

Efectos de los retiros extraordinarios de fondos de pensiones sobre el mercado financiero

Karol Fernández y Matías Otth

Principales resultados

- El nivel actual de activos en las cuentas de capitalización individual de los trabajadores aún no logra recuperarse. A mayo del 2024, estos equivalen a cerca del 60% del PIB, el monto es 25 puntos porcentuales por debajo con respecto al nivel previo a los retiros, donde totalizaban alrededor de 5.400 millones de UF (un 85% del PIB).
- Los retiros previsionales fueron equivalentes a perder 10 años de ahorro de los hogares del país. A diciembre del 2023, el ahorro de los hogares en Chile alcanzó el 120% del PIB nacional, cuando previo a los retiros era cerca del 150%.
- Las tasas hipotecarias aumentaron en 1,9 puntos porcentuales en el periodo posterior al tercer retiro, pasando de una tasa media de 2,5% real a una tasa del 4,4% real.
- Desde enero del 2020 el ingreso requerido para solicitar un crédito hipotecario ha aumentado un 30%, periodo para el cual los salarios en términos reales en la economía solo han crecido un 2%.

Antecedentes

En el contexto de la pandemia de Covid-19, entre 2020-2022 se aprobaron tres retiros extraordinarios desde los fondos de pensiones, que totalizaron US\$48.339¹ millones (un 25% del total de fondos acumulados a junio del 2020 y al 18% del PIB a diciembre 2020). Ello ocasionó que 3,8 millones de afiliados agotaran sus ahorros previsionales, es decir quedaron con saldos 0 en sus cuentas.

La Superintendencia de Pensiones estima que a raíz de los retiros las pensiones serán un 38% menores para las mujeres y un 29% para los hombres. De forma similar, Bravo (2023) calcula que las tasas de reemplazo de pensiones autofinanciadas netas entre quienes cotizaron más de 35 años sufrieron una reducción de 12 puntos porcentuales en el caso de los hombres y de 8 puntos porcentuales para las mujeres como consecuencia de los retiros.

Más allá del daño previsional que esta pérdida de ahorros significa para los afiliados y de los ya conocidos efectos sobre la inflación, la magnitud de los retiros también tuvo importantes efectos sobre el mercado financiero, que analizaremos en este documento.

En vista de que en junio se reabrió la ventana legislativa para impulsar un nuevo retiro, la Facultad de Economía y Gobierno de la Universidad San Sebastián, a través de su Centro de Políticas Públicas, considera de suma importancia relevar las dañinas consecuencias que esta medida tiene sobre mercado de capitales.

El alza de tasas de interés de largo plazo en el mundo se explica por un escenario internacional complejo, tensiones inflacionarias, geopolíticas y un escenario de mayor dinamismo económico en comparación con la situación de pandemia. Sin embargo, y a nivel local, se evidencia que el tercer retiro de fondos de pensiones relación con en el aumento del diferencial de tasas de largo plazo entre Chile y el resto del mundo, lo que estrechó las condiciones de financiamiento de largo plazo.

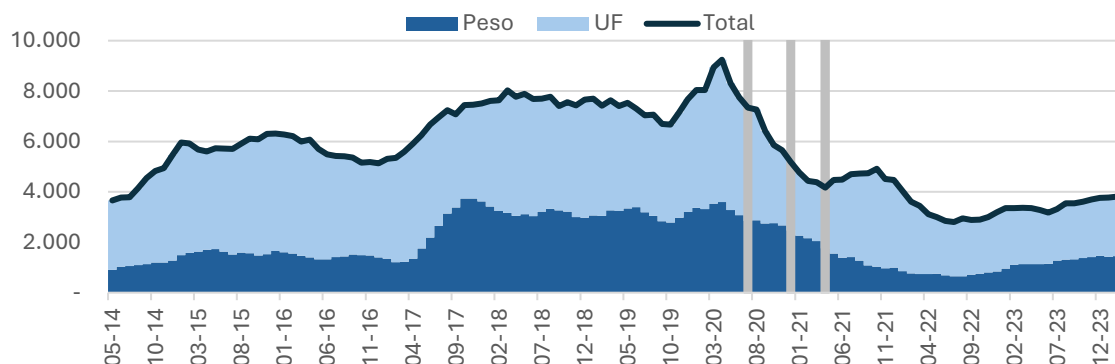
¹ [Cifra reportada por la Superintendencia de Pensiones](#)

Debitamiento de la profundidad del mercado de renta fija y caída de activos de fondos de pensiones

Los indicadores de profundidad del mercado de capitales a nivel local se vieron afectados producto de que las AFP liquidaron activos de largo plazo principalmente tras el tercer retiro de fondos de pensionales (gráfico N°1). El nivel de actividad del mercado de renta fija alcanzó su mínimo después (considerando un rezago) del último retiro. Actualmente, el nivel de actividad del mercado de renta fija no ha logrado recuperarse y se mantiene un 43% por debajo de los niveles observados previo a la pandemia. De hecho, se puede apreciar que los montos actualmente transados son similares a los observados hace una década.

Gráfico 1: Montos transados en el mercado de renta fija

(miles de millones de UF; suma semestre móvil)

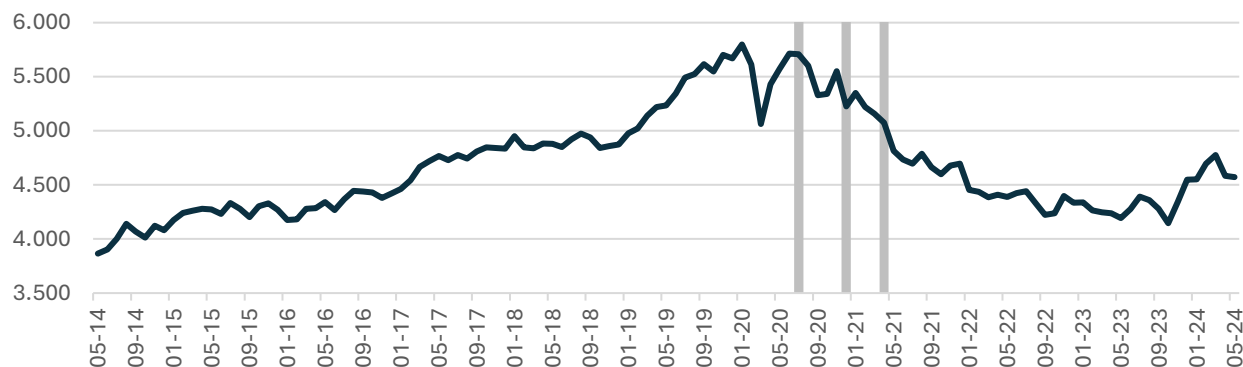


Fuente: Banco Central de Chile (BCCh) en base a información de Riskamérica.

Nota: Línea gris corresponden a los retiros de pensiones.

El gráfico N°2 muestra los activos bajo administración de las AFP. Previo a los retiros totalizaban alrededor de 5.400 millones de UF, representando alrededor de un 85% del PIB, mientras que a fines del año 2021 una vez efectuados los tres retiros, los activos alcanzaron 4.700 millones de UF, que equivalen a un 60% del PIB). El nivel actual de activos de las AFP aún no se logra recuperar, a mayo del 2024, estos equivalen a 4.571 millones de UF cerca del 59% del PIB².

Gráfico 2: Activos administrados por los fondos de pensiones en millones de UF



Fuente: Elaboración propia a partir de la Superintendencia de Pensiones (SP) y Banco Central de Chile (BCCh).

Nota: Línea gris corresponden a los retiros de pensiones.

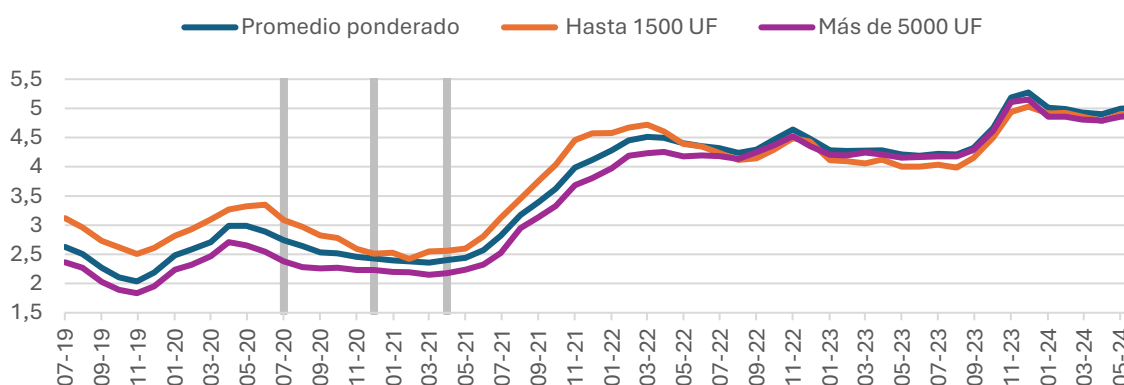
² PIB a 12 meses para el 2do trimestre del 2024 Proyectado a través de la Encuesta de Expectativas Económicas de Banco Central de Chile

Aumento de tasas hipotecarias y endurecimiento de condiciones crediticias

La liquidación masiva de activos de los fondos de pensiones afectó sus precios a la baja, elevando las tasas de interés, que fue especialmente notorio para las tasas hipotecarias. Las tasas hipotecarias aumentaron en 1,9 puntos porcentuales en el periodo posterior al tercer retiro, pasando de una tasa media de 2,5% real a una tasa del 4,4% real. (Ilustración N°3). Si bien desde inicios de 2023 las tasas han moderado su alza, continúan en niveles por sobre los observados previo a los retiros, actualmente la tasa hipotecaria media está en torno a 4,97% en UF, esto es 2,5 puntos porcentuales por sobre el nivel previo al tercer retiro de fondos de pensiones.

Gráfico 3: Tasa de interés de créditos hipotecarios para la vivienda: promedio ponderado y según tramos de montos

(promedio ponderado de las operaciones registradas en los últimos 22 días, porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión del Mercado Financiero (CMF).

Nota: Línea gris corresponden a los retiros de pensiones.

El aumento de las tasas hipotecarias impacta directamente en la posibilidad de acceder a créditos, en términos del ingreso requerido para postular a estos. Como se observa en el cuadro N°1 los ingresos requeridos para acceder a un crédito hipotecario crecen a mayor tasa que los salarios reales. Tomando como año base enero del 2020, el ingreso requerido para un crédito hipotecario ha aumentado un 29,0% para una vivienda de 2.000 UF y un 30,1% para una vivienda de 4.000 UF, considerando un 20% de PIE y un crédito a 30 años, mientras que los salarios en términos reales (medidos a través del Índice de Remuneraciones) solo han crecido un 2,9%.

Cuadro 1: Ingreso requerido para créditos hipotecarios a 30 años e Índice de remuneraciones.

Características del crédito		Tasa promedio sistema		Ingreso requerido		Ingreso en pesos de hoy		Var. real %	Índice de remuneraciones		Var. real %
Valor propiedad	Pie requerido	Enero 2020	Mayo 2024	Enero 2020	Mayo 2024	Enero 2020	Mayo 2024		Enero 2020	Mayo 2024	
2000 UF	400 UF	2,6%	5,1%	29,0 UF	37,4 UF	1.089.790	1.405.453	29,0%	99,6	102,5	2,9%
4000 UF	800 UF			57,1 UF	74,3 UF	2.145.758	2.792.116	30,1%			

Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión del Mercado Financiero (CMF) e Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Nota: Considera un horizonte de 30 años.

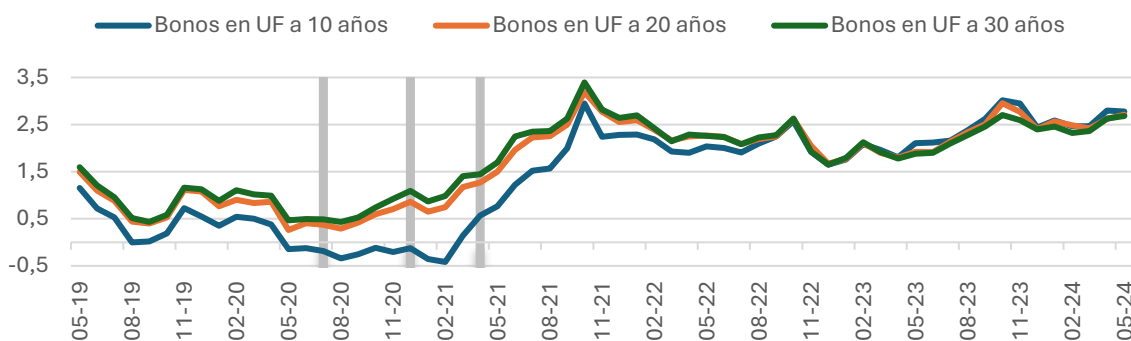
Alza de tasas de interés de largo plazo locales y del mundo de mercado secundario

La tasa de interés exigida en el mercado secundario de bonos de largo plazo actúa como un indicador del costo del crédito de largo plazo de la economía, que afecta a créditos hipotecarios y proyectos de inversión de largo plazo.

Tras los retiros se observaron alzas exponenciales en las tasas de los instrumentos a 10, 20 y 30 años (gráfico 5). Mientras que antes de los retiros (mayo de 2020) la tasa a 10 años era de -0,1%, ésta se elevó hasta un *peak* de 2,95% en octubre de 2021. La tasa de instrumentos a 20 años pasó de 0,26% a 3,19% en el mismo período, y la tasa a 30 años se elevó desde 0,47% a 3,39%.

Finalmente, si nos fijamos en las variaciones entre el periodo previo a los retiros y al nivel actual, las tasas han subido en 2,6 puntos porcentuales para los bonos a 10 años, en 2,0 puntos porcentuales para los bonos a 20 años y en 1,7 puntos porcentuales para los bonos a 30 años.

Gráfico 4: Tasas de interés del mercado secundario de bonos de largo plazo (BCU y BTU)

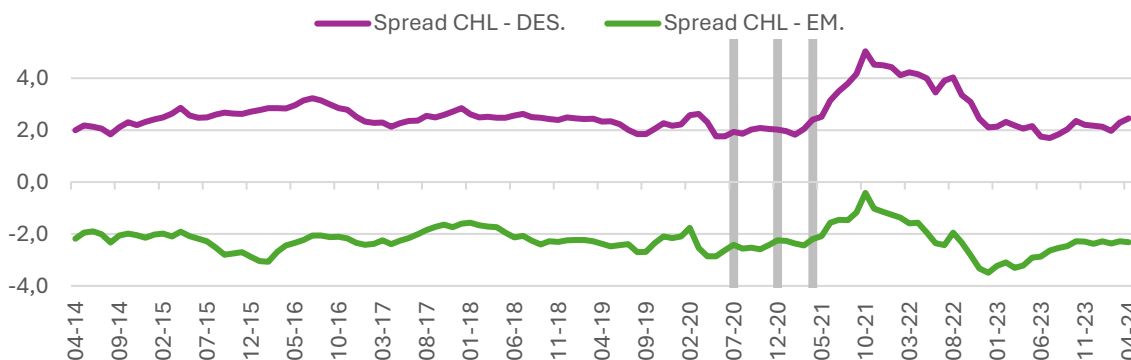


Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Central de Chile (BCCh).

Nota: Línea gris corresponden a los retiros de pensiones.

Asimismo, es importante hacer notar que posterior al tercer retiro de fondos de pensiones aumentó considerablemente la diferencia (spread) entre la tasa soberana de largo plazo de Chile y la de los países desarrollados, además se acortó la brecha con la tasa de los países de emergentes de mayor riesgo (gráfico 6). Lo anterior refleja que el mercado castigó la tasa local posterior a los retiros. No obstante, esta brecha se fue reduciendo hasta converger al nivel previo a los retiros, lo que da indicios de que el alto nivel de las tasas de largo plazo ya no estaría explicado por los retiros, y posiblemente se asocia con la situación de los mercados internacionales.

Gráfico 5: Diferencia entre tasa soberana (10 años) de Chile y otros países



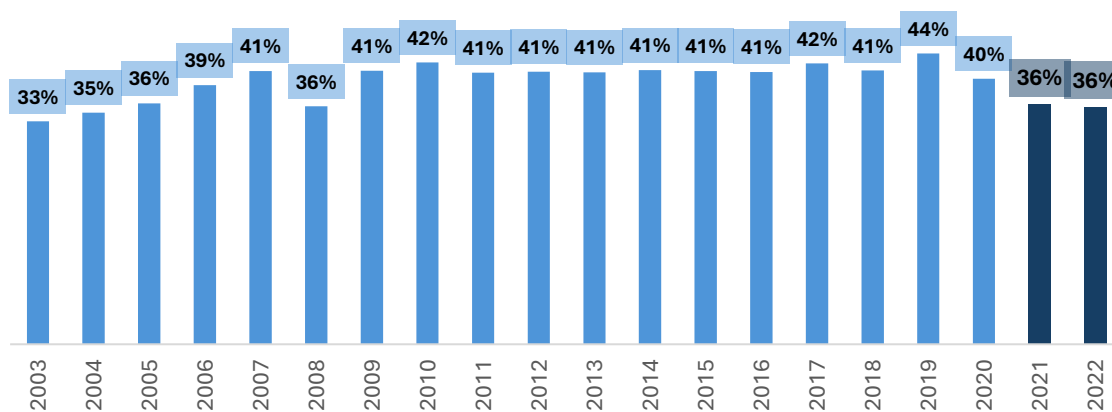
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg reportada por el Banco Central de Chile (BCCh).

Nota: Línea gris corresponden a los retiros de pensiones.

Los retiros impactaron negativamente el ahorro nacional

Los ahorros previsionales son una importante fuente del ahorro para los hogares. Según datos de la OECD hasta antes de los retiros representaban alrededor del 40% de los activos financieros de los hogares (Gráfico 7). Tras los retiros, esta cifra cayó a un 36%, nivel equivalente al observado durante la Crisis Subprime en 2008 o a niveles previos al 2005.

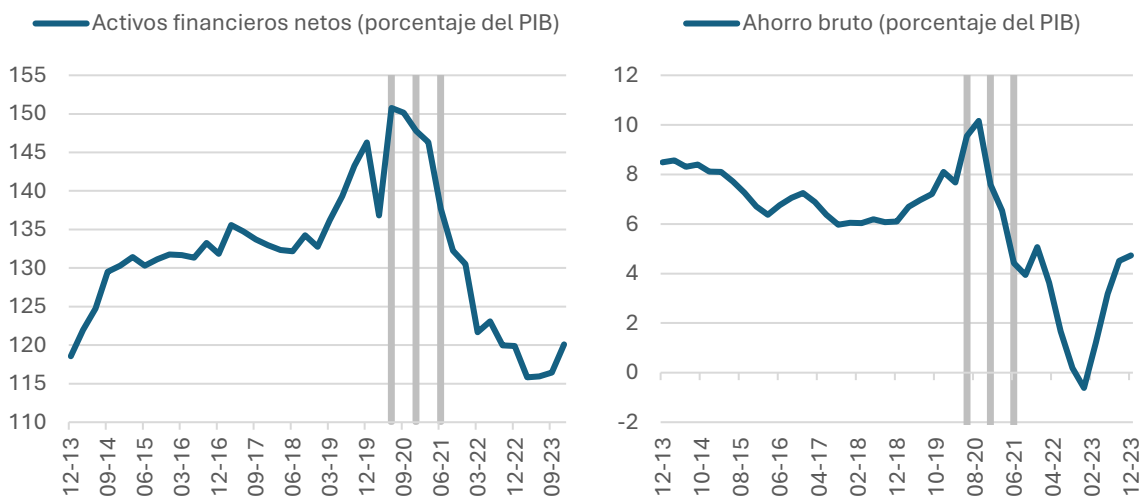
Gráfico 6: Porcentaje que representan los ahorros previsionales sobre el total de activos financieros de los hogares en Chile



Fuente: Elaboración propia a partir de [Household financial assets, OECD](#).

Por su parte, al considerar el ahorro bruto como porcentaje del PIB (gráfico 8), se observa que éste cayó desde un 10,2% en septiembre de 2020 a un mínimo -0,6% en diciembre de 2022. A partir de 2023, la tasa de ahorro de las personas ha venido recuperándose y se situó en 4,7% del PIB al cierre de 2023, esto es 5,3 puntos porcentuales por sobre el registro al cierre de 2022. Sin embargo, la riqueza financiera neta de los hogares aún se encuentra por debajo de lo observado antes de los retiros de ahorro previsional (120% versus 148% del PIB).

Gráfico 7: Ahorro de los hogares netos y flujo anual móvil (agregado 4 trimestres)



Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Central de Chile (BCCh)

Nota: Línea gris corresponden a los retiros de pensiones.

Conclusiones

Los retiros extraordinarios de fondos de pensiones en Chile, aprobados en el congreso en el contexto de la pandemia de Covid-19, tuvieron repercusiones significativas y anticiparon un escenario internacional adverso sobre el mercado financiero. A través de este análisis, se ha demostrado que los tres retiros previsionales aprobados impactaron de manera adversa en múltiples dimensiones:

1. **Debilidad del mercado de renta fija:** el mercado de renta fija ha visto una drástica reducción en su profundidad, con un nivel de actividad que aún no se recupera completamente. La liquidez en este mercado sigue siendo un 43% inferior a los niveles observados antes de los retiros, evidenciando un retroceso significativo en términos de transacciones.
2. **Aumento de las tasas hipotecarias y condiciones crediticias más estrictas:** la liquidación de activos de los fondos de pensiones contribuyó al alza en las tasas de interés, especialmente en las hipotecarias, que aumentaron en 1,9 puntos porcentuales tras el tercer retiro. Esto ha encarecido el acceso a créditos hipotecarios, requiriendo un ingreso 30% mayor en comparación con enero de 2020, mientras que los salarios reales solo han aumentado un 2%.
3. **Impacto negativo en el ahorro nacional:** los retiros previsionales representaron una significativa reducción en los ahorros de los hogares. La proporción de ahorros previsionales sobre el total de activos financieros de los hogares cayó a niveles observados durante la *Crisis Subprime*. A pesar de una leve recuperación en la tasa de ahorro durante 2023, la riqueza financiera neta de los hogares sigue estando por debajo de los niveles previos a los retiros.

Esta evidencia debe ser considerada para evitar futuros retiros masivos de los fondos previsionales, dadas las profundas y duraderas consecuencias adversas sobre el mercado financiero y la economía en general. Es crucial que las futuras decisiones políticas consideren el balance entre la necesidad inmediata de liquidez y los efectos a largo plazo de la estabilidad financiera y el impacto de esta en el bienestar económico de los hogares chilenos¹.

¹ Este estudio no considera otros efectos negativos de los retiros previsionales, como su impacto en la inflación dada la masiva inyección de liquidez en la economía.