

## NUEVOS RETIROS DE FONDOS: UN NUEVO GOLPE BAJO AL MERCADO DE CAPITALES

En esta columna se analizan la discusión actual en el congreso acerca de nuevas iniciativas de retiros desde los Fondos de Pensiones, su impacto en el sistema de pensiones, y las profundas consecuencias que tendría su aprobación en el mercado de capitales.

Por Nicolás Álvarez, CFA (\*).

El lunes 21 de marzo recién pasado, la sala de la Cámara de Diputados y Diputadas aprobó, por 117 votos a favor y 26 en contra, que se acoja a tramitación los proyectos de un quinto retiro de fondos de pensiones (en la práctica sería el cuarto). Es decir, la votación fue absolutamente transversal en términos del espectro político (representa el 75% de los votos posibles), lo que constituye una muy mala noticia para las aspiraciones de construir mejores pensiones, restituir la profundidad a nuestro mercado de capitales, y contener los niveles de inflación, sobre todo considerando que el último registro de marzo nos habla de los mayores niveles de inflación en 30 años.

### Consecuencias de corto plazo

Desde el 21 de marzo y hasta el 11 de abril, hemos comenzado a sentir los efectos en uno de los precios clave de nuestro mercado, el peso chileno, que en este período se ha depreciado un 2,4%, lo que se compara negativamente con la apreciación en un 2,7% que registran las principales monedas de Latam (México, Brasil, Colombia y Perú), y la relativa estabilidad de otros países *commodity peers* (Canada, Australia, New Zeland y Noruega). Además, todos los determinantes tradicionales de nuestro tipo de cambio (diferencial de tasas, Cobre, petróleo, entre otros), a excepción del CDS, sugieren que el precio de nuestra moneda debió haber ido al alza, por lo que estamos en presencia de un desalineamiento de corto plazo evidente de nuestra moneda por razones idiosincráticas.

Lo anterior se da a pesar de que el efecto de corto plazo indica que ante una liquidación relevante de divisas en nuestro mercado, como lo sería la de un nuevo retiro de 10% de fondos, debería generar una apreciación inmediata, similar a lo que ocurrió

en el primer retiro. Lo que podría estar operando entonces son que las expectativas de los agentes de mercado estarían internalizando primas de riesgo en el largo plazo que afectan a nuestra economía, probablemente relacionado a un deterioro institucional que emana lamentablemente desde el congreso, y que podría prolongarse por un incierto período de tiempo.

Es difícil entender a esta altura la motivación de nuestro congreso en insistir en la aprobación de iniciativas tan regresivas, dado que que en el margen solo las personas de mayores ingresos, con menor propensión a consumir, son las que tienen mayoritariamente saldos todavía positivos en sus fondos de pensiones. Además, este tipo de iniciativas tienen poco o nulo sustento en países miembros de la OECD. Sus efectos altamente perjudiciales, han sido alertados majaderamente en lo más reciente, en diversas oportunidades por la Superintendencia de Pensiones (oct-21 y abr-22), el ministro de Hacienda (abr-22) y el Banco Central (abr-22):

- Cerca de 4 millones de personas agotaron sus saldos en los fondos de pensiones, quedándose sin ahorro para la jubilación, cifra que ascendería a 5.8 millones si se aprueba un nuevo retiro. Esto último representaría casi la mitad (46%) del total de afiliados y pensionados del sistema.
- Se han retirado cerca de US\$51.700 millones entre los tres retiros ya aprobados. Esto equivale a un 24% del ahorro para jubilaciones, y a perder 5,9 años de ahorros previsionales.
- Las pensiones autofinanciadas caerán en un 28% en promedio, ampliando aún más la brecha de género, por cuánto la caída del

(\*) Esta columna solo refleja la opinión del autor, y no necesariamente la opinión de CFA Society Chile, ni la del comité editorial, ni tampoco la opinión de CFA Institute.

monto de pensión para las mujeres sería de 37% en promedio.

Nuevos retiros de fondos solo van a profundizar los antecedentes anteriores, además de acrecentar otros efectos que ya han sido profusamente alertados:

- Sin ir más lejos, la inflación tendría nuevo viento de cola, que impediría su rápido retorno al rango meta definido, llegando incluso a mediados del 2022 a un 15% anual (BCCh-abril 2022)
- Esto como consecuencia de efectos directos de un mayor consumo de buena parte de los US\$16.000 millones que se estiman generaría un nuevo retiro (en similares condiciones a los anteriores), pero además por efectos indirectos, debido al alza del tipo de cambio que podría llegar sobre los \$900 (considerando experiencia de retiros anteriores), y su traspaso a la economía sería más alto debido al origen idiosincrático de este ajuste, empujando aún más los precios de diversos bienes.
- El efecto por tanto en afiliados y pensionados es doble: menores pensiones futuras, pero también disminución en su poder de compra en forma inmediata, afectando en particular a aquellos más vulnerables (por la composición de su canasta de consumo), que además no tienen ninguna cobertura a este riesgo inflacionario (por lo general sus salarios o pensiones no son reajustables por inflación), y por último, casi la mitad de ellos no tienen saldos para retirar.

### **Escenario de riesgo para el mercado de capitales: menor profundidad, mayor costo de fondeo, y menor estabilidad.**

Para nuestro mercado de capitales sería un nuevo golpe bajo, pero ahora más duro todavía, porque comienza a instalarse la expectativa que estos retiros sean recurrentes, estrategia que finalmente buscaría un vaciamiento completo de los fondos:

- **Alza en tipo de cambio**, debido a mayores primas por riesgo económico y político exigido a nuestra economía. La base de reservas en dólares, ya sea privadas y/o públicas,

disminuiría a futuro, presionando nuestra moneda. Liquidación masiva de divisas, eventuales nuevas salidas de divisas por parte de agentes locales, disminución de interés por parte de inversionistas internacionales, y posibles nuevas intervenciones desde el propio Banco Central, afectarían nuestra base de reservas.

- **Las tasas de interés de mediano y largo plazo permanecerían en un nivel permanentemente más alto**, acrecentando los efectos ampliamente analizados y alertados en el acceso al crédito hipotecario, en dimensiones como menores plazos, mayor pie, y ploriferación de créditos a tasas flotantes, lo que transformaría a una buena parte de los chilenos en arrendatarios de por vida.
- **El *spread* de bonos privados también debería mantenerse en niveles muy por sobre los promedios históricos**, afectando con ello el costo de fondo de no solo las grandes empresas, sino que marcando un *benchmark* también para empresas medianas y pequeñas, que tienen mayor riesgo crediticio. Ante la ausencia de un mercado de capitales profundo, y cada vez más débil, un efecto *crowding out* desde grandes empresas, hacia otras pequeñas, se podría evidenciar también en el acceso a créditos en el sistema bancario.
- **Una base de inversionistas menos diversificada en nuestro mercado de capitales**, donde el sistema bancario tomaría un rol mucho más preponderante (6 bancos controlan casi el 90% de las colocaciones), y probablemente los inversionistas No Residentes también tomarían un rol más relevante en el mercado de bonos soberanos, un agente que tiene por lo general un comportamiento mucho más inestable, sobre todo en escenarios de inestabilidad económica o financiera internacional, transmitiendo esta mayor volatilidad a nuestra *yield curve*.
- **Mercado de derivados mucho menos profundo**: antes del inicio de los retiros del 10%, los Fondos de Pensiones acumulaban posiciones netas vendedoras de dólares forward (CLP/US\$) en el sistema por cerca de US\$25.000 millones. A febrero del 2022, su posición es inferior a US\$14.000 millones, 44% de caída en este período (BCCh mar-22). Esto es algo de extrema preocupación, dado que en la medida que se produzcan nuevos retiros, su

posición de riesgo de moneda a cubrir continuará disminuyendo, y con ello la participación de uno de los principales contribuidores a nuestro mercado de derivados de moneda, afectando los precios y profundidad a todos los participantes, y haciendo mucho más difícil para todos los agentes de nuestra economía cubrirse ante volatilidades del tipo de cambio.

- **Aumento en la dependencia de fondeo internacional:** otra consecuencia sería que aumentaríamos el nivel de dependencia internacional de nuestro fondeo, más allá de lo deseable, dado que bancos y grandes empresas probablemente se verían obligados a fondear parte de sus necesidades en mercados internacionales. Además, con deuda denominada fundamentalmente en US\$, lo que nos deja expuesto a riesgos tradicionales de tipo de cambio, de roll-over, de crisis de monedas, y eventuales *sudden stops*, que afectan recurrentemente a *emerging markets*. Todo esto en el contexto previamente descrito, con un mercado de derivados local deteriorado, y con un rol más predominante de inversionistas No Residentes en el mercado de deuda local.

### Todavía estamos a tiempo

Ayer en la Comisión de Constitución de la Cámara de Diputados, por primera vez desde que se discuten este tipo de proyectos de retiro de fondos, se rechazó la iniciativa de un quinto retiro, lo que da una luz de esperanza de que el parlamento enriete su rumbo. Sin embargo, ya se anuncian nuevas iniciativas de un sexto retiro.

Independiente de la postura política que tenga cada uno, es una muy mala idea rescatar nuestros fondos de pensiones, considerando la larga lista de argumentos expresados previamente, y si alguna vez hubo alguno argumento plausible producto del confinamiento asociado a la pandemia, hoy día las condiciones son muy distintas y no ameritan el uso de fondos previsionales.

De persistir en eso, el principal riesgo que se avisa es que los agentes incorporen permanentemente en sus expectativas que esto no se trata de un retiro más, sino que es una estrategia recurrente que tiene como único objetivo vaciar

todos los fondos destinados para la pensión, con lo que todas las advertencias y efectos analizados en esta columna, sin duda se profundizarán todavía más.

En cualquier escenario, los cerca de US\$175.000 millones ahorrados actualmente en nuestras cuentas de capitalización, constituyen una parte fundamental de la construcción de nuestras futuras pensiones, y una parte crítica de nuestro mercado de capitales. Gastar estos recursos en bienes y servicios para los cuáles no están diseñados, sería literalmente volver a foja cero en la mejora y construcción de un anhelado y sólido sistema de pensiones, y retroceder varias décadas en el desarrollo y profundidad de nuestro mercado de capitales, lo que tendría un efecto negativo permanente en la tasa de crecimiento de largo plazo de nuestro país, afectando justamente a aquellos más vulnerables que nuestros parlamentarios juran o prometen proteger.

Es tarea de todos concientizar y persuadir sin descanso a nuestros parlamentarios, que en forma transversal apoyan este tipo de medidas, acerca de los irrefutables daños actuales y futuros que provoca la aprobación de este tipo de mociones, y eliminar definitivamente este “riesgo parlamentario” que nos afecta hace ya casi dos años. Nuestros hijos y nietos, quienes asumen los beneficios y consecuencias de las decisiones que determinamos hoy, estarán infinitamente agradecidos de escoger hoy el camino correcto en esta materia. Hagamos entre todos el esfuerzo necesario para que así sea.