



Proyecto de reforma constitucional para establecer un tercer retiro de ahorros previsionales

Mario Marcel
Presidente, Banco Central de Chile

Presentación ante la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado de la República
Lunes 19 de abril de 2021, vía *Zoom*

Marco institucional

- El Banco Central de Chile (BCCh) es un organismo público autónomo, de rango constitucional y de carácter técnico, que tiene como mandato legal “*velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos*”.
- Cuando el Banco concurre a invitaciones de comisiones de las ramas del Congreso Nacional en el marco de la tramitación de proyectos de ley, lo hace con el ánimo de aportar antecedentes, dentro del ámbito de su competencia, que puedan ser de utilidad para el análisis y discusión de tales proyectos.
- Dichos antecedentes se circunscriben a aspectos macroeconómicos y financieros consistentes con el mandato legal del BCCh. También puede entregar información relacionada con el ejercicio de sus demás atribuciones, por ejemplo, en materia de estadísticas macroeconómicas, o con la regulación de los medios de pago, incluyendo el efectivo cuya emisión es de exclusiva potestad del BCCh.
- El BCCh no tiene competencias para referirse a otros aspectos de los proyectos de ley en discusión, incluyendo materias sociales, fiscales, institucionales o de seguridad social, aún cuando éstos sean centrales a las iniciativas bajo análisis. Esto no implica en modo alguno desconocer su eventual relevancia desde el punto de vista de otros fines de interés general o bien común.
- La concurrencia a la discusión de iniciativas cuya constitucionalidad esté en discusión no debe interpretarse como una posición del BCCh sobre la materia, cuestión que debe ser resuelta en las instancias institucionales correspondientes.
- Las autoridades del BCCh que asisten a estas sesiones del proceso legislativo lo hacen como representantes de la institución y no están autorizados para entregar opiniones personales, aún cuando estén relacionadas con sus conocimientos, trayectoria o experiencia profesional.

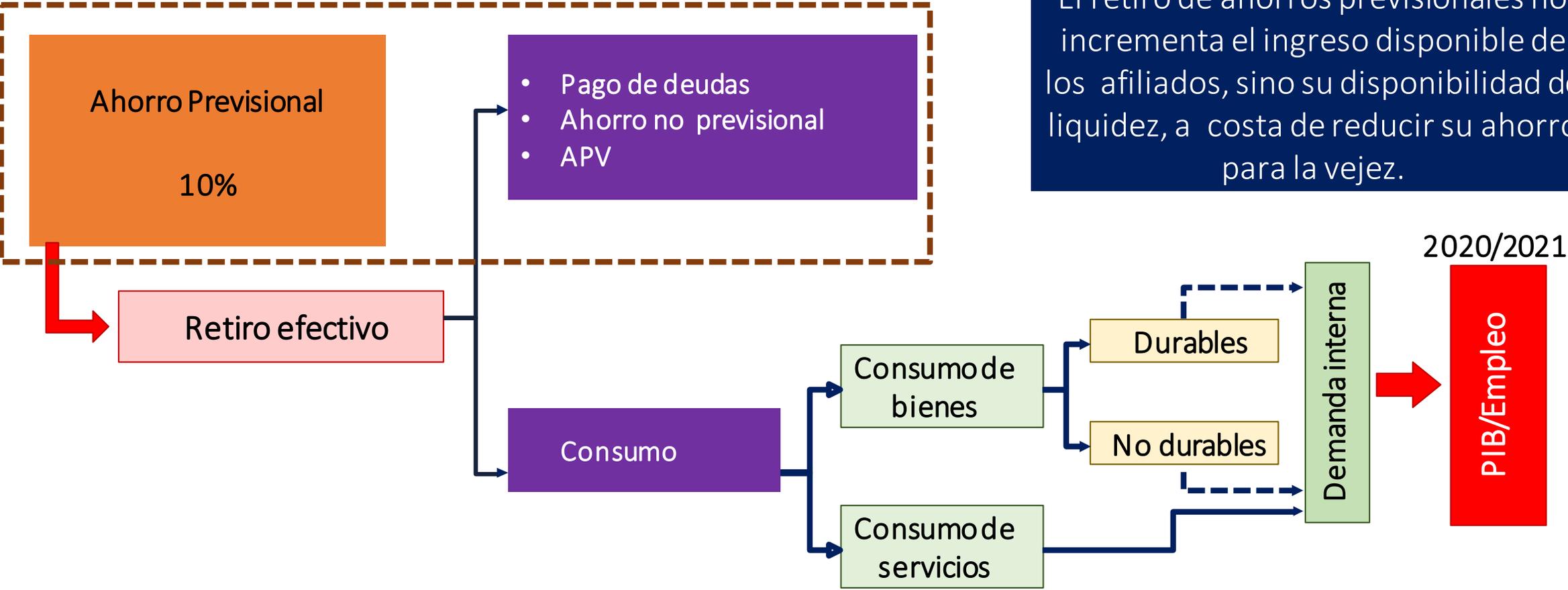
Dados los mandatos y competencias del BCCh y considerando la evidencia sobre las dos reformas anteriores en la materia, se analizarán cuatro aspectos del proyecto de reforma constitucional que permite un tercer retiro de ahorros previsionales:

1. Impacto macroeconómico de los retiros de ahorros previsionales
2. Efectos sobre los mercados financieros de los ajustes de portafolio de las AFP y medidas de mitigación
3. Comparación del PdL actual con retiros anteriores
4. Aspectos operacionales
5. Implicancias económicas de largo plazo



1. Impacto macroeconómico de los retiros de
ahorros previsionales

El impacto macroeconómico de corto plazo del retiro de ahorros previsionales depende del uso que los afiliados den a los recursos que retiran. El impacto será menor en la medida que una fracción mayor de estos fondos se destine al ahorro, al pago de deudas o al consumo de bienes importados.



El retiro de ahorros previsionales no incrementa el ingreso disponible de los afiliados, sino su disponibilidad de liquidez, a costa de reducir su ahorro para la vejez.

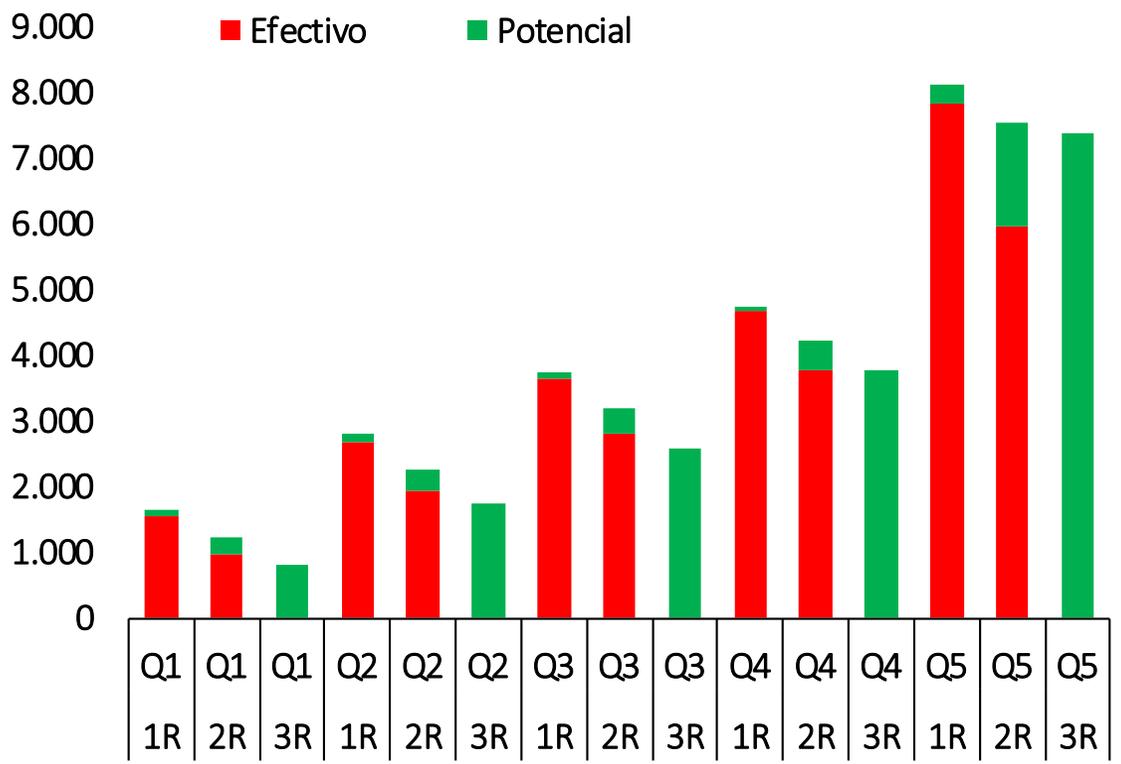
Factores que inciden sobre las decisiones de los afiliados

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)

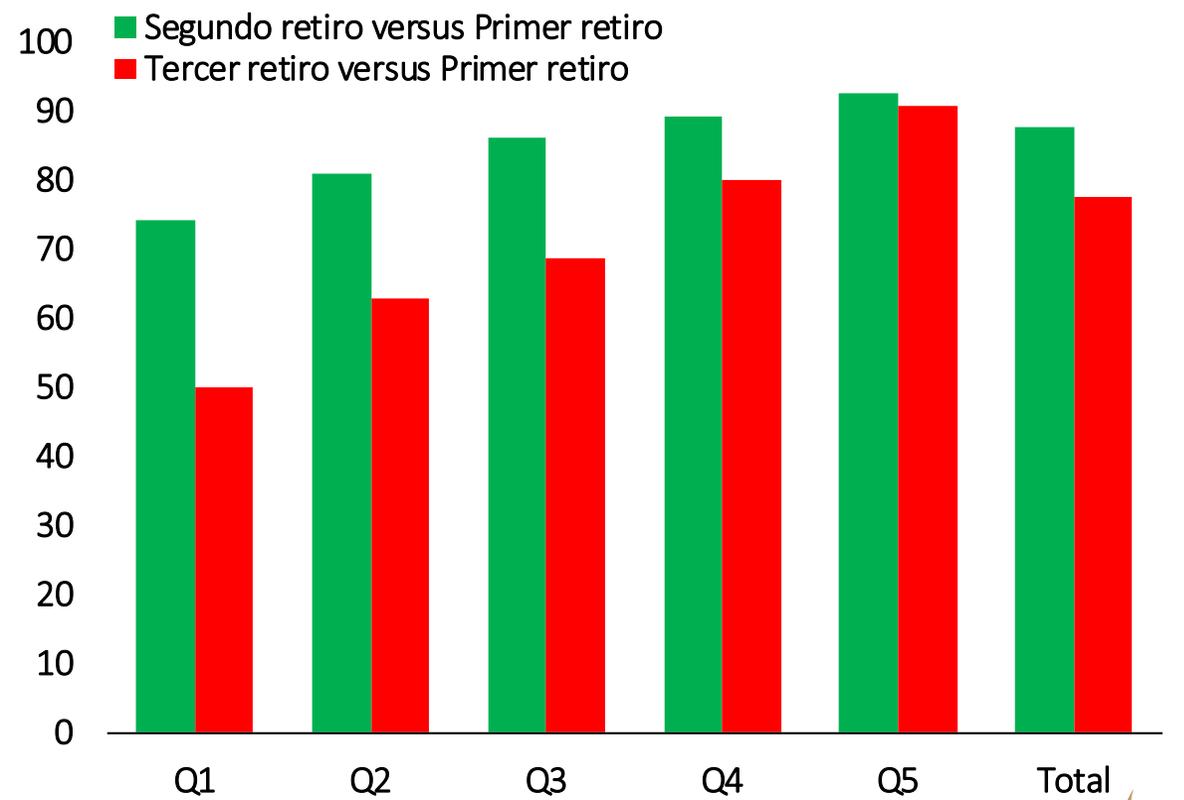
Determinantes dependen de perfil socioeconómico de los afiliados con derecho al retiro de fondos, percepciones sobre el futuro, incertidumbre, etc.

Los retiros de ahorros previsionales entregan liquidez a los afiliados en proporción a los saldos de sus cuentas, los que tienden a aumentar con el nivel de ingresos. En el primer retiro el 20% más rico de la población retiró en promedio 5 veces lo que retiró el 20% más pobre. En el segundo, esta relación subió a 6 veces. En un eventual tercer retiro esta proporción puede subir hasta 9 veces, especialmente si se mantiene la exención tributaria propuesta.

Primer, segundo y tercer retiro de AFP (*)
(millones de dólares)



Proporción segundo y tercer retiro de AFP vs primer retiro (*)
(porcentaje)

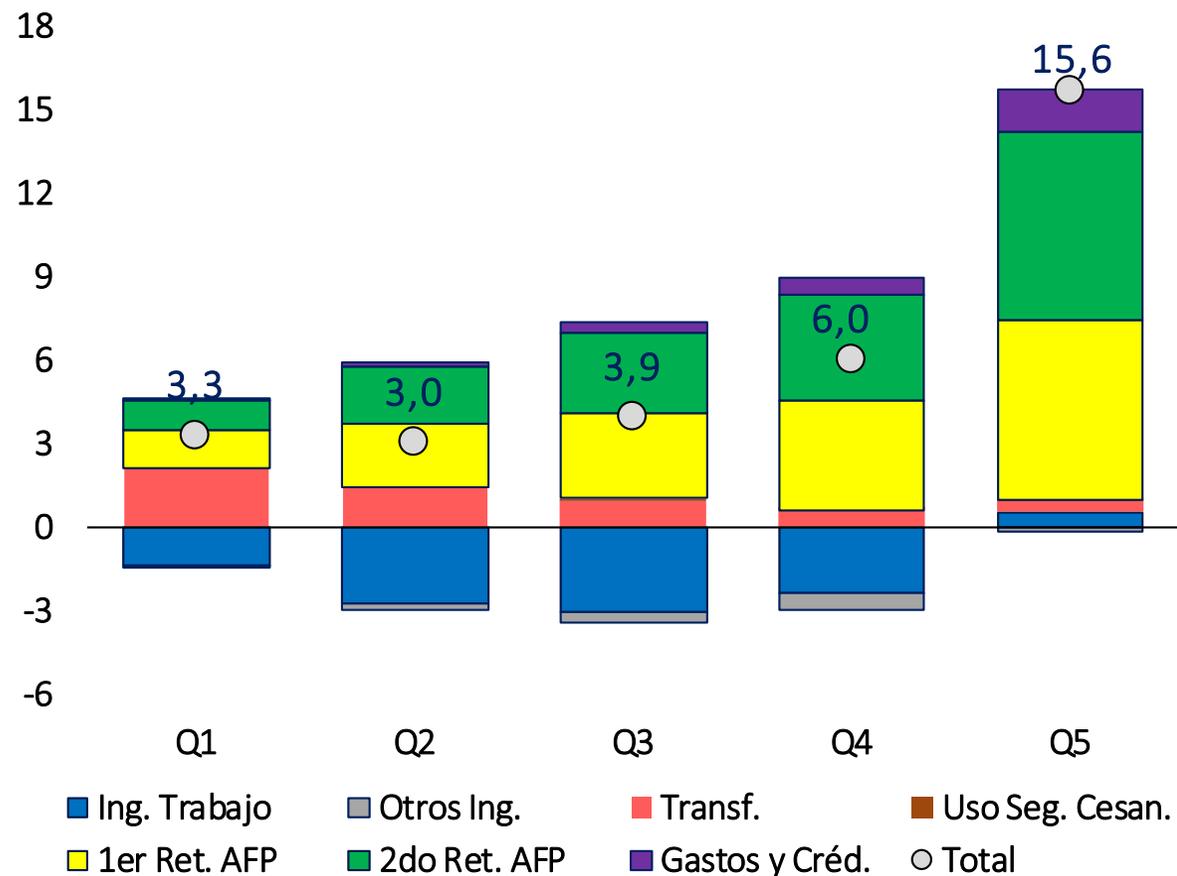


(*) Para el primer retiro se estima en base a información de la Superintendencia de Pensiones actualizado al 26 de febrero de 2021, para el segundo en base a información actualizada al 12 de marzo, y para el tercero se estima en base a los fondos disponibles y los movimientos observados en el primer retiro y potenciales del segundo retiro. Para la imputación por quintil se utiliza la distribución de ingresos imposables de los cotizantes de marzo de 2020 y se los ajusta por los retiros parciales anteriores. Se utiliza tipo de cambio de 720 CLP/USD. Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

Para todos los quintiles de hogares, los dos retiros previos compensaron con creces la caída ingresos de 2020. Un tercer retiro ampliaría esta diferencia, ya que medidas fiscales comprometidas compensarían caídas de ingresos de al menos los tres primeros quintiles. El 20% más rico acumularía una liquidez equivalente a casi 21.000 millones de dólares, equivalente a más de 8% del PIB, habiendo pagado impuestos sólo por una fracción del segundo retiro.

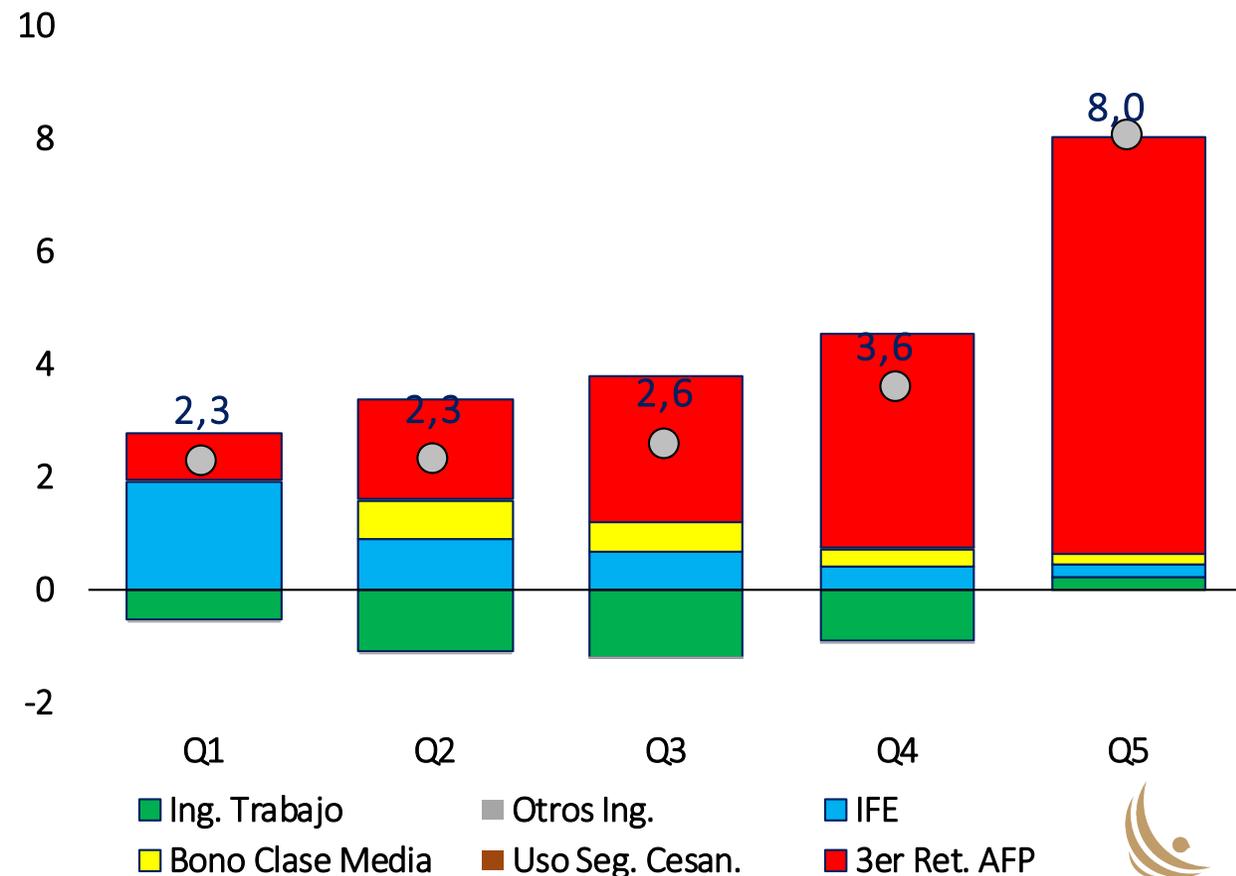
Variación de ingresos y liquidez según quintiles (1)

(para 2020; miles de millones de dólares)



Variación de ingresos y liquidez según quintiles (2)

(para 2021.I; miles de millones de dólares)



(1) Fuente: Barrero *et al.* (2020) (Banco Central de Chile). (2) Se proyectan que ingresos caen 4% similar 2020.I (CNSI), base de comparación 2019.I. Información de subsidios directos en base a Ministerio de Hacienda (22 de marzo 2021). Tipo de cambio de 720 CLP/USD. Para estimar los quintiles se imputa siguiendo metodología de Barrero *et al.* (2020).

El efecto de las diferencias en la propensión y urgencia por consumir entre segmentos de hogares se reflejan en el hecho de que al menos un 62% de los retiros anteriores no ha sido gastado. De esta cifra, casi el 85%—equivalente a casi un 7% del PIB—se mantiene aún en formas altamente líquidas, como cuentas corrientes, cuentas vista y depósitos a plazo.

Distribución estimada uso primer y segundo retiro de AFP (*)

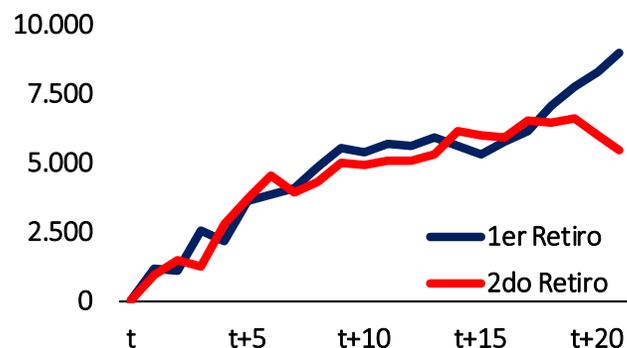
(miles de millones de pesos)

	MMM\$	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB
Retiro pagado a Enero:	24.500	100,0	12,2
Activos:	15.233	62,2	7,6
Cuentas Vista y Corrientes	8.984	36,7	4,5
Ahorro tradicional	4.092	16,7	2,0
Ahorro previsional	910	3,7	0,5
Ahorro para la vivienda	449	1,8	0,2
Reducción de Morosidad y Reprog.	798	3,3	0,4
Consumo bienes	3.734	15,2	1,9
Sin identificar	5.532	22,6	2,8

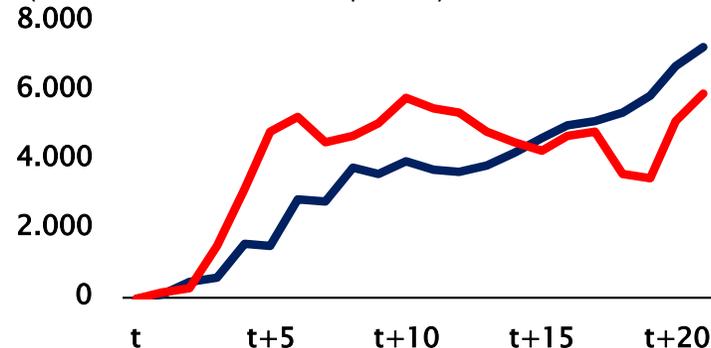
(*) Para detalles sobre su elaboración ver capítulo V del IPoM Marzo 2021. Fuentes: Banco Central de Chile en base a Barrero *et al.* (2020), Comisión para el Mercado Financiero, Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de Pensiones y *Transbank*.

La mantención de parte importante de los fondos retirados en formas altamente líquidas se refleja en el comportamiento del agregado monetario M1, que incluye saldos en cuentas bancarias, depósitos vista y circulante. Hasta ahora no se observa una reversión de estos agregados.

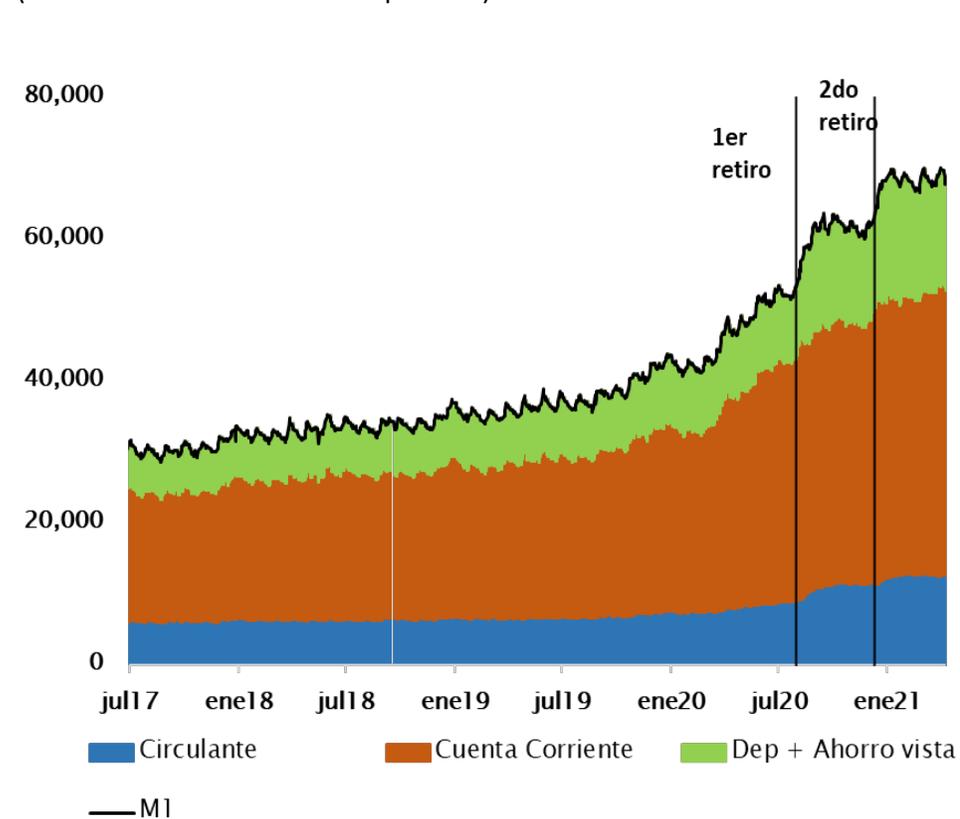
Crecimiento M1 (*)
(miles de millones de pesos)



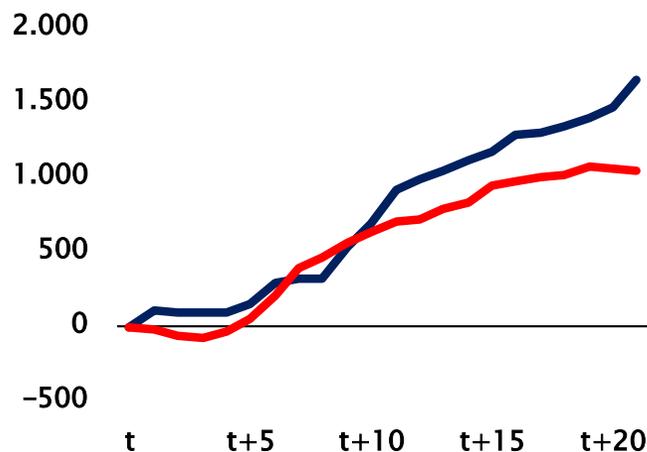
Crecimiento RT (*)
(miles de millones de pesos)



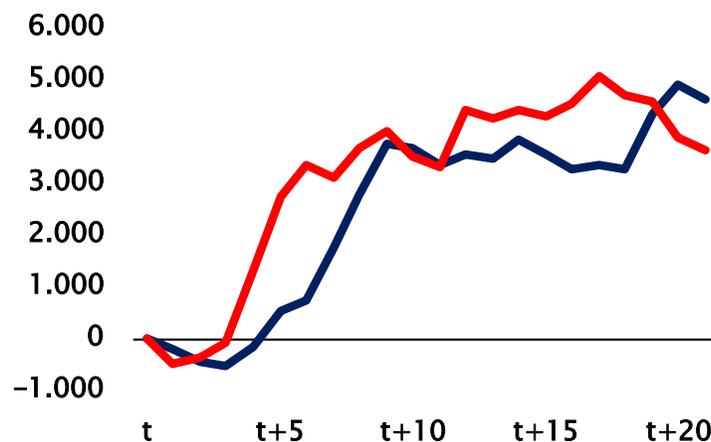
Componentes M1 (*)
(miles de millones de pesos)



Crecimiento circulante (*)
(miles de millones de pesos)



Crecimiento Dep + Ahorro vista (C.RUT) (*)
(miles de millones de pesos)



(*) "t" corresponde al inicio de las solicitudes para cada retiro: 30 de julio 2020 y 10 de diciembre 2020. Fuente: Banco Central de Chile.

Efectos estimados sobre el consumo y la actividad

- Dadas las diferencias en el volumen máximo de retiros, el uso de los retiros anteriores y la creciente concentración en afiliados de mayores ingresos, puede estimarse que el impacto de un eventual retiro sobre el consumo sería cercano a un tercio del del primer retiro.
- Similares proporciones se aplicarían al impacto sobre el PIB, donde el efecto se diluye por el sesgo a importaciones.
- Dado que las decisiones de consumo tienden a espaciarse en el tiempo, parte del impacto sobre el PIB se percibiría en 2022, con lo que el efecto incremental sobre el PIB de 2021 sería inferior a medio punto porcentual.
- Más importante para el consumo y la actividad de 2021 serían mejoras de las expectativas, menor incertidumbre y reducción de las restricciones sobre el consumo de servicios, que pueden alentar que una mayor proporción de los fondos líquidos acumulados se vuelquen al consumo, considerado entre escenarios de sensibilidad en el IPoM de marzo de 2021.

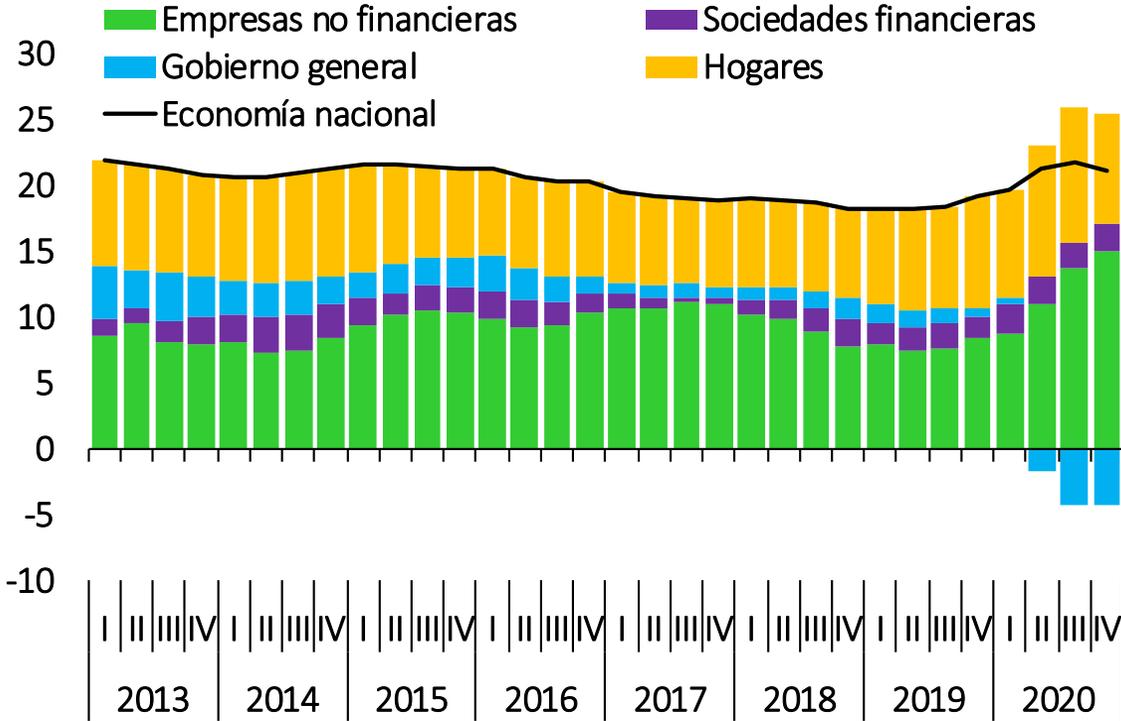
Uso proyectado de montos retiros en consumo y PIB (2020-2022) (*)			
	1er retiro AFP	2do retiro AFP	3er retiro AFP
Consumo (% del PIB 2020)	[3,0 – 3,6]	[1,6 – 2,3]	[1,0 – 1,5]
PIB	≈ 1,8	≈ 1,0	≈ 0,6

(*) Fuente: Banco Central de Chile. Barrero *et al.* (2020). El tercer retiro tiene menos efecto, dado que los primeros retiros llegaron en momento de mayor necesidad de liquidez de los hogares. Además el tercer retiro está más sesgado a quintiles de ingresos más altos que poseen menor propensión marginal a consumir.

El retiro no afecta directamente el ahorro de los hogares dado que los fondos se obtienen de la liquidación de ahorros previsionales de largo plazo. El aumento del ahorro nacional en 2020 se concentró en el sector corporativo no financiero, explicado en buena medida por el aumento del precio del cobre. A su vez, las necesidades de financiamiento de la economía se redujeron por la fuerte caída de la inversión.

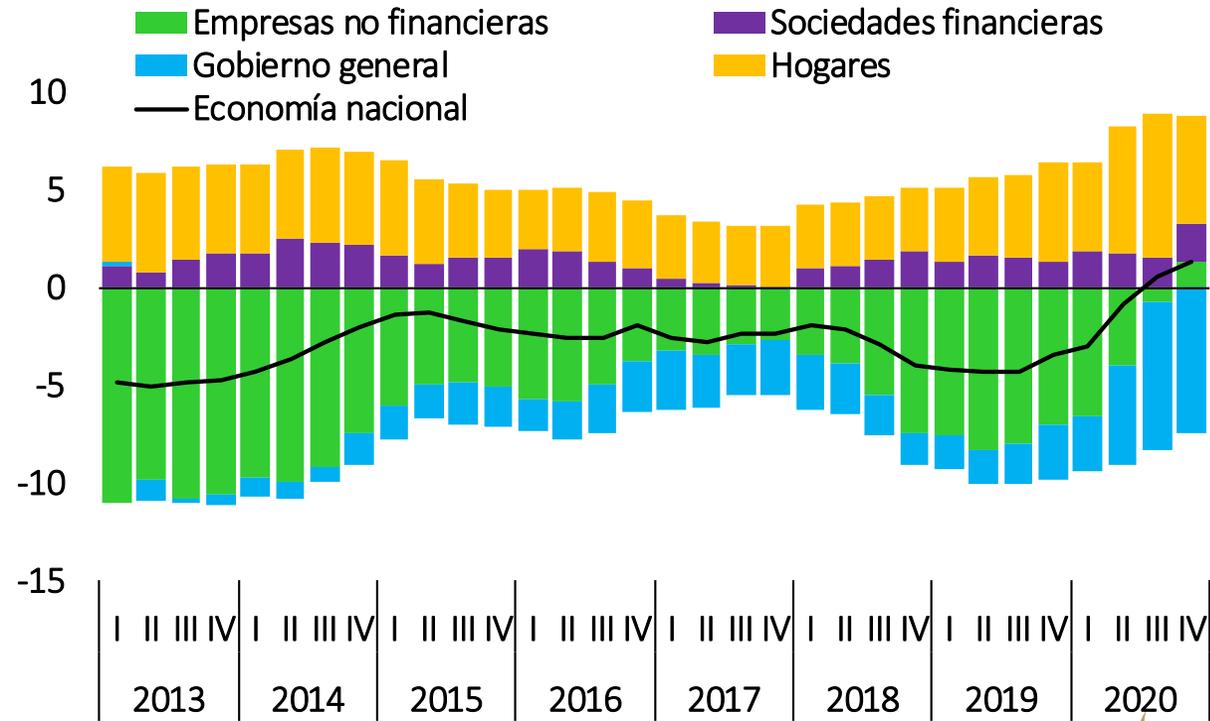
Ahorro bruto por sector institucional (*)

(porcentaje del PIB; promedio móvil anual)



Capacidad/Necesidad de financiamiento por sector institucional (*)

(porcentaje del PIB; promedio móvil anual)

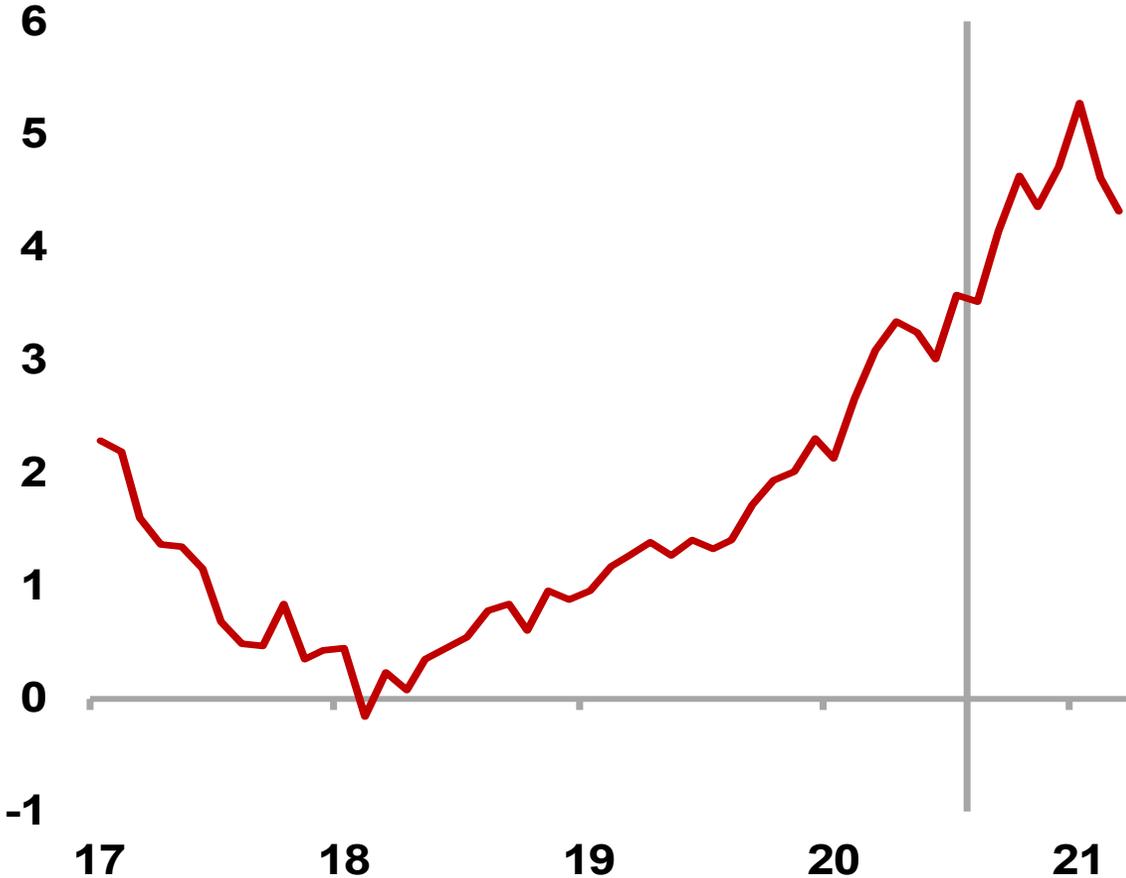


(*) Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el primer y segundo retiro los precios de aquellos bienes con mayor demanda o restricción de oferta tuvieron saltos significativos. Un nuevo retiro pondría nuevas presiones pero más acotada dados los menores montos a consumir. Un escenario más complejo se daría en caso de un vuelco de fondos líquidos acumulados al consumo, lo que podría requerir una respuesta de la política monetaria

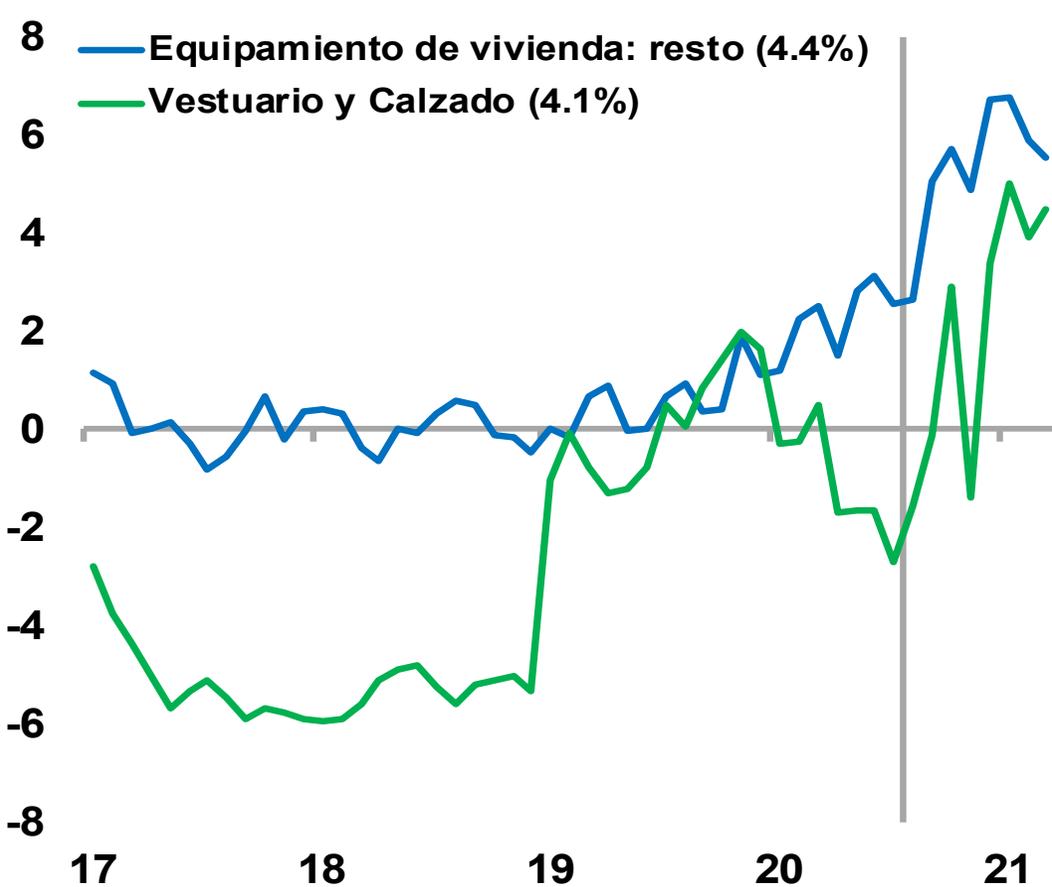
IPC: Bienes sin volátiles (1)

(variación anual; porcentaje)



IPC: componentes afectados por demanda (2)

(variación anual; porcentaje)



(1) Fuente: INE. Línea gris indica el mes de agosto de 2020. (2) Fuente: INE. Línea gris indica el mes de agosto de 2020.

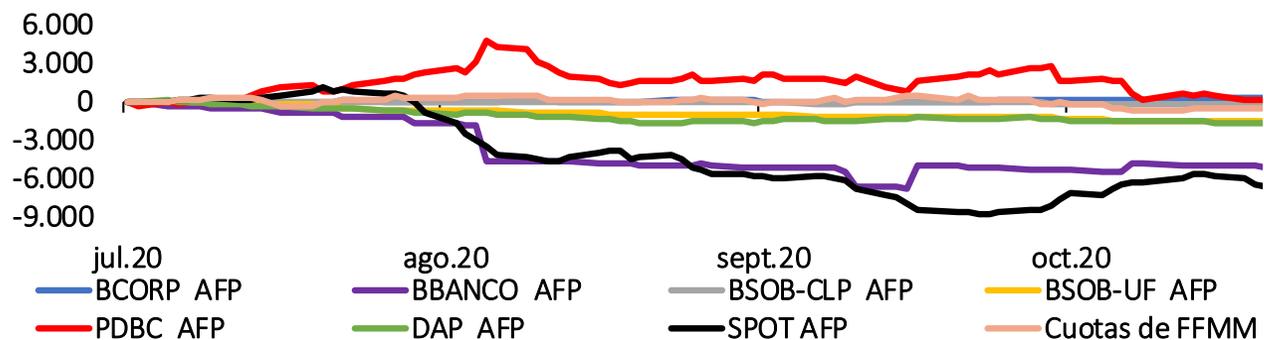


2. Efectos sobre los mercados financieros de los ajustes de portafolio de las AFP y medidas de mitigación

Los retiros anteriores han generado liquidación de activos locales y venta de USD por montos similares. Operaciones del BCCh (CC-VP) ayudaron a descomprimir la RF local.

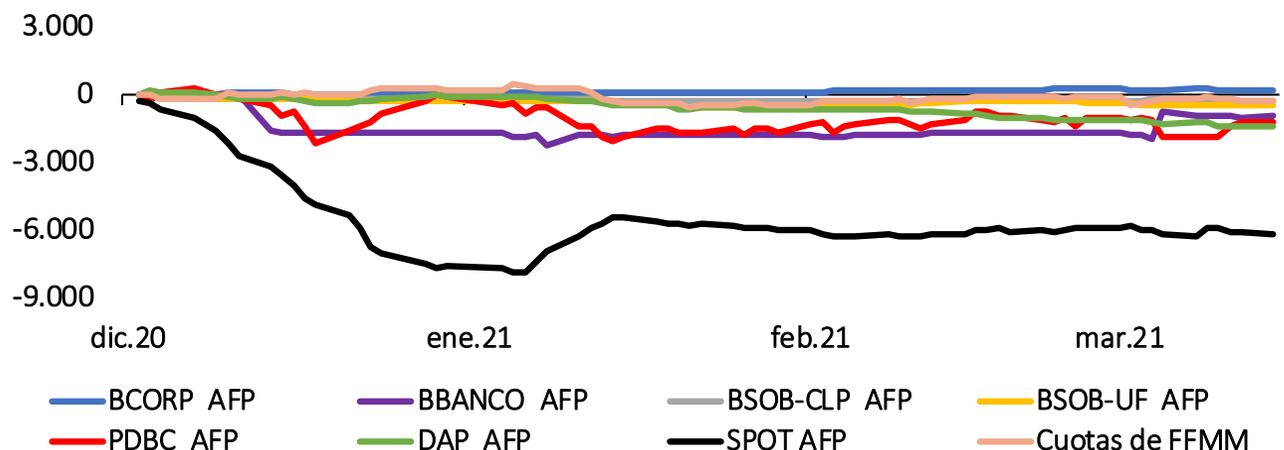
Primer retiro AFP (1)

(millones de dólares)



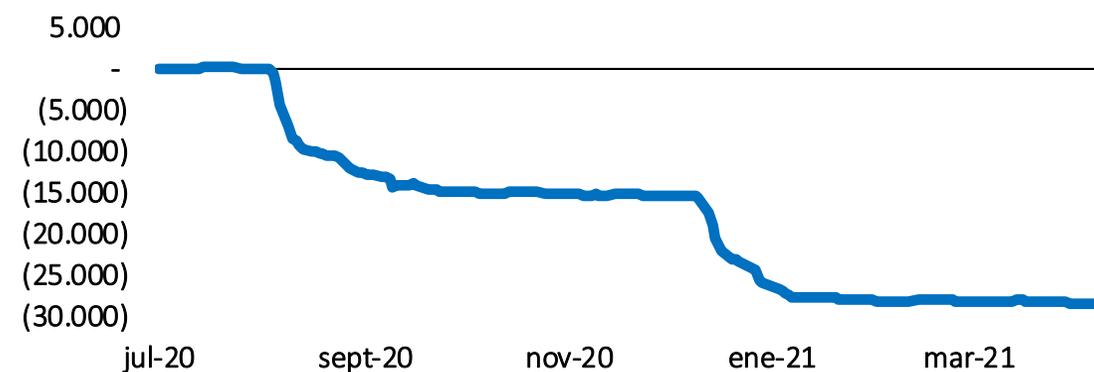
Segundo retiro AFP (1)

(millones de dólares)



Evolución patrimonio AFP

(millones de dólares)



Retiro	Monto Retiro Anunciado Super Pensiones	Reducción Valor de los Fondos Valor Cuota a Precio Mercado (2)	Uso de Recursos			Uso Transitorio CC-VP
			Venta de Títulos de Renta Fija Local	Liquidación Cuotas de FFMM	Venta USD Spot	
1er	20,500	15,443	-8,900	-102	-7,150	3,260
2do	15,773	12,918	-4,557	-249	-6,206	1,529
Total	36,273	28,362	-13,457	-351	-13,356	4,789

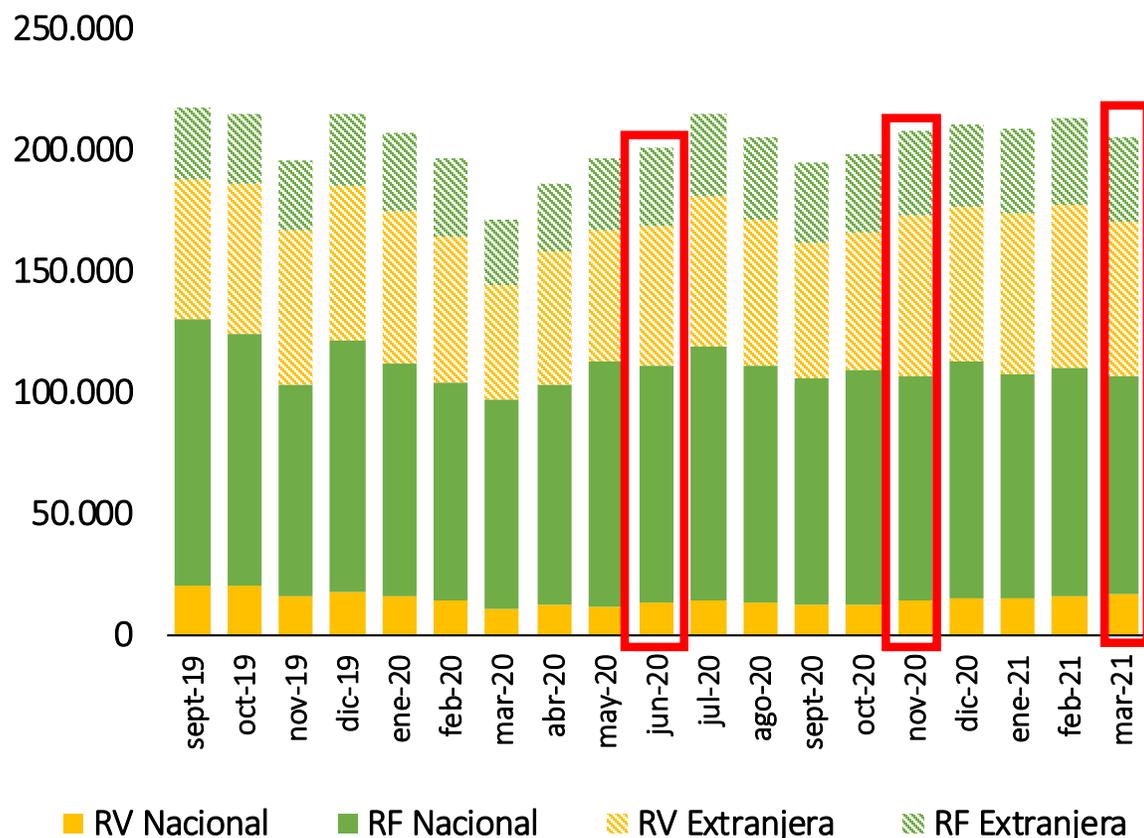
Estimación uso de recursos (valorizadas): 1er: 1 julio vs 21 octubre, 2do: 1 diciembre vs 15 marzo

Memo: BCORP (Bonos Corporativos); BBANCO (Bonos Bancarios); BSOB (Bonos Soberanos – Tesorería y BCCh); PDBC (Notas del BCCh); DAP (Depósitos a Plazo); SPOT (venta de USD Spot).

(1) Retiros AFP: Para analizar el desarme efectivo de las AFP se utilizó el patrimonio efectivo de la suma de todos los fondos, con el fin de capturar todos los movimientos de entrada/salida de las AFP, lo cual consideraría los R10%, abonos cotizaciones mensuales, inversiones en APV, Cuenta 2 y depósitos convenidos. Fuente: DCV y BCCh. (2) Cifras en millones de dólares.

La composición de las carteras de RF de los FP están actualmente menos orientadas a instrumentos líquidos que en la antesala de los retiros previos.

Carteras Fondos de Pensiones (1)
(millones de dólares)



Carteras Fondo de Pensiones (millones de dólares) (1)

	Jun-20	Nov-20	Mar-21
RV Nacional	12,833	13,831	16,747
Acciones	10,593	11,484	14,036
Fondos de inversión	1,917	1,903	2,397
Activos Alternativos (RV)	323	443	314
RF Nacional	97,935	92,486	89,635
RV Extranjera	58,150	66,602	64,263
RF Extranjera	31,805	35,172	34,854
Total	200,723	208,091	205,499

Cartera Renta Fija (DCV) (millones de dólares) (2)

	30 Jul 20	10 Dic 20	13 Abr 21
Bonos Corporativos	12,973	13,163	13,181
Bonos Bancarios	24,664	20,654	20,260
Tesorería	31,947	30,143	29,589
BCCh (Bonos)	94	86	70
Depósitos a plazo (banca)	4,675	3,377	1,615
PDBC	4,364	3,134	3,111
Total Cartera	78,716	70,557	67,825

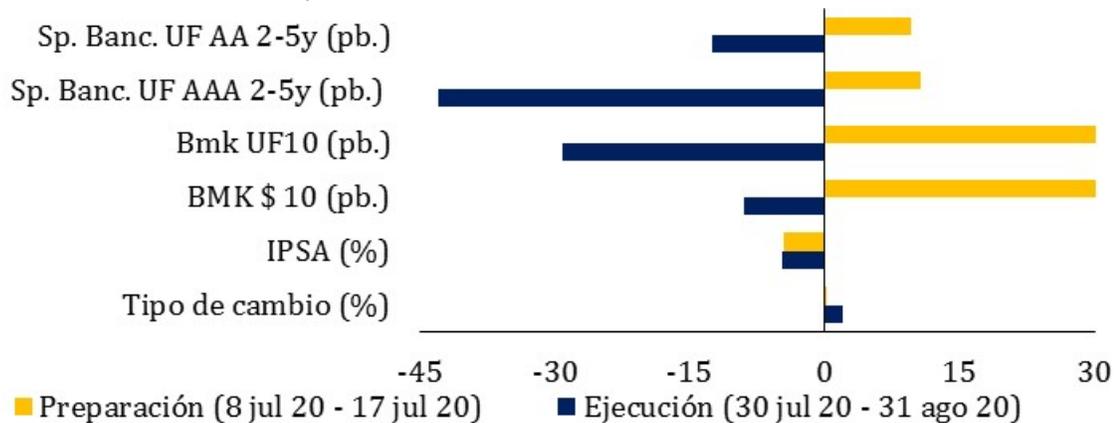
Memo: RV (Renta Variable); RF (Renta Fija).

(1) Fuente: Superintendencia de Pensiones (carteras valorizadas). (2) Datos DVC son nominales (no valorizados).

Previo a los retiros, se observaron efectos negativos sobre la renta fija, lo que fue compensado por apreciaciones ocurridas durante el período de ejecución.

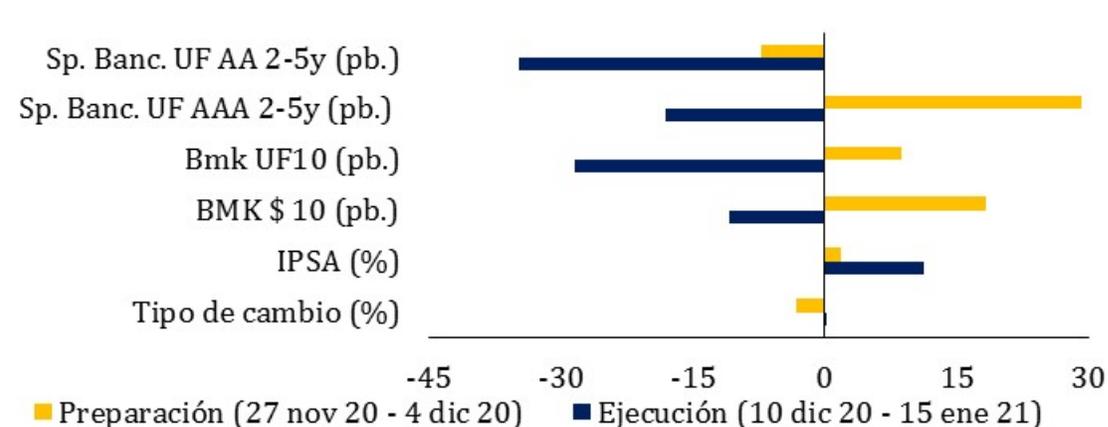
Primer retiro: variación principales precios

(millones de dólares)

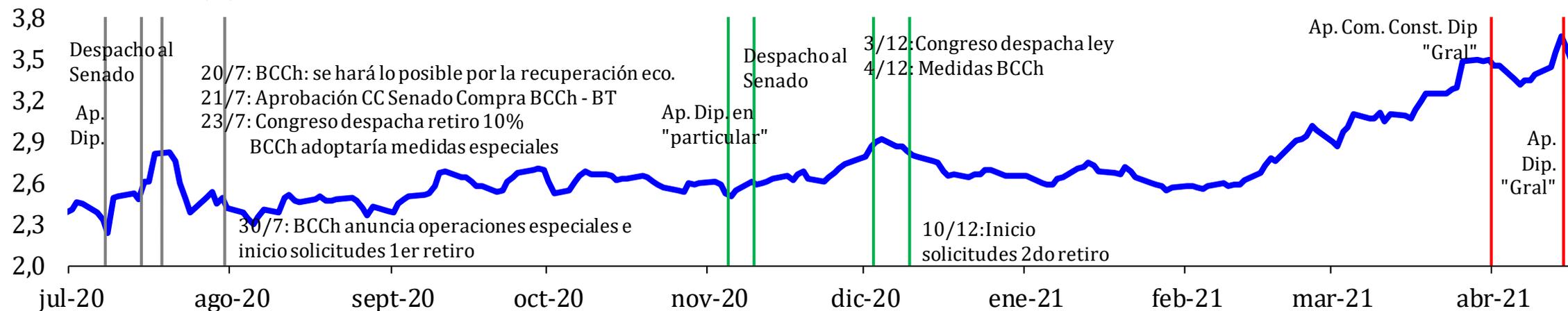


Segundo retiro: variación principales precios

(millones de dólares)



Tasa Bmk\$10 (*) (porcentaje)



(*) Líneas en gris corresponden a primer retiro, líneas en verde corresponden a segundo retiro y en rojo tercer retiro.

(*) Memo: *Sp Banc* (Spread Bancario sobre la tasa del título Soberano); *Bmk* (tasa del título soberano); *IPSA* (bolsa de Chile).



The background of the slide features a line chart with a light blue grid. Two lines are plotted: a blue line representing the current PdL and a brown line representing previous PdL values. The blue line is consistently higher than the brown line, indicating that the current PdL is higher than previous values. The x-axis is labeled with even numbers from 14 to 28. The y-axis is labeled with 'PdL'.

3. Comparación del PdL actual con retiros anteriores

Cuadro comparativo (1/2)

	LEY N° 21.248 → 30.07.2020	LEY N° 21.295 → 10.12.2020	BOLETINES 13.950-07, 14.054-07 y 14.095, refundidos
	Reforma Constitucional que permite el retiro excepcional de los fondos acumulados de capitalización individual [Disposición Trigésimo Novena transitoria Constitución]	Establece un retiro único y extraordinario de fondos previsionales en las condiciones que indica [Ley con artículo único]	Reforma Constitucional para establecer y regular un mecanismo excepcional de retiro de parte de los fondos previsionales [Incorpora la Quincuagésima disposición transitoria a la Constitución]
Retiro 10%	Mociones parlamentarias refundidas Autorización afiliados de la AFP para retirar el 10% de sus fondos (35 UF a 150 UF).	Mensaje Presidencial Ídem, y compatible con el anterior retiro.	Mociones Parlamentarias Refundidas Ídem, y compatible con los anteriores (se incluye referencia al N°6 del artículo 65 de la Constitución).
Intangibilidad	Los fondos retirados son intangibles. <u>Excepción:</u> deudas obligaciones alimentarias.	Ídem.	Ídem.
Plazo solicitud	Hasta 365 días desde publicada la reforma constitucional.	Hasta 365 días desde publicada la ley.	Ídem Ley 21.248 (primer retiro).
Renta	Los fondos retirados no constituirán renta o remuneración.	No constituyen renta <u>sólo</u> personas con renta imponible hasta 30 UTA.	Ídem Ley 21.248 (primer retiro).
Plazo entrega	Plazo entrega: 50% en un plazo máximo de 10 días hábiles desde la solicitud a la AFP y el otro 50% dentro de los 30 días hábiles, desde desembolso anterior.	50% en un plazo máximo de 10 días hábiles desde presentada la solicitud y el otro 50% se entregará en el plazo máximo de 10 días hábiles a contar del anterior.	<u>Máximo 15 días hábiles</u> desde que la solicitud a la AFP.

Cuadro comparativo (2/2)

	LEY N° 21.248 → 30.07.2020	LEY N° 21.295 → 10.12.2020	BOLETINES 13.950-07, 14.054-07 y 14.095, refundidos
Información, supervisión e instrucciones	A la Superintendencia de Pensiones sobre los antecedentes de cumplimiento, y al BCCh, cuando corresponda. Fiscalización por la autoridad competente.	Superintendencia de Pensiones dictará las instrucciones necesarias al efecto.	Ídem Ley 21.248 (primer retiro).
Restricción y compatibilidad	<u>Compatibilidad</u> : con otros beneficios, alternativas y medidas con ocasión del COVID-19.	<u>Restricción</u> : Personas reguladas por art. 38 bis de la Constitución. <u>Compatibilidad</u> : no afectarán la caracterización socioeconómica de los afiliados o de sus hogares.	<u>Restricción</u> : Ídem Ley 21.295 pero se excepciona trabajadores a honorarios. <u>Compatibilidad</u> : Ídem Ley N° 21.248 (primer retiro).
Rentas Vitalicias			Autoriza a los pensionados por renta vitalicia para por una vez y voluntariamente, adelantar el pago de sus rentas hasta el 10% de los fondos originalmente traspasados a la cía. de seguros con un monto máximo de 150 UF. Se rige por procedimiento, en lo aplicable, de la Ley 21.248 (primer retiro).
Posibilidad de reintegro			Quiénes hayan retirado podrán aumentar su cotización obligatoria en un 11%, por un período mínimo de 1 año y hasta por el plazo que estimen pertinente.
Gasto y aporte fiscal		El mayor gasto fiscal que represente la aplicación de esta ley se financiará con cargo a recursos públicos.	Quiénes hagan ejercicio del derecho a retiro, podrán recibir un aporte fiscal a la cuenta individual por cada año en que se postergue la pensión (requiere ley de quórum calificado).

La Cartera de Compañías de Seguro de Vida está invertida en activos menos líquidos, como bonos corporativos. Esto limita la capacidad del BCCh para amortiguar los efectos sobre los mercados, con potenciales efectos sobre la valorización de activos, especialmente si el proceso debe realizarse en plazos breves.

Cartera Compañía de Seguros Vida (proxy de rentas vitalicias) (*)
(millones de dólares)

Categoría de activo	Diciembre 2020		
	(millones de USD)	(porcentaje)	
Instrumentos del Estado	1.289	2,0%	
Bonos Bancarios	6.417	9,8%	
Depósitos Bancarios y Créditos Sind.	2.378	3,6%	
Bonos Corporativos	19.699	30,2%	
Efectos de Comercio	2	0,0%	
Bonos Securitizados	215	0,3%	
Letras y Bonos hipotecarios	350	0,5%	
Mutuos Hipotecarios	6.416	9,8%	
Renta fija local	TOTAL RF	36.766	56,3%

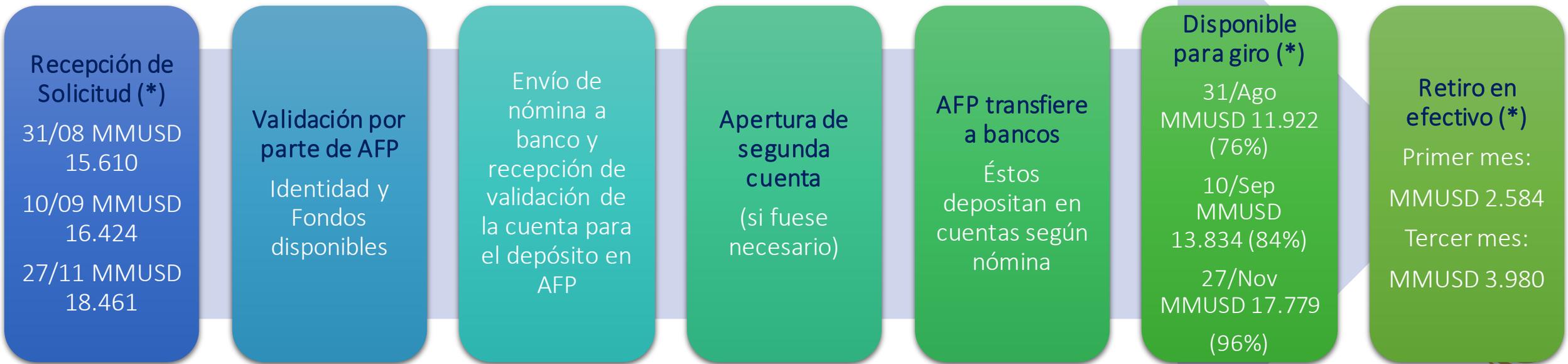
(*) Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.

A line graph with a light blue grid. The y-axis is labeled 'visits' in the top left. The x-axis has numerical labels 14, 16, 18, 20, 22, 24, 26, and 28. Two lines are plotted: a blue line and a brown line. The blue line starts at approximately (10, 10) and trends upwards to (28, 25). The brown line starts at approximately (10, 5) and trends upwards to (28, 15). A light orange shaded area covers the region between the two lines from x=14 to x=20. The text '4. Aspectos operacionales' is centered in the middle of the graph, followed by a vertical brown bar.

4. Aspectos operacionales

Liquidación de activos por parte de las AFP

Desde la solicitud que formula el afiliado hasta que éste utiliza los fondos retirados. Se trata de un proceso en el que intervienen distintas instituciones, que no se articula de manera instantánea y que debe garantizar seguridad, especialmente para el afiliado.



(*) Datos del primer retiro.

Necesidad de prudencia en los plazos y coordinación en la implementación

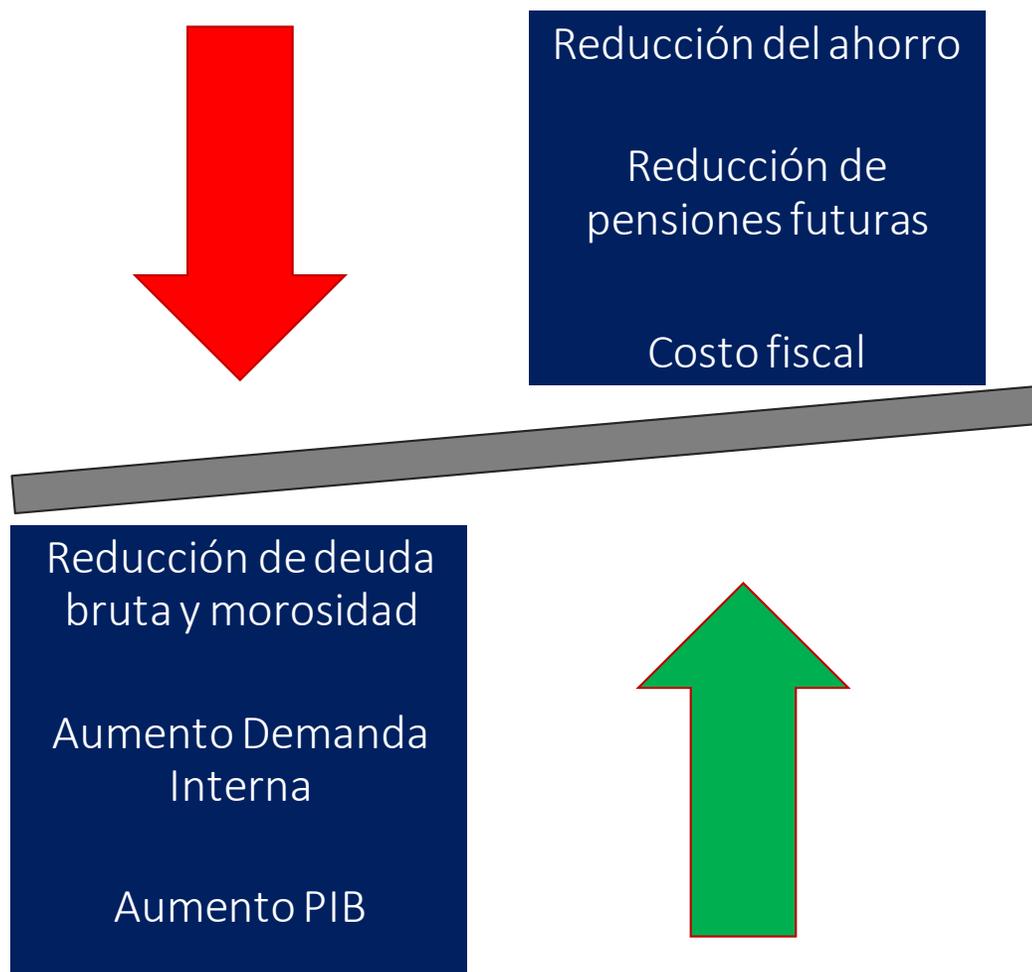
- Cada actor individualmente no puede responder por el total de esta cadena. Por eso es necesario actuar con realismo respecto a la velocidad de todo el proceso, realismo que, en último término, significa respeto por el beneficiario final, evitando exponerlo innecesariamente a riesgos para su salud, su seguridad y su confianza.
- A esto se suma el contexto actual de pandemia, que no hace aconsejable la concentración de grupos de personas tanto en las sucursales bancarias como en las mismas AFP.
- Esto deberá ser considerado no solo durante la tramitación de la Ley, sino también durante la implementación de la misma, requiriendo la coordinación de todas las instituciones involucradas.

A line graph with a light blue grid. The x-axis is labeled with even numbers from 14 to 28. There are two data series: a blue line and a brown line. The blue line starts at approximately (14, 45) and trends upwards to (28, 95). The brown line starts at approximately (14, 35) and trends upwards to (28, 85). A light orange shaded area is present between the two lines from x=14 to x=20. The text '5. Implicancias económicas de largo plazo' is overlaid in the center, followed by a vertical brown bar.

5. Implicancias económicas de largo plazo

Determinantes del impacto macroeconómico de la medida específica

Comparando costos y beneficios económicos



- Para generar un incremento del PIB de 0,5-0,8% en 2021-22, se reduciría el ahorro previsional de los hogares en 6,0% 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 torno a 5,8 pp en un año.
- En otras palabras, la efectividad del retiro en términos del PIB es una décima parte que una medida de inversión pública equivalente.

Determinantes del impacto macroeconómico de la medida específica

Efectos de largo plazo (1/2)

1. Ahorro de los hogares

- Dado que el retiro de fondos no constituye ingreso (sino liquidación de un activo), mayor consumo financiado por esa vía generará un ahorro negativo para los hogares. La fracción del primer retiro que se destinó a consumo fue, por ende, la caída del ahorro privado.

2. Inversión y 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.

3. Financiamiento externo y tipo de cambio

- Alternativamente, para mantener la inversión con menor ahorro doméstico, se requeriría un mayor ahorro externo, equivalente al déficit en cuenta corriente de balanza de pagos. Un mayor déficit de CC, además de hacer a la economía más vulnerable a la disponibilidad de financiamiento externo, depreciaría la moneda local.

Determinantes del impacto macroeconómico de la medida específica

Efectos de largo plazo (2/2)

4. Efectos fiscales

- Al reducirse los fondos acumulados de los afiliados, una mayor proporción de ellos requerirá apoyo del Pilar Solidario, elevando el gasto fiscal futuro, el déficit fiscal y la deuda pública. La reducción del ahorro público incrementaría el impacto sobre la inversión o el déficit de Cuenta Corriente.

5. Prima de riesgo y costos de financiamiento

- 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.

Conclusiones y comentarios finales (1/3)

- La sucesión de retiros de ahorros previsionales no significa que se vaya repitiendo o aún mejorando respecto de la ronda anterior.
- En lo que se refiere a la distribución de los fondos retirados, éstos se van concentrando crecientemente en sectores de mayores ingresos, que han sufrido menos el impacto de la crisis económica. Esto hace aún más regresiva cualquier exención de impuestos que se otorgue.
- Dado que los sectores de mayores ingresos no están experimentando necesidades de consumo y su propensión a ahorrar es mayor, el impacto sobre el consumo, la demanda interna y la actividad será menor que en el segundo retiro.
- Aún así, el impacto sobre los precios de algunos productos puede ser importante, especialmente respecto de aquellos que no han repuesto plenamente los inventarios tras los aumentos de demanda de los dos retiros anteriores.
- Por su parte, las AFP han ido reduciendo sus activos líquidos (como Depósitos a Plazo y PDBC) y su tenencia de bonos bancarios, lo que limita la efectividad de las medidas que pueda aplicar el BCCh para amortiguar el impacto sobre los mercados.
- Esto es aún más evidente en lo que respecta a las CSV, que mantiene activos aun más ilíquidos en su cartera, en caso de extenderse la medida a los pensionados con Renta Vitalicia.
- 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.

Conclusiones y comentarios finales (2/3)

- Por su parte, los efectos de mediano y largo plazo de los retiros son acumulativos. Para dimensionar esto, debe considerarse que con un tercer proceso, el valor máximo de fondos retirados puede empinarse hasta 20% del PIB.
- En el mediano plazo, destaca la acumulación de saldos líquidos de las personas en cuentas corriente, cuentas vista, efectivo y depósitos a corto plazo, los que, en caso de cambiar las expectativas de los hogares, pueden generar un *shock* de demanda que presione más significativamente la inflación.
- En el largo plazo, la reducción del ahorro privado, determinado por la fracción de los retiros que se destinen al consumo, tendrá un impacto negativo sobre la inversión o bien requerirá de mayor ahorro externo, a través del déficit en Cuenta Corriente.
- Lo anterior se verá acentuado por las obligaciones adicionales que deberá asumir el Estado a través del Pilar Solidario del sistema de pensiones, reduciendo también el ahorro público.
- Por su parte, la reducción de los activos de los fondos de pensiones hará perder profundidad al mercado de capitales doméstico, reduciendo la disponibilidad de financiamiento en moneda nacional para proyectos a largo plazo.
- Lo anterior hará al país más dependiente del financiamiento externo para su desarrollo, elevando la vulnerabilidad de la moneda nacional y el riesgo de la economía.

Conclusiones y comentarios finales (3/3)

- La mayor vulnerabilidad externa, sumada a la incertidumbre generada por la ausencia de límites institucionales a este proceso elevará el riesgo país, encareciendo el costo del crédito.
- En síntesis, el retiro de ahorros previsionales ya no puede evaluarse como un fenómeno aislado, producto de la emergencia, sino como un proceso repetitivo y acumulativo.
- En este proceso, cada repetición de la medida va teniendo un beneficio decreciente—incluyendo para los sectores más afectados por la crisis—mientras los costos se acumulan y los plazos para la materialización de dichos costos se acortan.
- El BCCh continuará aplicando sus facultades para amortiguar el impacto de estas medidas sobre los mercados financieros, pero debe anticipar, responsablemente, que:
 - La efectividad de tales acciones se va reduciendo dados los ajustes ya realizados de los portafolios de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, y
 - No puede influir sobre los efectos acumulativos en el mediano y largo plazo.
- En caso de se avance en un proyecto como el propuesto, es importante incorporar disposiciones que limiten el uso de esta facilidad por grupos no prioritarios, por ejemplo, aplicando las normas tributarias generales, e identificar anticipadamente medidas que puedan fortalecer el apoyo a sectores más afectados por la crisis, sin los costos que representan sucesivos retiros de ahorros previsionales.



Proyecto de reforma constitucional para establecer un tercer retiro de ahorros previsionales

Mario Marcel
Presidente, Banco Central de Chile

Presentación ante la Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento del Senado de la República
Lunes 19 de abril de 2021, vía *Zoom*