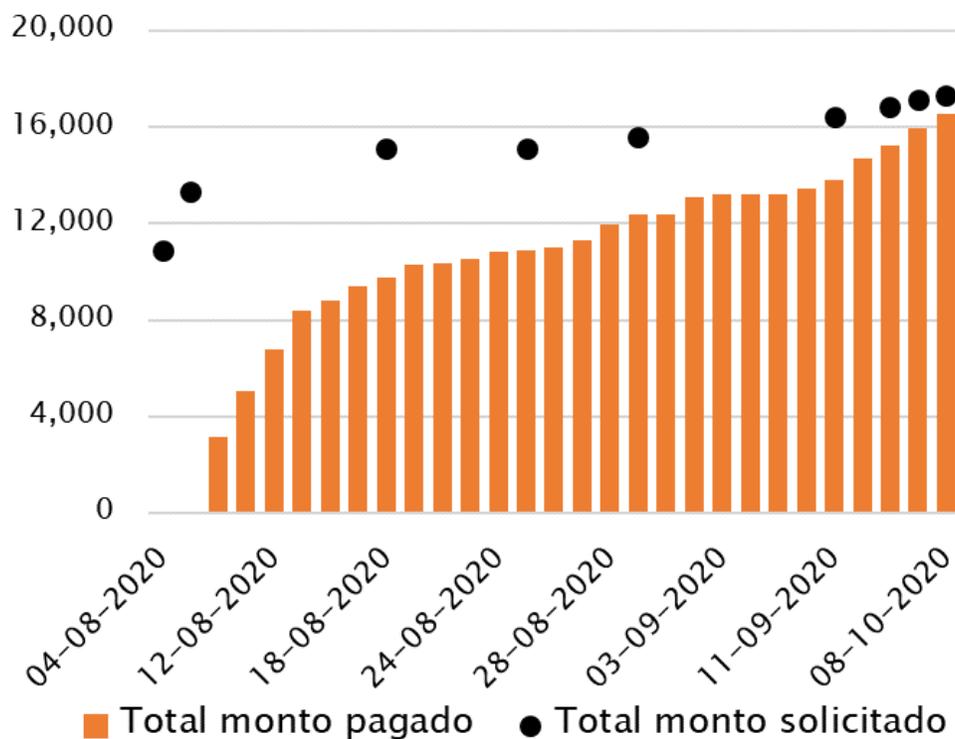
Impacto económico y financiero del retiro del 10%

El retiro del 10% de los ahorros previsionales se justificó como una medida excepcional, que se aplicaría por única vez

- Proyecto original presentado por los diputados Alinco, Mulet, Sepúlveda y Velásquez, explicitaba que sería por única vez.
- Aunque el texto del proyecto cambió, el carácter excepcional y único del retiro se enfatizó por parte de diversos parlamentarios:
 - *“Voy a continuar empujando mi propuesta, que tiene como principal objetivo, dar la oportunidad a las y los afiliados del Sistema de AFP, para que puedan retirar por única vez, hasta un 10% de sus cuentas de capitalización individual”*
 - *“No podemos dejarnos llevar por los que dicen que esto es el fin del sistema, porque esta es una medida humanitaria **de corto plazo que está en un artículo transitorio de la Constitución y se hace una sola vez”***
 - *“Desde un principio dijimos que **el 10% sería sólo una vez y de manera excepcional**. Ahora debemos preocuparnos de cómo restituir esos fondos y trabajarlo con la reforma de pensiones”*
- La naturaleza excepcional y única de la medida se mantuvo en el texto constitucional:
 - *“Excepcionalmente, y para mitigar los efectos sociales derivados del estado de excepción constitucional de catástrofe por calamidad pública decretado a causa del COVID-19, autorízase a los afiliados del sistema privado de pensiones (...), de forma voluntaria **y por única vez**, a retirar hasta el 10 por ciento de los fondos acumulados en su cuenta de capitalización individual de cotizaciones obligatorias”*
- En consecuencia, **el que el retiro se efectuara por una sola vez, no fue una mera fórmula legislativa, sino una definición central de la propuesta**, dado el conocimiento de sus efectos sobre las pensiones futuras.

Fondos efectivamente retirados: ¿Cuánto? ¿Por quién?

Solicitudes y pagos por Retiro 10 % FP
(millones de dólares, al 08-10-2020)

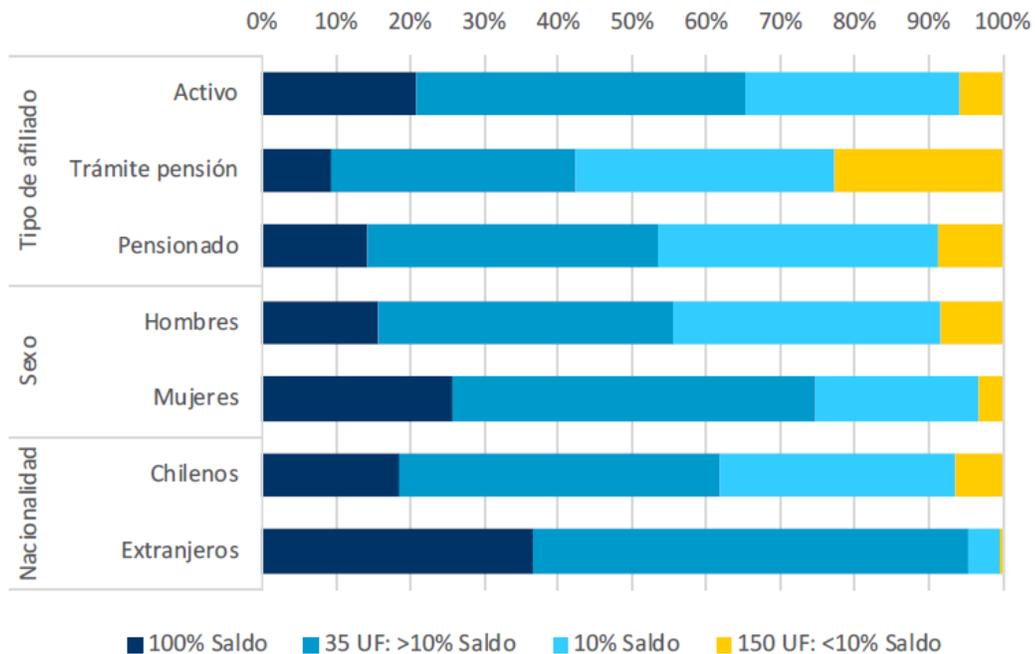


Fuente: Superintendencia de Pensiones

- Hasta ahora, 9,8 millones afiliados, de un total de 12,4 millones, solicitaron retiro de fondos.
- De estos, 1,9 millones de personas retiraron la totalidad de sus fondos
- El total de fondos pagados hasta ahora es equivalente a 16 mil USD MM, equivalente a su vez a 6,5% del PIB proyectado 2020 o 13,5% del ingreso del trabajo 2019

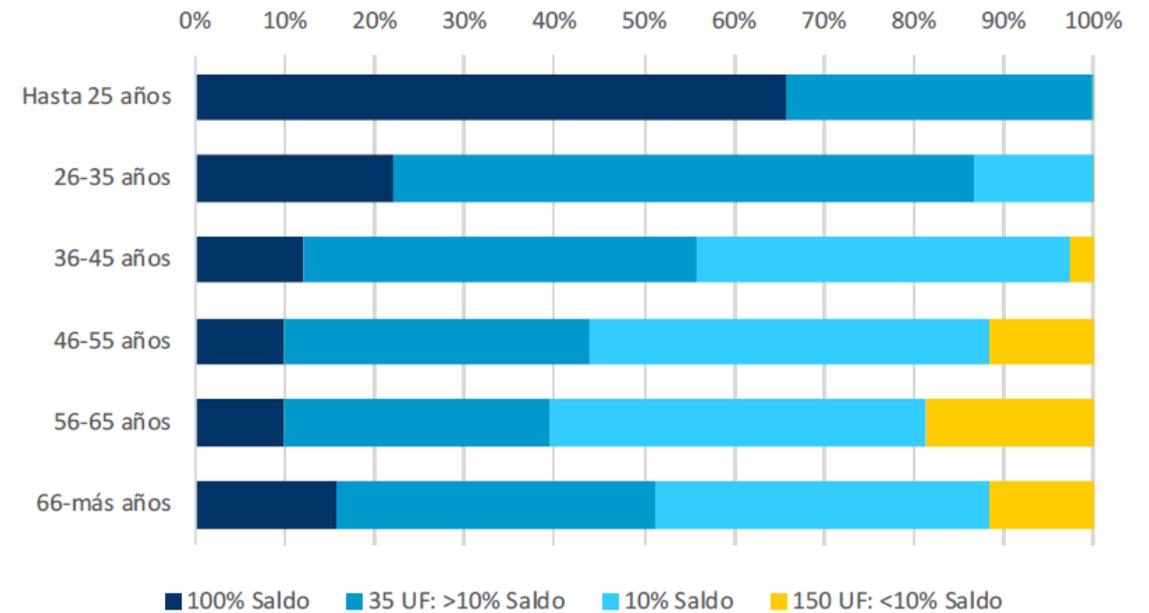
Fondos efectivamente retirados: ¿Cuánto? ¿Por quién?

Distribución de personas (%), según tramo de monto de retiro solicitado, según tipo de afiliado, sexo y nacionalidad¹
Al 7 de octubre de 2020



Fuente: Base de datos proporcionada por las AFP en el marco de la Ley 21.248.

Distribución de personas (%), según tramo de monto de retiro solicitado y tramo de edad
Al 7 de octubre de 2020

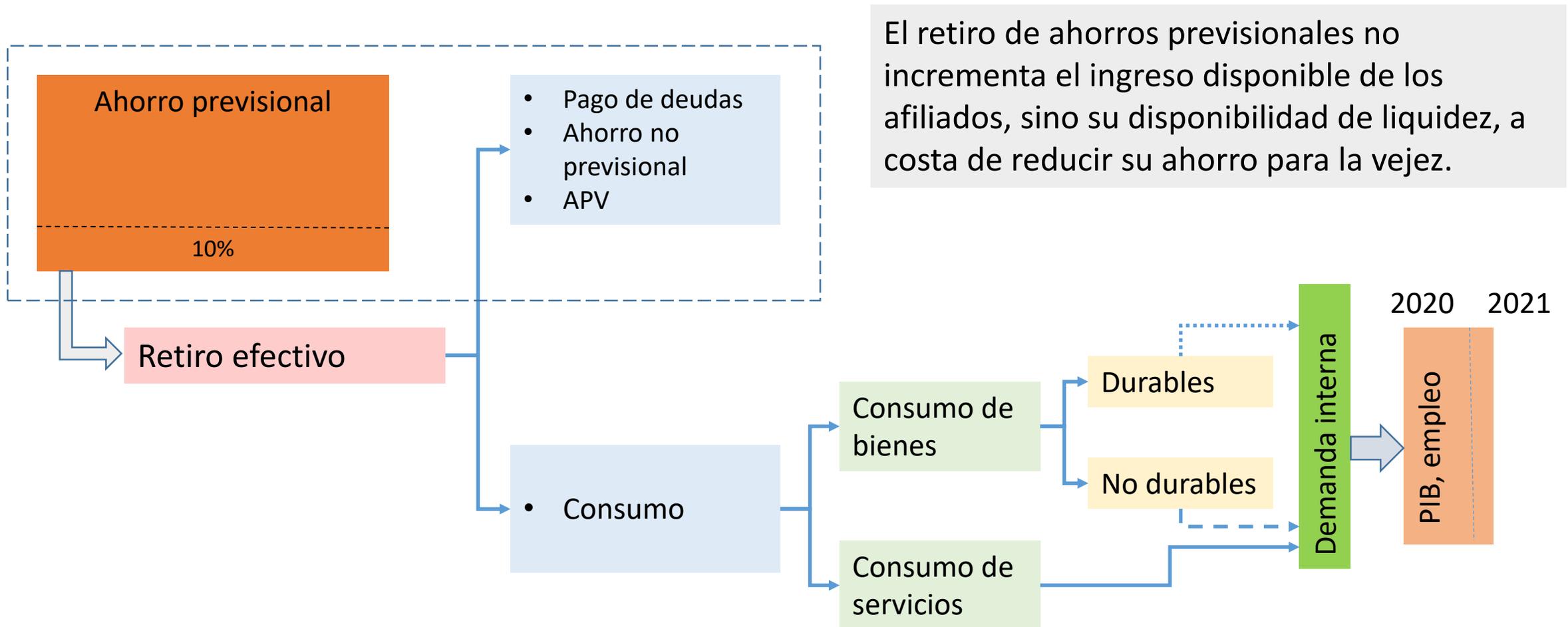


Fuente: Base de datos proporcionada por las AFP en el marco de la Ley 21.248.

Notas:

- (1) Se obtiene a partir de la información del Servicio de Registro Civil e Identificación a marzo de 2020. La categoría de chilenos incluye a nacionalizados.

Determinantes del impacto macroeconómico de la medida en el corto plazo



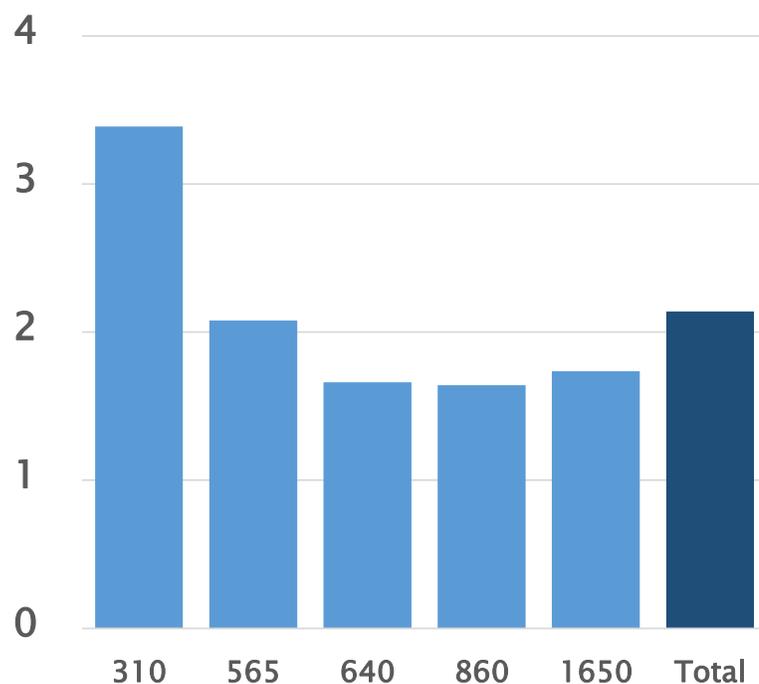
Determinantes del impacto de la medida sobre el PIB

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)

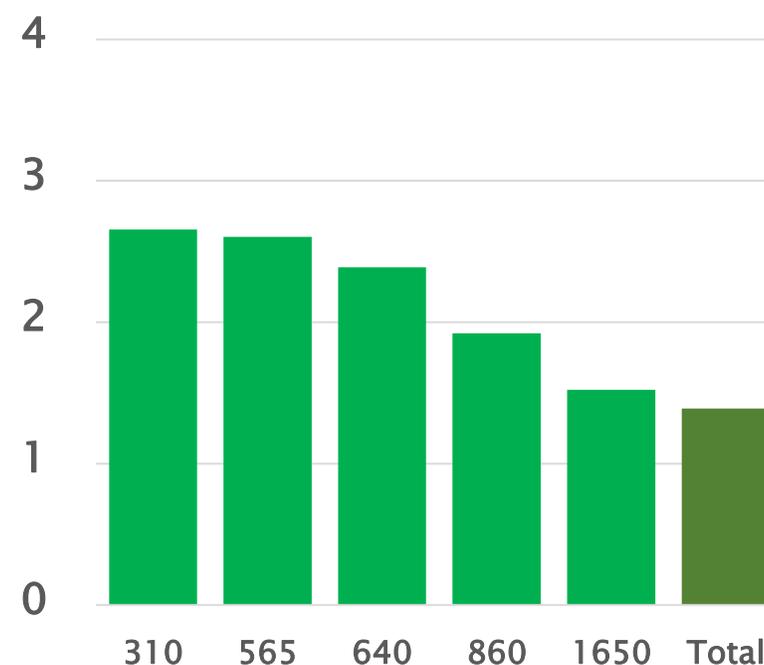
Determinantes dependen de perfil socioeconómico de los afiliados con derecho al retiro de fondos, percepciones sobre el futuro, incertidumbre, etc.

El afiliado mediano recibió un retiro de fondos superior a dos veces su ingreso laboral mensual. En el caso de tener alguna deuda morosa, el monto retirado cubriría casi 1,5 veces el saldo impago.

Monto retiro sobre ingreso mensual (1)
(veces, mediana)



Monto retiro sobre mora bancaria (2)
(veces, mediana)



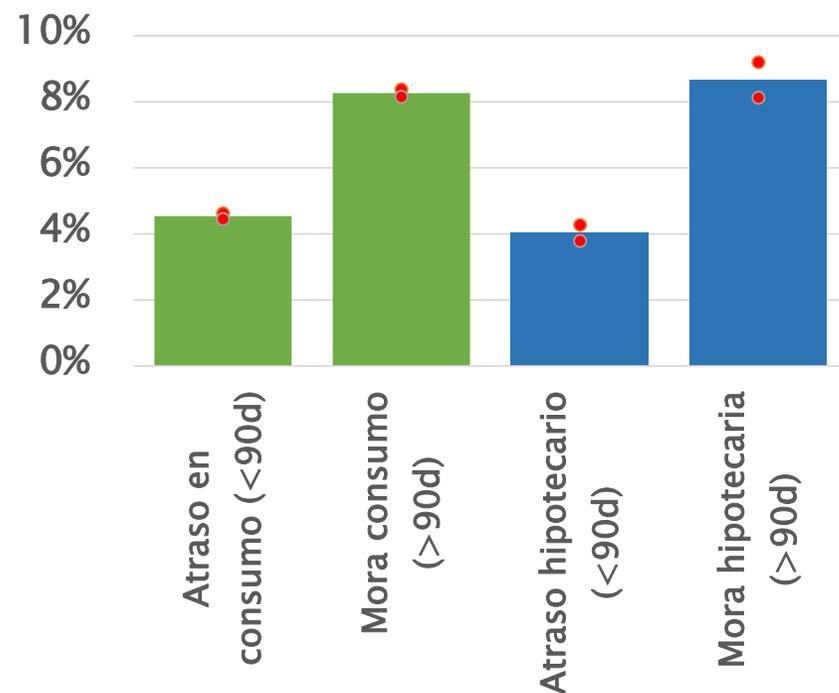
(1) Las categorías en el eje horizontal corresponden al centro de cada quintil de ingreso laboral.

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

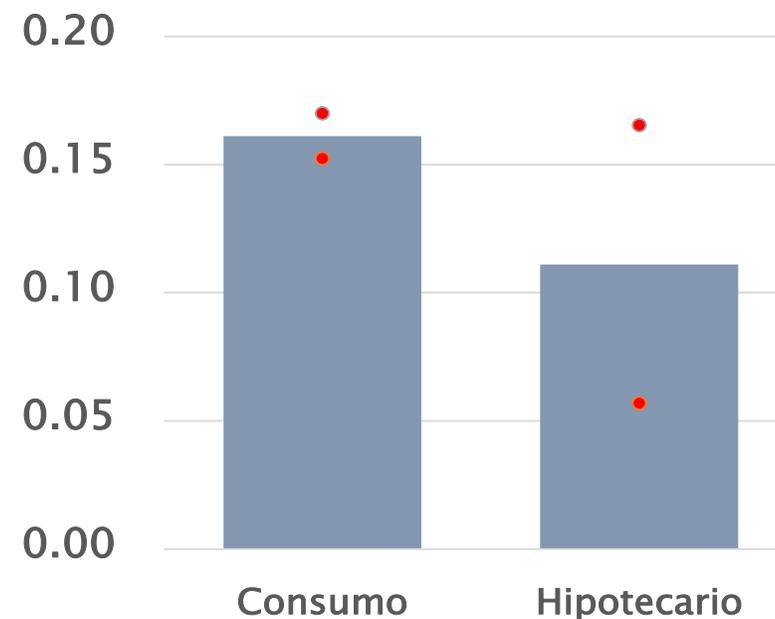
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones y CMF.

Entre junio y agosto se redujo la morosidad bancaria de quienes retiraron fondos respecto de quienes no lo hicieron. Un 8% más de individuos salió de mora en el primer grupo. De cada peso retirado de AFP, en promedio cerca de 15 centavos fueron a pagar deuda bancaria morosa.

Mejora en situación de impago (*)
(porcentaje de reducción del grupo en impago)



Disposición marginal a regularizar morosidad bancaria (*)
(pesos)



(*) 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.

Inversión de fondos retirados



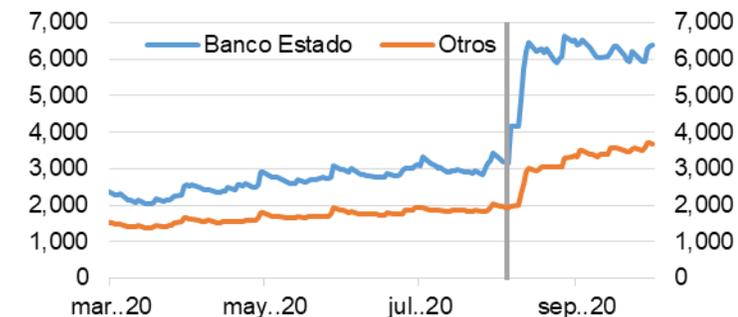
CONSORCIO

< Ir a Consorcio.cl

Si no lo necesitas hoy,
10% Invierte
en tu futuro

- 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
- Saldos en cuentas bancarias personales se encuentran actualmente muy por encima de las cifras de junio pasado
- Una proporción significativa de afiliados declaró tener intención de invertir los fondos en un negocio, existente o nuevo
- Evidencia cualitativa indica que esto está teniendo efectos sobre la oferta de trabajo

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



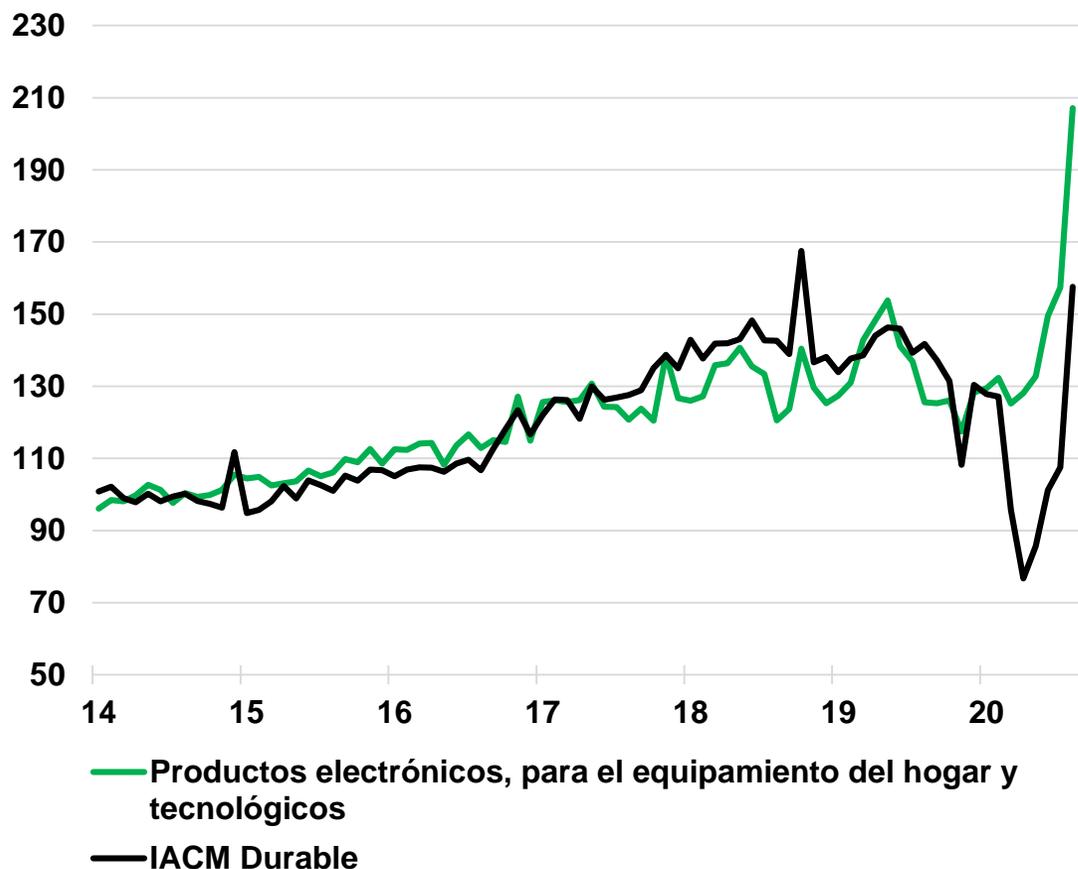
(1) Datos al 2 de octubre. Vertical corresponde al 7 de agosto, fecha en que comenzaron a informarse pagos de las AFP's.
Fuente: INE, Banco Central de Chile y SII.



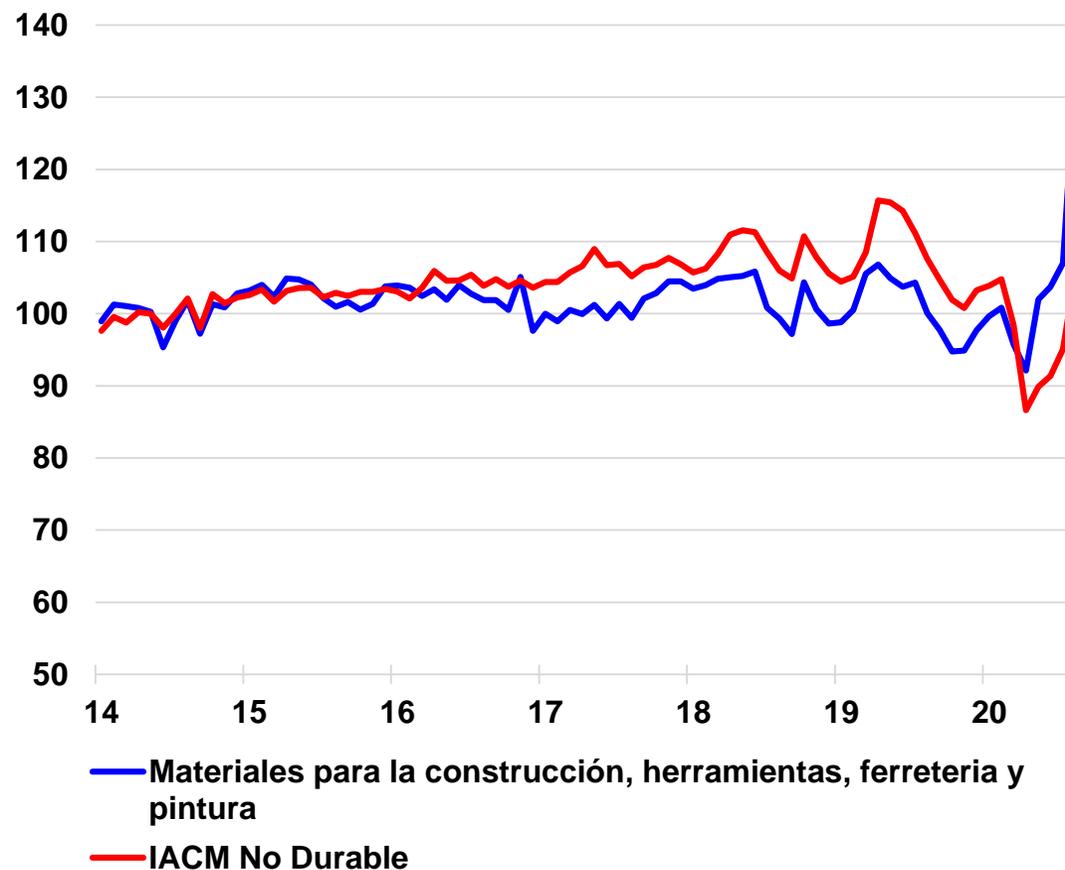
Impacto macroeconómico – Usos

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)

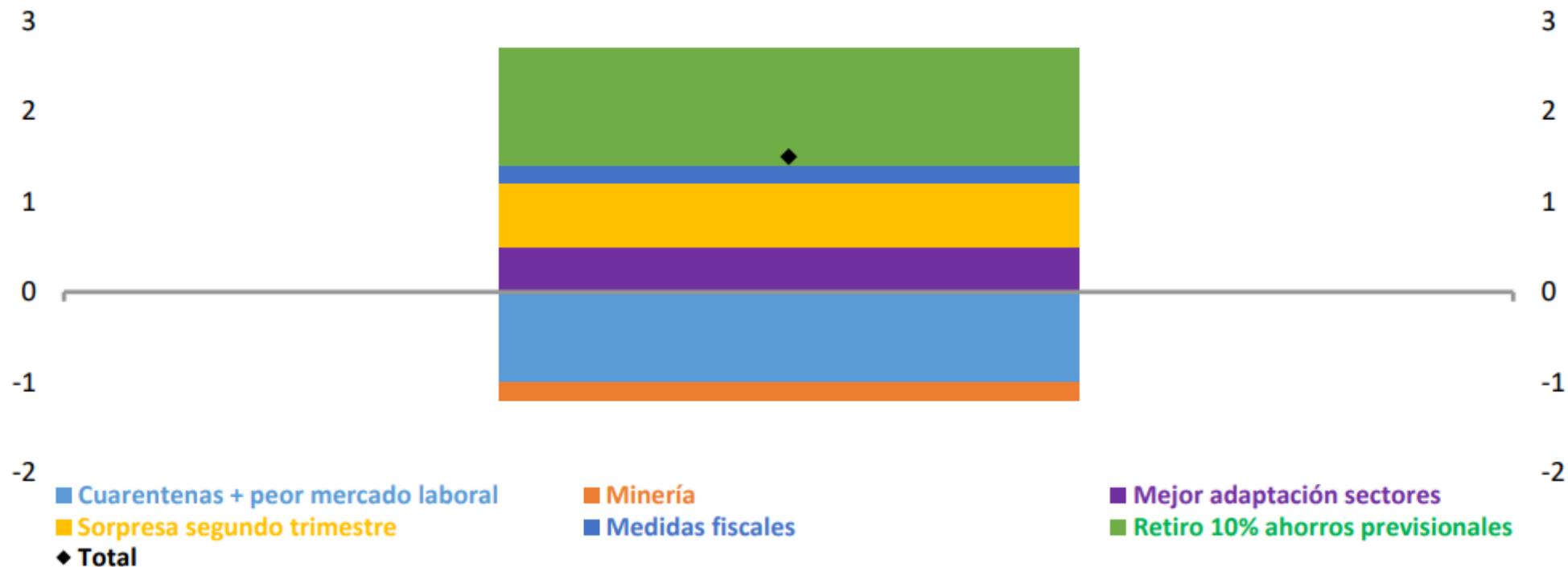


Estimaciones del Banco Central

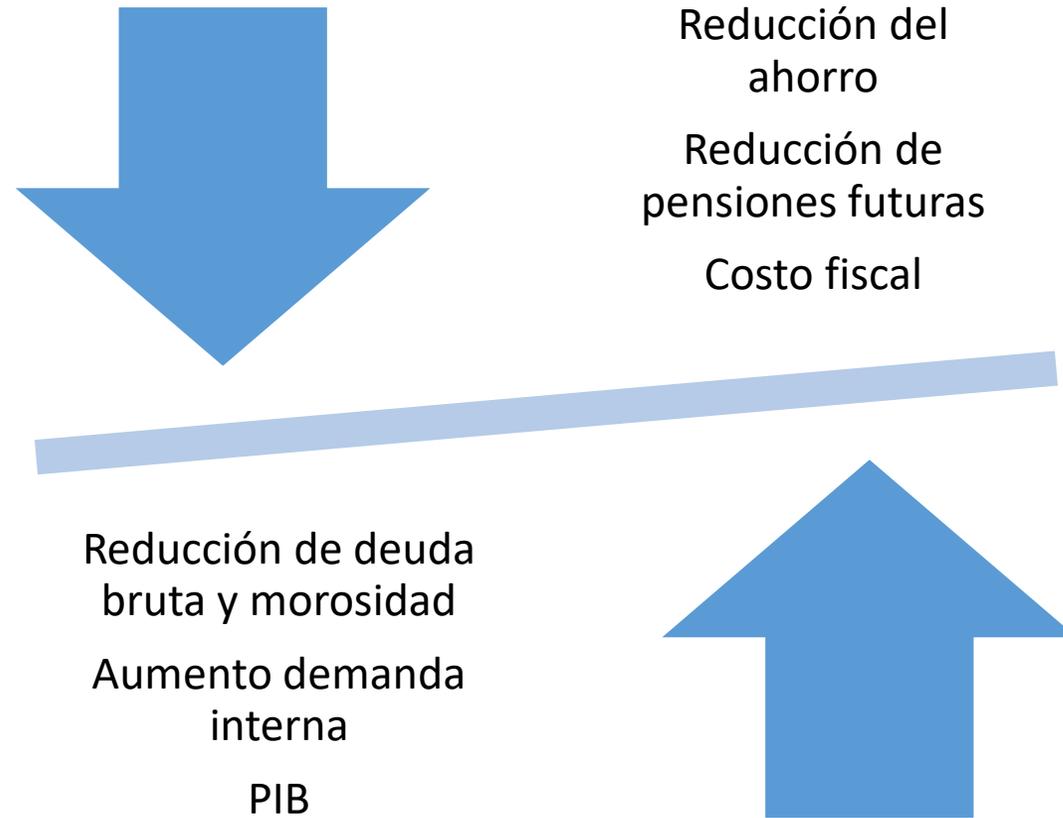
Proporción de fondos disponibles efectivamente retirados	% del potencial Millones de USD % del PIB
Proporción de retiro destinado al pago de deudas/inversión financiera	Se estima que la mitad de los retiros se destinarán a pagar deudas y realizar inversiones financieras
Proporción del retiro destinado 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%

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)



Comparando costos y beneficios económicos



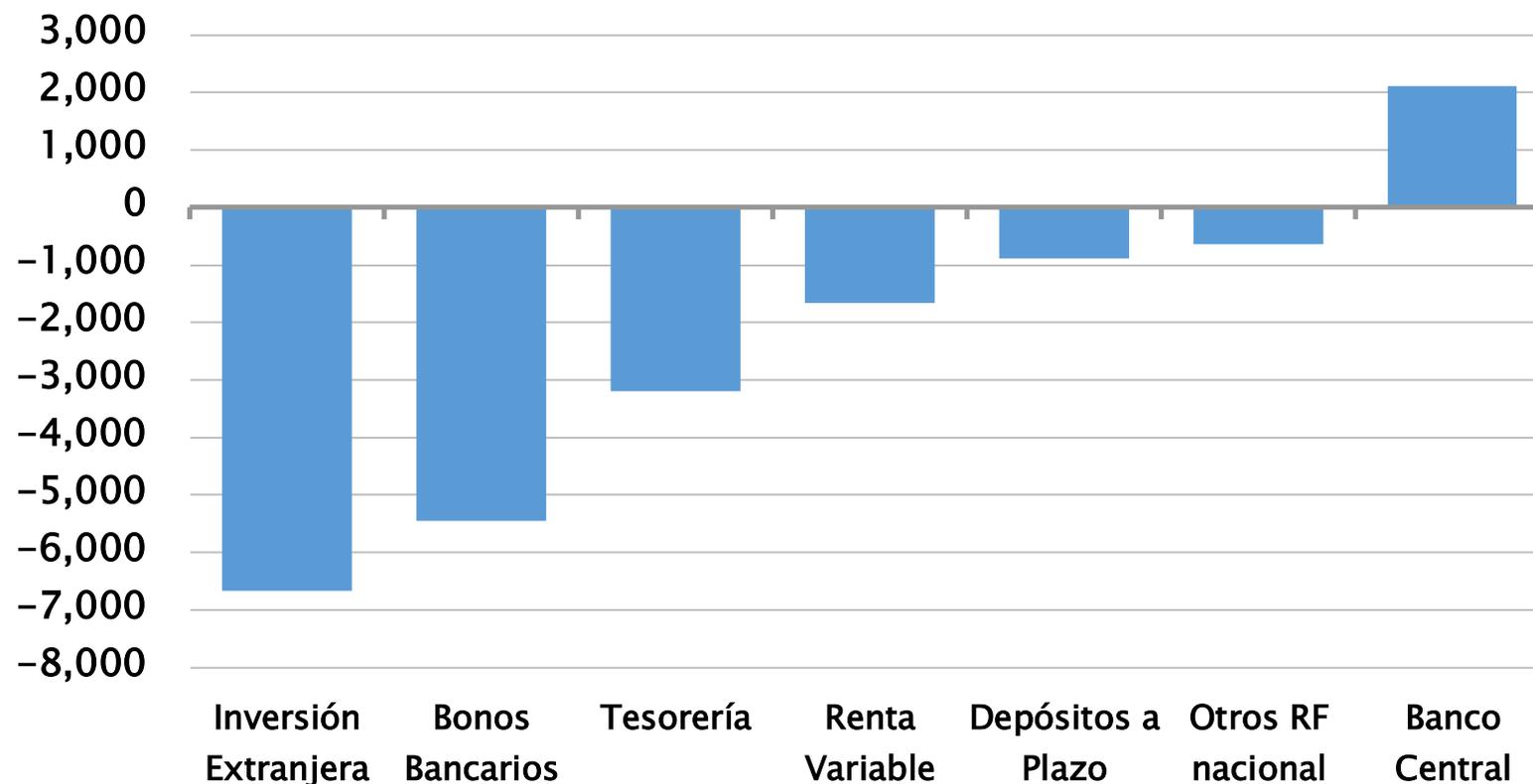
- Para generar un incremento del PIB de 1,2% en 2020, se ha reducido el ahorro previsional de los hogares en 6% del PIB, más un costo fiscal del 2,5% del PIB.
- En comparación, un incremento de la inversión pública financiado con deuda, por un monto equivalente de la reducción del ahorro privado elevaría el PIB en 6,3pp en un año.
- En otras palabras, la medida es entre dos tercios y tres cuartos menos efectiva que una medida fiscal equivalente

Efectos de largo plazo de una reducción del ahorro previsional

- Los posibles **efectos macroeconómicos de largo plazo** serían
 - 1. Reducción en tasa de ahorro**
 - Una fracción del retiro se iría a consumo reduciendo el ahorro. Si se ocupa 50% en consumo la pérdida de patrimonio neto de los hogares podría equivaler a 2.4% del PIB
 - 2. Aumento en prima de riesgo**
 - 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
 - 3. Menor inversión y menor 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
 - 4. Menor nivel de ingreso per cápita**
 - Con menor capital caerá la capacidad de producción y, por esa vía, el ingreso per cápita
 - 5. Menor nivel de ingresos laborales y pensiones**
 - El menor nivel de ingresos, reduciría los salarios y, por ende, las futuras pensiones
 - 6. Aumento en la deuda pública**
 - Si el gobierno quiere compensar en algo la caída de pensiones con mayor emisión de deuda externa pública, reforzando aún más el aumento en primas de riesgo
- Los mecanismos a través de los cuales se generan estos efectos de largo plazo están expandidos con más detalles [en el anexo](#)

¿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, incidieron en que efectos indeseados del primer retiro fueran acotados

1. 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 estos mecanismos, lo importante es que entregaron al mercado una señal de protección que fue efectiva.
2. 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 (por ej. para facilitar uso de la herramienta CCVP), de modo de facilitar el reacomodo y liquidación del portafolio de los FP.
3. 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. Las AFP también cuentan con incentivos regulatorios (rentabilidad mínima), lo que cautela 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

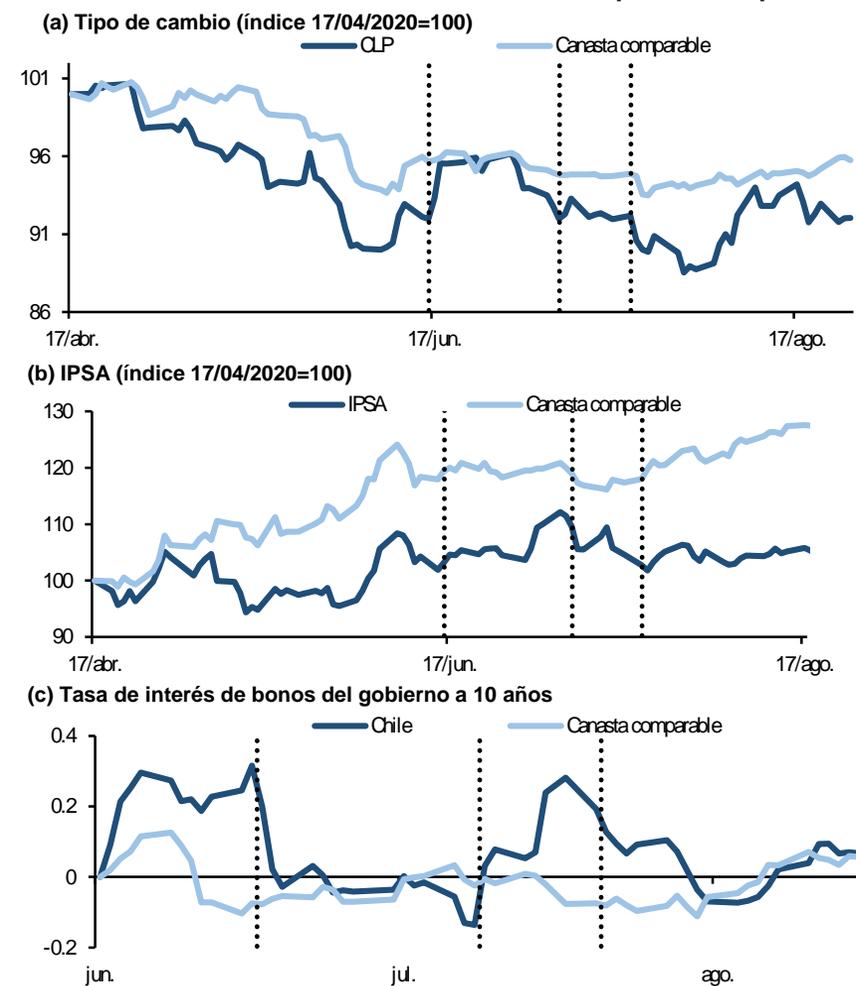
- Las medidas implementadas por el Banco Central tuvieron por objetivo el mitigar los impactos sobre el mercado financiero, considerando el tipo de instrumentos que los fondos de pensiones requerirían liquidar y la capacidad de actuar del Banco Central.
- El Banco Central tiene la facultad de comprar bonos bancarios y depósitos a plazo en el mercado secundario. Estos instrumentos permitían a los fondos de pensiones obtener parte importante de la liquidez requerida. En el caso de bonos bancarios, la compra y venta a plazo, permitía a los agentes obtener liquidez necesaria en el corto plazo y dar más tiempo para ajustar la cartera.
- La compra de 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 precio.
- La efectividad de estas medidas no dependen de su uso efectivo, sino de como afectan comportamiento de los agentes. Al existir este potencial de compra, se genera mayor tranquilidad en los mercados, lo que permite los ajustes de portafolio de manera gradual y sin mayores interrupciones. Sin embargo, es crítica la credibilidad de las medidas para lograr dicho efecto.

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



Respuesta de mercados financieros

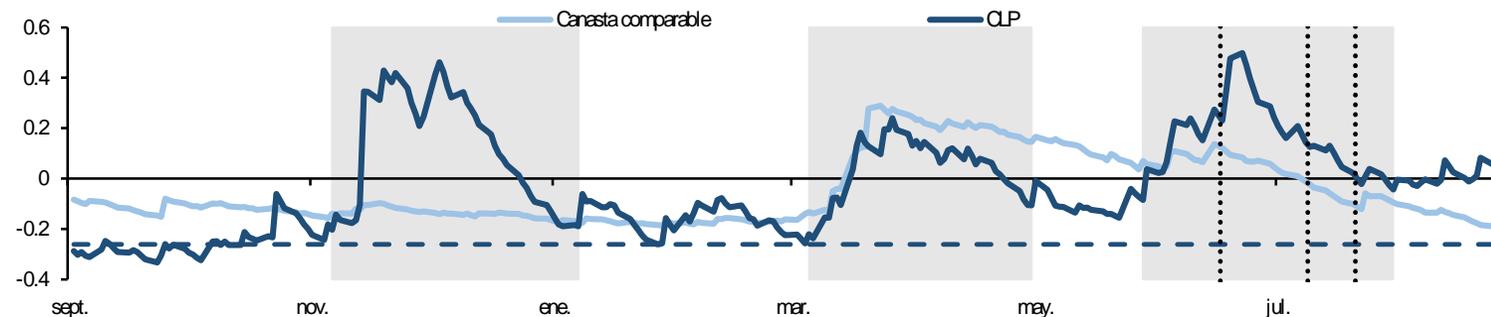
Evolución de activos locales versus canasta de países comparables (1) (2)



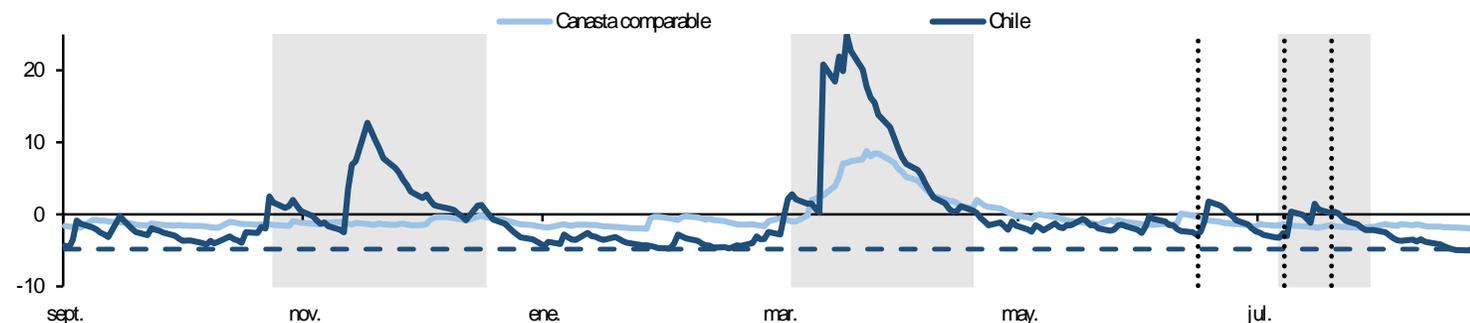
Fuente: Recuadro IPoM Septiembre 2020, Bloomberg, Banco Central de Chile

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

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



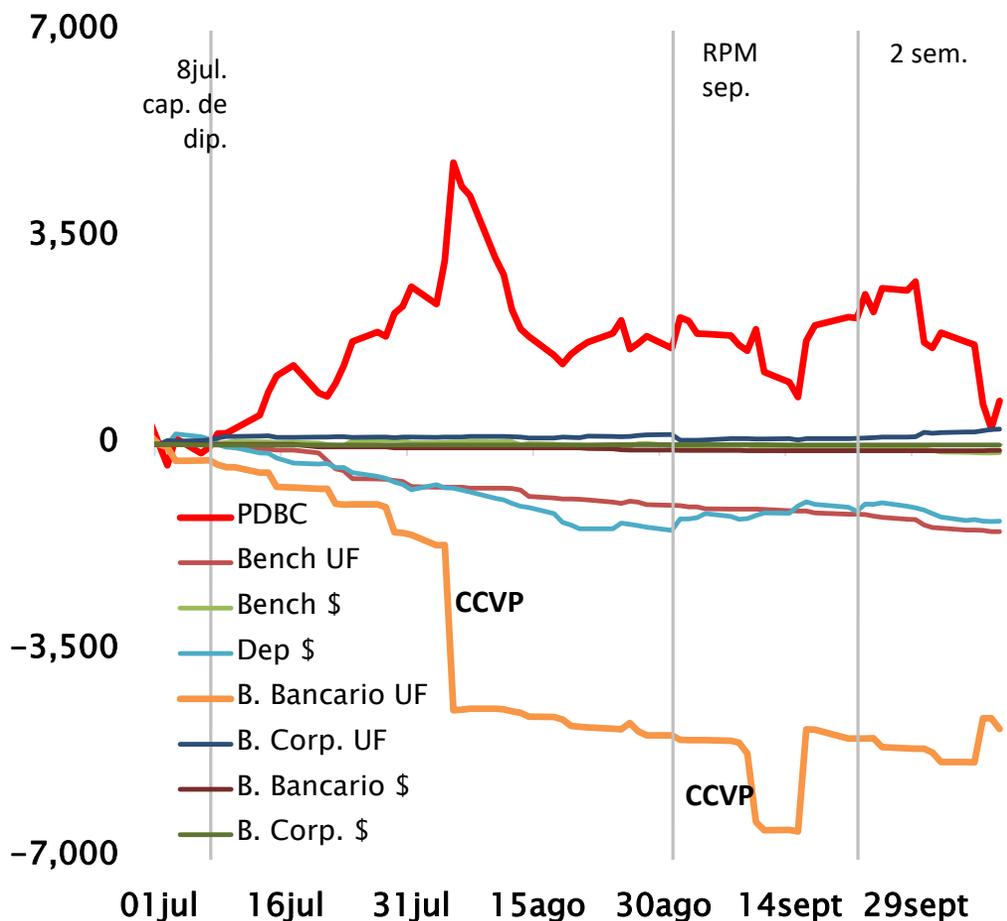
Tasa de interés de bonos del gobierno a 10 años (diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar estimados)



(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.

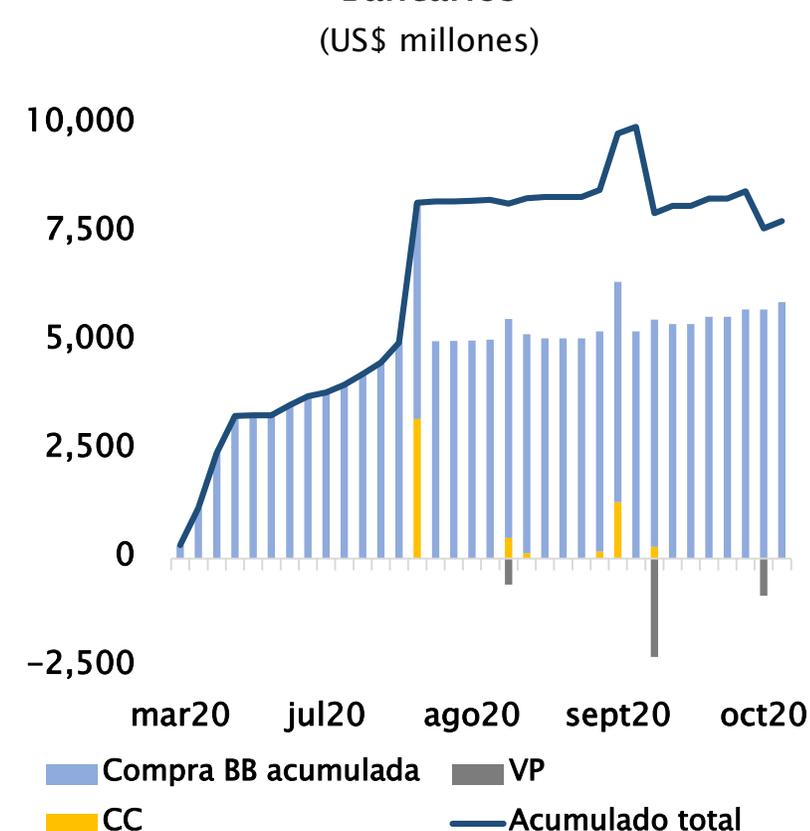
En particular, los FP incrementaron sus buffers de liquidez, para ello fue funcional la colocación de PDBC a 7 días. El retiro lo cubrieron con venta de BB, DAP, BT en UF y activos en el exterior (USD). La operación CCVP ha permitido amortiguar este ajuste de cartera

Fondos de Pensiones
(millones de dólares, base = 1jul.)



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
Total	1,114	11,671

Programa CCVP y Compra Bonos Bancarios
(US\$ millones)

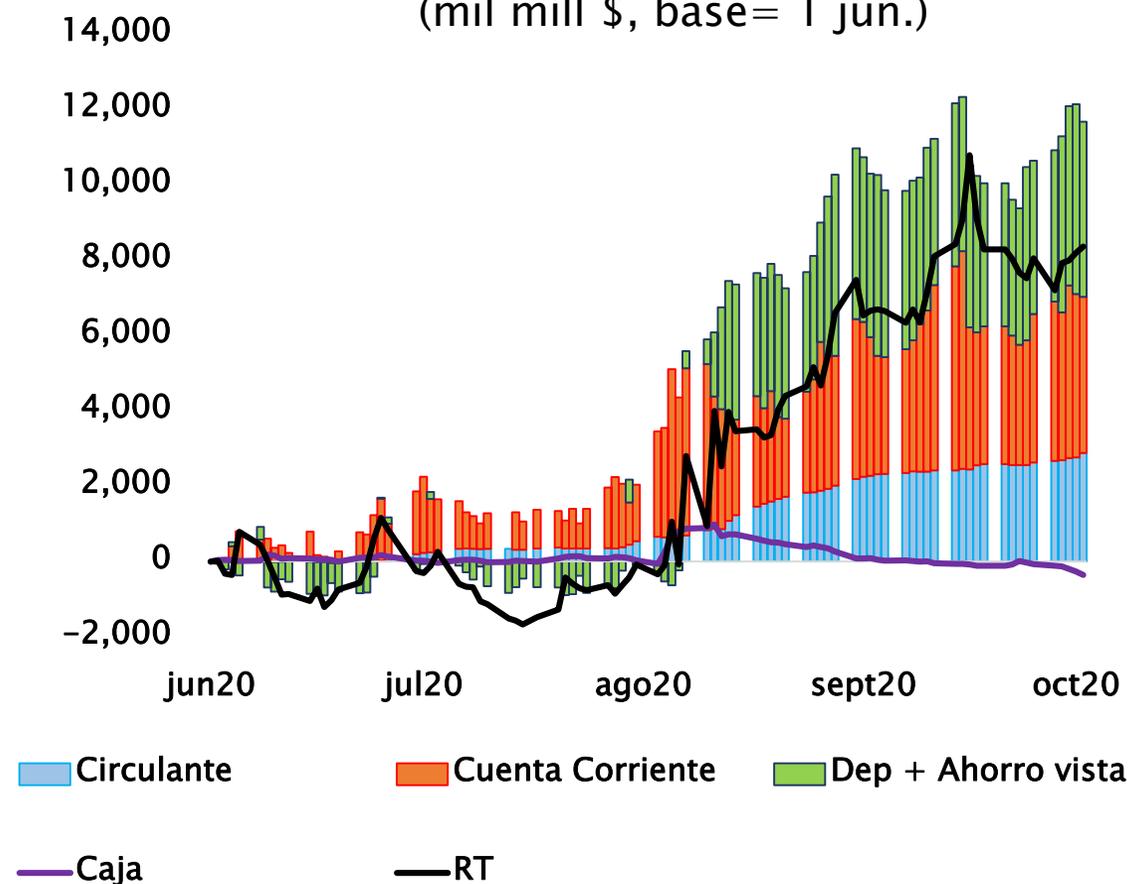


El retiro del 10% de FP tuvo efectos significativos en la liquidez en pesos del sistema y su composición, aumentando el circulante

	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
Caja	2,500	-16	-1	146	5	-444	-15
Reserv. Tec.	16,122	610	9	6,876	93	1,824	13

Componentes M1, caja y RT

(mil mill \$, base= 1 jun.)





3

Posibles efectos de nuevas medidas – Segundo Retiro

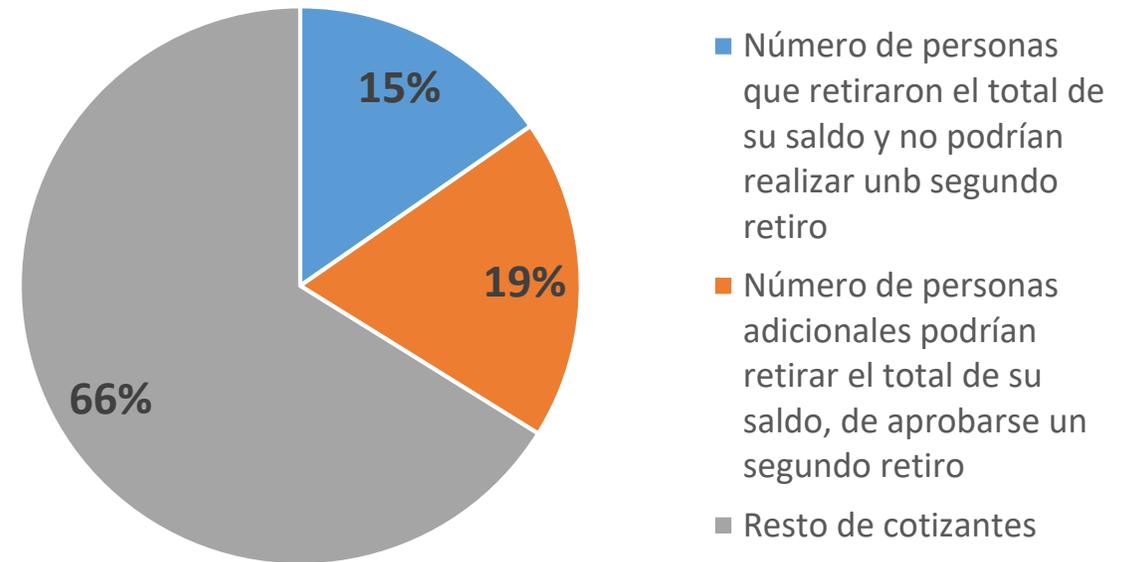
Similitudes y diferencias de un potencial segundo retiro respecto del primero: dimensiones, composición e impacto macroeconómico

Dimensión	Primer retiro	Segundo retiro
Naturaleza de la medida	Excepcional, por única vez	Repetitiva, ilimitada
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
Volúmenes máximos involucrados	21.000 MMUS\$	19.000 MMUS\$
Costo fiscal	2,5% PIB	Mayor, dado que una mayor proporción de beneficiarios tendrán ingresos en tramos afectos al Impuesto a la Renta
Relación fondos potenciales-consumo intensivo en empleo	Una proporción relativamente baja fue a solventar consumo habitual que incluye servicios (sectores más intensos en empleo)	Dado el perfil de beneficiarios, es esperable que la proporción destinada a inversiones financieras y consumo durable sea mayor
Impacto sobre mercados financieros	Muy reducido, por liquidación concentrada en activos externos	Más amplio, dada expectativa de nuevos retiros

Ante un segundo retiro, 34% de los cotizantes o 4.2 millones de personas, terminarían sin saldo para una pensión

- En el primer retiro, 1.9 millones de personas retiraron todo su saldo y no podrían realizar un segundo retiro (**15% cotizantes**)
- 2.3 millones de personas adicionales podrían retirar el total de su saldo, de aprobarse un segundo retiro (**19% cotizantes**)
- En total serían 4.2 millones de personas que terminarían sin saldo, lo que representa 34% del universo de personas que podría retirar

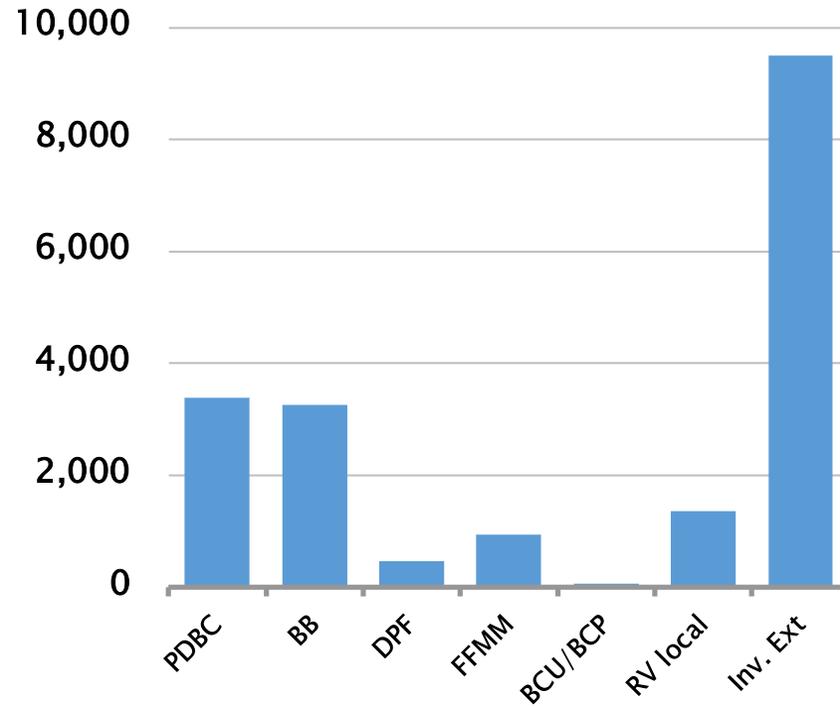
Efectos de un segundo retiro



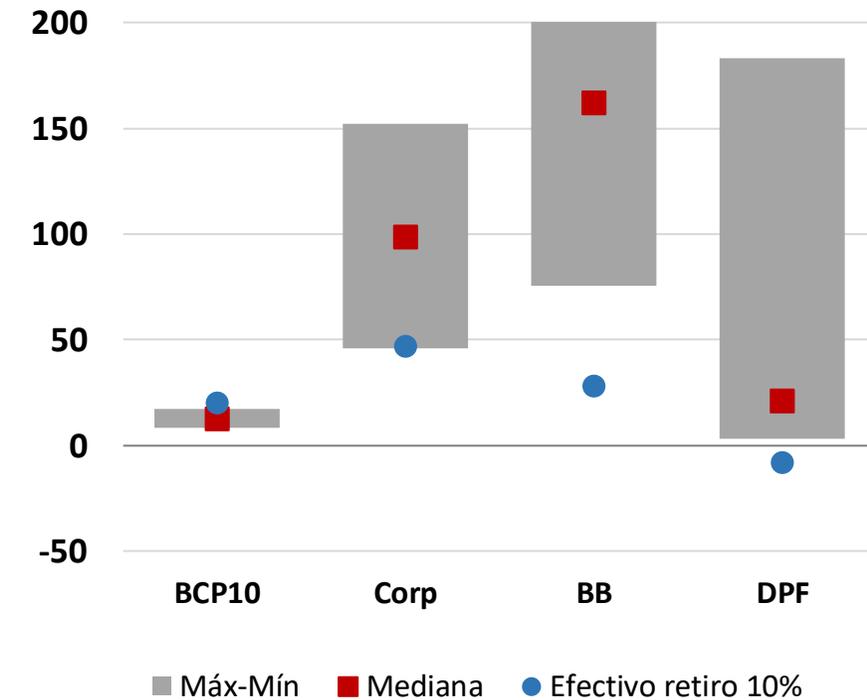
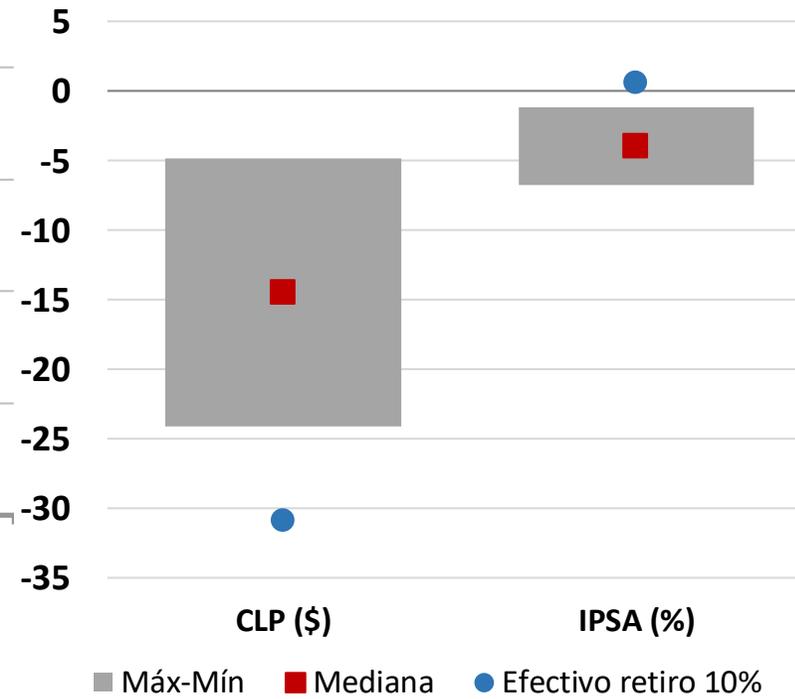
Fuente: Superintendencia de Pensiones

Basado en estimaciones de la SP, un segundo retiro de 10% de FP alcanzaría US\$19.000 millones, lo que presionaría en el corto plazo el mercado monetario y el de bonos bancarios, y relevantes liquidaciones de activos externos. Efecto sobre precios dependería de expectativas de nuevos retiros y margen de acción de reguladores

Liquidación portafolio FP (3)
(millones de dólares)

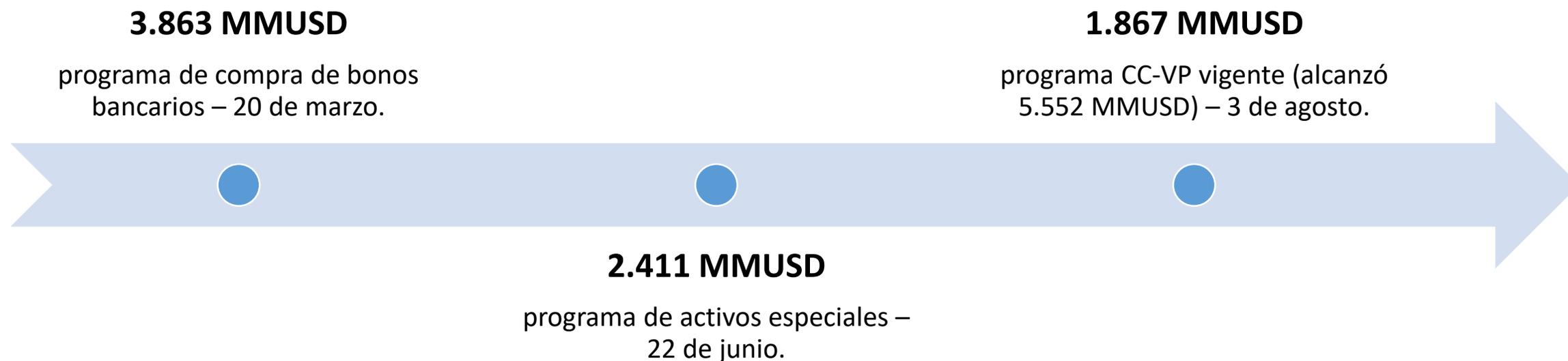


Estimaciones de impacto en precios antes escenarios de retiro del 10% de FP (1)(2)
(pesos, porcentaje y puntos base)



(1) El ejercicio considera las distintas alternativas y montos a liquidar. Los modelos utilizados son los estándares para el Tipo de cambio, IPSA y Tasa soberana a 10 años, además es incorpora un modelo para spreads de bonos AA y Spreads DPF-Swap3m. Cada especificación considera un control por la participación de Institucionales en cada mercado, y el potencial impacto en los escenarios de liquidación posible; (2) "Efectivo retiro 10% calcula entre el 15 y 31/Jul; (3) Estrategia de liquidación basa en "Liquidez", según monto estimado por SP.

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

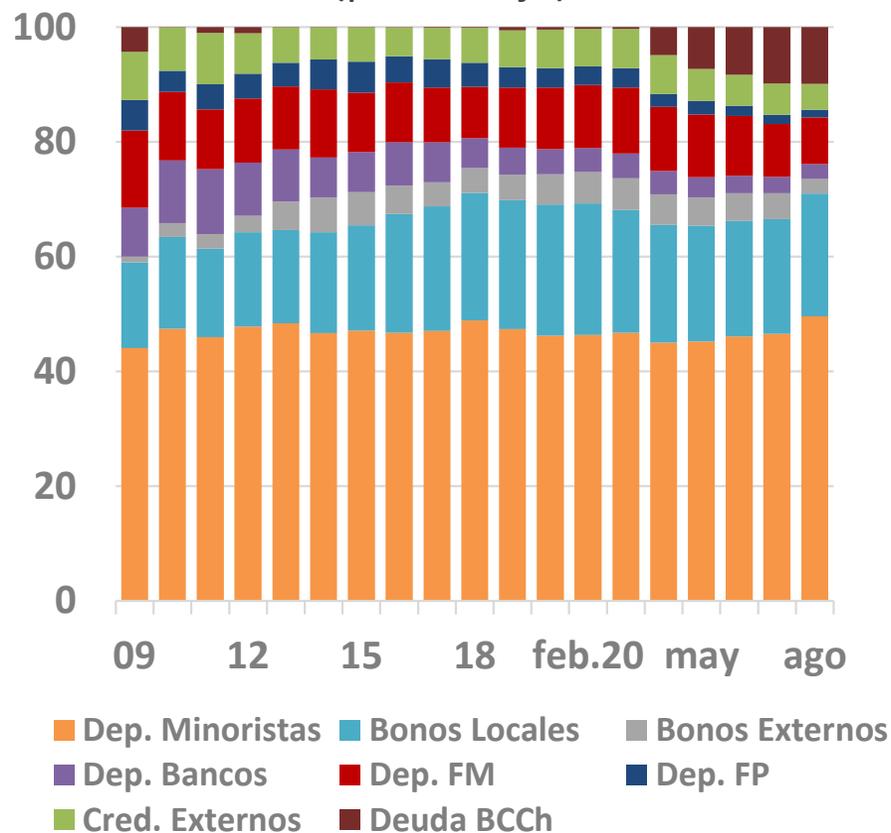


- Este monto agregado de 8.141 MMUSD asciende a casi el 14% de la emisión total de bonos bancarios en Chile.
- Entre diciembre de 2019 y agosto de 2020 el balance del BCCh creció un 83%.

Asimismo, luego de los programas implementados por el BCCh para facilitar el crédito a empresas, en conjunto con lo anterior, el 50% de sus activos hoy en día está explicado por acreencias en el sistema bancario.

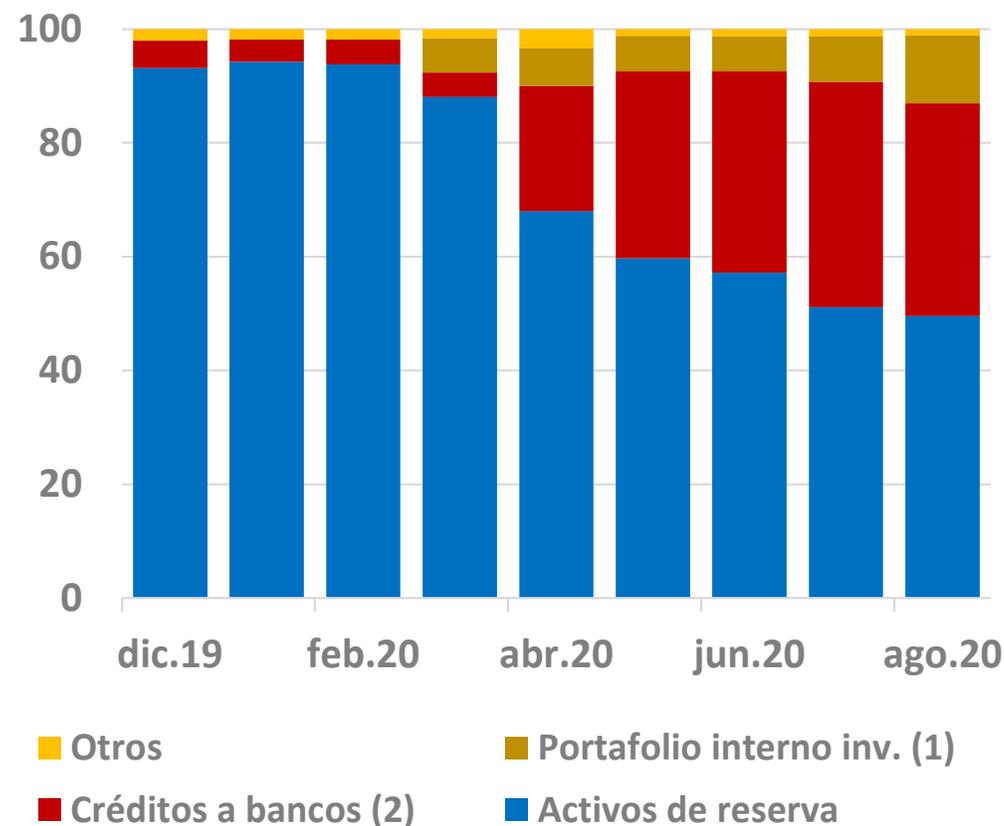
Composición de pasivos de la banca

(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.

¿Sirven las nuevas facultades del BCCh para mitigar los potenciales impactos financieros de un segundo retiro?

- Es importante recordar que la reciente constitucional que faculta al Banco a comprar instrumentos del Tesorería es de carácter excepcional y transitorio, tanto de eventos que pueden gatillarla, como extensión de las intervenciones.
- Si bien el BCCh tendría la facultad para comprar bonos soberanos que liquiden las AFP, esta no sería una compra temporal, dado que no necesariamente habría a quien venderle después.
- Tendría impacto sobre costo de emisiones de deuda del gobierno, lo que es una razón adicional para limitar la intervención del BCCh
- El ajuste de los mercados podría ser mucho más amplio, dada expectativa de nuevos retiros
- Cabe destacar que algunos de los activos afectado no son tampoco susceptibles de intervenciones del BCCh (Bonos corporativos, acciones)

A line graph with a grid background is shown, partially obscured by a dark blue horizontal band. The word "Visits" is visible in the upper left corner of the graph area. The x-axis at the bottom has numerical labels 10, 12, 14, 16, 18, 20, and 22. Two lines are plotted: a blue line that generally trends upwards and a brown line that fluctuates. The dark blue band contains the text "3 Posibles efectos de nuevas medidas –Retiro Rentas Vitalicias".

3

Posibles efectos de nuevas medidas –Retiro Rentas Vitalicias

El análisis del BCCh se centra en los efectos que estas mociones podrían tener a nivel de sistema financiero

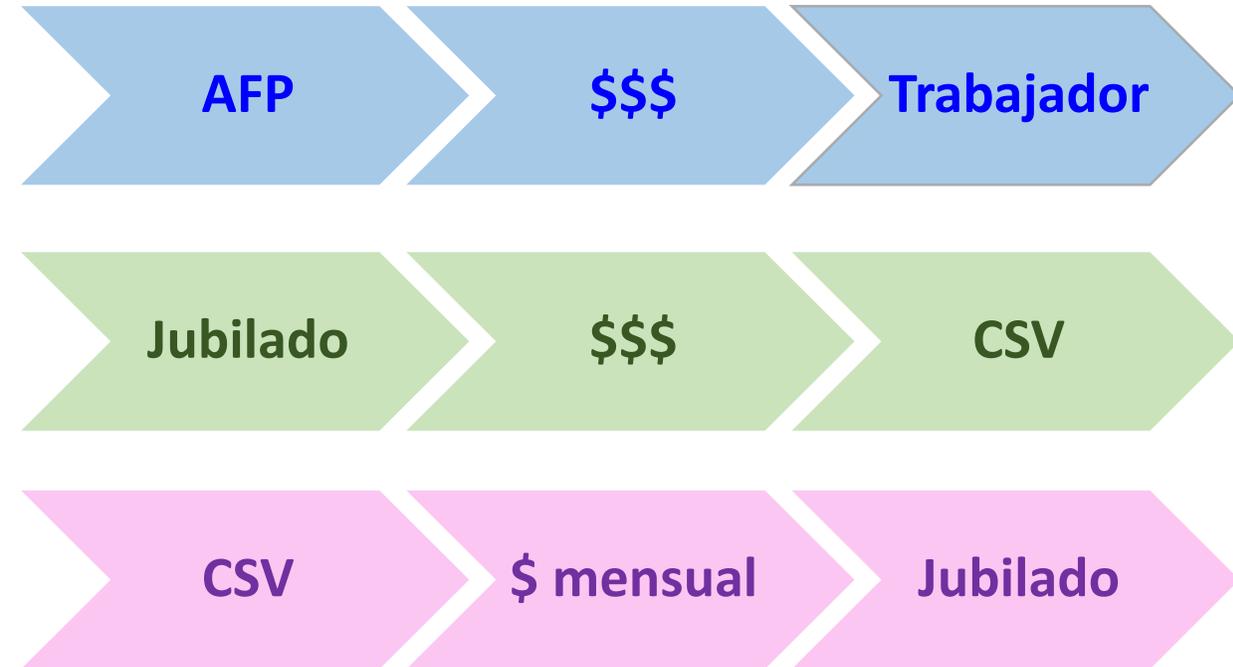
- Las compañías de seguros de vida (CSV), cumplen un rol fundamental como instituciones financieras e inversionistas institucionales:
 - Entre otros, las CSV toman a su cargo los riesgos de largo plazo correspondientes al pago de rentas vitalicias (RV), obligaciones documentadas en contratos sujetos a regulación especial.
- El resguardo de la confianza y certeza respecto del marco jurídico que rige el ofrecimiento, celebración y cumplimiento de dichos contratos constituye un elemento básico.
- La estabilidad y solvencia de las CSV constituyen factores relevantes que inciden en el cumplimiento del objeto legal asignado al BCCh de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, y que se vincula directamente con la preservación de la estabilidad financiera.

En las RV no existe un fondo individual susceptible de “retiro”, el FP es sustituido por un contrato entre privados

a) Afiliado a AFP retira los recursos acumulados durante vida laboral en el FP de su propiedad.

b) Con esos recursos, el jubilado “compra” una renta vitalicia a una CSV.

c) CSV adquiere una obligación de pagos de por vida al jubilado. Para ello invierte los recursos recibido en activos, típicamente ilíquidos, que le proveen flujos regulares.



Al seleccionar una Renta Vitalicia, el afiliado deja de tener la propiedad de sus fondos, que pasan a formar parte del patrimonio de la CSV. En contrapartida se genera un pasivo a la CSV por la obligación que adquiere de pagar la RV, que es respaldado por un conjunto de inversiones denominado Reserva Técnica.

Por lo tanto, al permitir un “retiro” de las RV, o adelantar pagos de las rentas vitalicias, se altera el principio de intangibilidad y los derechos de propiedad (CMF).



Los activos de las CSV son relativamente ilíquidos, pero proveen flujos estables para honrar sus obligaciones

Balance estilizado CSV

ACTIVOS	=	PASIVOS
Inversiones Financieras <i>bonos corporativos 31%</i> <i>bonos bancarios 9,7%</i> <i>otros</i>		Pasivos Financieros (deuda)
Inversiones Inmobiliarias 16%		Cuentas de Seguros (obligaciones x seguros y RV)
Inversión en exterior 17%		Otros Pasivos
Cuentas de Seguros (cuentas x cobrar)		Capital Pagado
Otros Activos		Reservas
		Resultados Acumulados
		PATRIMONIO

- A diferencia de las AFP, las CSV invierten una fracción importante de sus recursos en activos ilíquidos de largo plazo.
- Al verse obligadas a vender activos ilíquidos para cubrir el retiro, podrían generarse fuertes pérdidas en dichas ventas, ampliando riesgos de solvencia de las mismas.
- Entre las partidas más relevantes de sus activos, la inversión en el exterior es, en términos relativos, menos ilíquida.

Las mociones para permitir “retiro de fondos” de rentas vitalicias (RV) implicarían liquidación de activos

- i. **Moción 13763-07:** retirar hasta el 10% de los fondos acumulados en la Compañía de Seguros respectiva y que opera como administradora de dichos fondos.
- ii. **Moción 13764-07:** solicitar un pago anticipado, con un mínimo de UF35 y un máximo de UF150. Este será descontado a prorrata de la totalidad de los montos de pensión por pagar al asegurado.

- **Ambas mociones implicarían liquidación de activos:**
- En las RV no existe un fondo individual susceptible de retiro, si no un contrato entre privados que se vería alterado. Las CSV se verían obligadas a liquidar activos.
 - Adelantar pagos (moción ii) además reducirá las pensiones de los jubilados y potencialmente generaría nuevos pasivos al fisco.

La CMF estima escenarios de liquidación de activos entre 1.666 – 2.869 MMUSD para enfrentar posibles “retiros”

- **La CMF considera dos escenarios de liquidación de activos:**

Escenario base

65% de los actuales pensionados y el 20% de los beneficiarios solicitan el máximo monto posible

Escenario de riesgo

el total de pensionados retira el máximo monto posible

Total a retirar

1.666 MMUSD

El total a retirar

2.869 MMUSD

Fuente: Presentación “Consideraciones técnicas respecto de mociones para retiro de fondos en rentas vitalicias” realizada por CMF ante Comisión de Constitución Cámara de Diputados, octubre 2020.

Escenario base CMF, tomando como referencia lo reportado por Superintendencia de Pensiones respecto del total de personas acogidas al retiro del 10% de las AFPs.

Las CSV estarían incurriendo en un riesgo de mercado al verse obligados a vender en el corto plazo

- En caso de materializarse pérdidas por tener que vender activos en el corto plazo sin mayor posibilidad de buscar las mejores oportunidades, es posible que algunas CSV vean debilitados sus indicadores de solvencia.
- Esto reduciría la capacidad de la CSV para enfrentar sus obligaciones de pago y estarían en una posición más débil para enfrentar riesgos financieros, aumentando el riesgo que asumen los tenedores de póliza, en particular los pensionados por renta vitalicia.
- En el caso de la moción i (13763-07) no se estaría compensando a las CSV (reduciendo pagos por RV futuros a quienes “retiren fondos”) lo cual tendría un impacto directo en el patrimonio de la compañía.
- Cuando una CSV cae en insolvencia, se activa una garantía estatal, lo que aumenta el gasto fiscal y puede disminuir las rentas de los asegurados afectados.

En ambos casos se estarían alterando por los términos contractuales pactados entre privados

- Como vimos, en las EV no existe un fondo de propiedad del pensionado. En su lugar existe una obligación contractual de la CSV.
- Según ese contrato, la CSV se obliga a un pago mensual fijo en UF. Ambas mociones alteran las condiciones financieras de dicho contrato y los derechos de propiedad.
 - La moción i (13763-07) tendría un impacto directo en el patrimonio de las CSV: no hay compensación por los recursos que obtendría el pensionado fuera del contrato.
 - La moción ii (13764-07) a pesar de descontar “a prorrata de la totalidad de los montos de pensión por pagar al asegurado” modificaría los contratos de RV, alterando el monto y oportunidad de las rentas a pagar,
 - Ninguna permite que las partes acuerden ajustar las rentas futuras en base al nuevo riesgo, con criterios técnicos.

CSV	Inversionista Extranjero
Principal	Principal Financial Group, EEUU
Metlife	Metlife Inc., EEUU.
Ohio	Ohio National Financial Services, EEUU
Chilena Consolidada	Zurich Insurance Group, Suiza
BCI	Mutua Madrileña, España
Scotia	BNP Paribas, Francia
Mapfre	Grupo Mapfre, España

De esta manera, el “retiro” de fondos de rentas vitalicias genera un conjunto adicional de riesgos legales y reputacionales

- Las dos mociones propuestas alteran unilateralmente los contratos entre afiliados y CSV, afectando:
 - Intangibilidad de los contratos
 - Derecho de propiedad
- Con ello, una reforma como esta generaría riesgos de acciones cautelares, demandas en contra del estado y, eventualmente, demanda de compensaciones con motivo de expropiaciones
- Asimismo, al estar involucrados inversionistas extranjeros, sería probable acciones ante tribunales internacionales (CIADI)
- Sin perjuicio de la extensión de estos procesos y el resultado final de los mismos, el país se vería afectado por un aumento de la incertidumbre jurídica y deterioro reputacional

A line graph is visible in the background, showing two data series: a blue line and a brown line. The blue line starts at a low point, rises to a peak, dips, rises again to a higher peak, and then fluctuates. The brown line starts at a low point, rises to a peak, dips, rises again to a peak, and then fluctuates. The graph is overlaid with a dark blue semi-transparent rectangle. The word "Visits" is partially visible in the top left corner of the graph area. The x-axis has numerical labels 12, 14, 16, 18, 20, and 22. The y-axis is not clearly labeled.

4

Comentarios finales

Balance del primer retiro de ahorros previsionales e implicancias para iniciativas orientadas a replicarlo o ampliarlo

- El retiro de fondos de pensiones no genera ingresos adicionales para los afiliados, sino que entrega liquidez en el corto plazo, a costa de reducir ahorros de largo plazo. Si los fondos retirados se destinan íntegramente al consumo, el patrimonio neto del afiliado se reduce en la misma magnitud
- El retiro de 10% permitido por la Ley 21.248 fue aprobado con el carácter de una medida excepcional y única (por una vez), justificado en la magnitud del shock a los ingresos de los hogares provocado por la crisis del Covid-19 y las limitaciones de las ayudas estatales y se aplicó en el momento de mayor intensidad de la misma
- Esta medida excepcional tuvo un carácter universal y accedieron a ella afiliados de todos los niveles socioeconómicos, sin mayores condicionantes, incluido el de haberse visto afectado por la crisis
- Considerando la alta proporción de afiliados que retiraron sus fondos y el comportamiento posterior, puede concluirse que una fracción significativa de ellos no estaban enfrentando una situación de emergencia, destinando los fondos a propósitos distintos a la subsistencia familiar
- Por esas razones, el impacto de la medida sobre la demanda interna y la actividad, han sido importantes para la coyuntura, pero limitados, considerando la magnitud de la reducción de los ahorros previsionales.
- El carácter universal de la medida, unido a las medidas operacionales adoptadas por las AFP significó, sin embargo, un proceso ágil y rápido, lo que permitió que éstos dispusieran de sus fondos con mayor rapidez de lo habitual para programas de ayuda estatal
- Por su parte, las medidas adoptadas por los reguladores y el Banco Central, unido a los incentivos para mantener la rentabilidad de los fondos, permitió que el ajuste de las carteras se efectuaran con un mínimo impacto sobre los precios financieros, incluidas las tasas de interés de largo plazo
- En síntesis, no es que frente a esta medida no haya pasado nada; más bien, diversos actores se prepararon y actuaron con el propósito de minimizar sus efectos potencialmente disruptivos de corto plazo. Los efectos de largo plazo, por su parte, están determinados por la reducción del ahorro previsional y su impacto sobre el ahorro privado.

Balance del primer retiro de ahorros previsionales e implicancias para iniciativas orientadas a replicarlo o ampliarlo

- Un segundo retiro y/o su expansión a pensionados con rentas vitalicias no sería una mera repetición o ampliación en el margen de la medida anterior
- Aún habiendo transcurrido poco más de dos meses, existen diferencias importantes respecto de las condiciones en que se dio la primera medida:
 - Se trata de la repetición de una medida que se aseguró que se aplicaría por una sola vez; por lo que no hay forma de asegurar frente a la opinión pública y los mercados que no habrá un tercer, cuarto o quinto retiro
 - Duplica los beneficios para afiliados con mayores fondos acumulados y, probablemente, mayor nivel socioeconómico, incidiendo considerablemente menos sobre trabajadores y familias que enfrentan mayores dificultades
 - Ocurriría en un momento en que la economía ha iniciado un proceso de recuperación, en el que se están creando nuevos empleos y los subsidios estatales están fluyendo con mayor facilidad
 - En virtud de lo anterior, es altamente probable que se reduzca la proporción de fondos que se destinen a usos que estimulan la demanda interna, con un efecto más acotado sobre la actividad
 - Aumenta el efecto potencialmente disruptivo sobre los mercados financieros, al requerir liquidación de activos con mayor presencia local, exacerbado por la expectativa de retiros adicionales. Con ello, la capacidad del Banco Central y los reguladores para mitigar estos efectos será considerablemente más limitada
 - Dificulta cualquier reforma futura al sistema de pensiones, al requerir que una alta proporción de los nuevos recursos que se generen vayan a reponer los mayores fondos girados, y al alentar soluciones aún más individualistas para el financiamiento de la vejez, fuera de la seguridad social
- Adicionalmente, las medidas propuestas para un “retiro” de rentas vitalicias, aunque de menor magnitud relativa, tiene un potencial efecto sobre la solvencia de la CSV, la seguridad jurídica y la incertidumbre, considerablemente mayor, por afectar a contratos ya establecidos

Proyectos de reforma constitucional referidos a permitir un nuevo retiro de fondos de pensiones y uso de rentas vitalicias



Banco Central de Chile

14 de octubre de 2020

ANEXOS



Banco Central de Chile

14 de octubre de 2020

Existen al menos 4 canales a través de los cuales los retiros pensionales pueden tener efectos negativos para el crecimiento económico

- 1. Canal precio de activos:** Mayores retiros implican mayores ventas de títulos de compañías chilenas, presionando a la baja sus precios. Si estas caídas en precios se tornan persistentes esto desincentivará la inversión en estos papeles y, por ende, limitará las capacidades de estas empresas de invertir y crecer
- 2. Canal ahorro:** Si existe la percepción de que estas transferencias son ingreso disponible no anticipado y, por ende, no se compense perfectamente con nuevo ahorro, el ahorro total caerá. En una economía donde buena parte de la inversión se financia con ahorro doméstico, esto afectará de manera directa la cantidad de inversión, redundando en una menor acumulación de capital y menor crecimiento
- 3. Canal prima de riesgo:** Si el gobierno quiere compensar en algo la caída de pensiones (por ejemplo para compensar a aquellos quienes terminen teniendo una pensión por debajo de un umbral de pensión mínima), deberá elevar sus gastos. Si estos se financian con mayor emisión de deuda externa pública, es posible que esto pueda aumentar la prima de riesgo soberana. El mayor costo de financiación externa puede afectar las decisiones de inversión y acumulación de capital, impactando negativamente el crecimiento. El aumento de la prima de riesgo se puede dar también por la percepción de mayor fragilidad institucional en Chile.
- 4. Canal de impuestos:** si el gobierno decide financiar el mayor gasto pensional con mayores impuestos estos pueden afectar a la demanda agregada vía consumo y/o decisiones de inversión, dependiendo de la forma en que se implementan estos nuevos tributos

→ Los efectos macroeconómicos del menor ahorro siguen canales similares a los explicados en Banco Central (2017)

