

RETIRO AFP ¿QUÉ EFECTOS ESPERAMOS?



Por Joaquín Aguirre, CFA y Francisco Baraño, CFA.

La aprobación del retiro anticipado del 10% de los fondos previsionales en Chile era inimaginable en el pasado, pues se requería de una reforma constitucional de un elevado quórum para lograrlo. En el proceso, se mantuvieron acaloradas discusiones y se libraron grandes batallas, que dan cuenta de la gravedad de la pandemia, por una parte, y del gravitante rol que juegan los ahorros previsionales en nuestra vejez y en nuestro sistema financiero por el otro.

La brutal recesión que acompaña a la pandemia es la principal razón para permitir el retiro. El desempleo ya supera el 12%, resultando en una importante caída de los ingresos y generando urgencias en la provisión de bienes y servicios. En este contexto, el congreso aprobó, desoyendo la opinión de la mayoría de los economistas, la opción de retiro aludiendo a la urgencia. Por su parte, el gobierno trató de detener dicha campaña esgrimiendo el deterioro de la jubilación, la regresividad de la medida, y la suficiencia de los planes de ayuda ya aprobados.

Algunas visiones más pesimistas, interpretaban este acto como la antesala de mayores retiros y el desmantelamiento del sistema.

El mercado tampoco ha esquivado los golpes. Las caídas de la bolsa local que se observaron en julio se concentraron entre los días 15 a 21 de dicho mes, período abundante en noticias respecto a la aprobación del retiro. Sin embargo, y con la opción ya aprobada, el IPSA cierra el mes levemente arriba, lo que induce a pensar que las AFPs no concentrarían la liquidación en acciones locales.

En esta línea, si las AFPs liquidaran los montos demandados manteniendo las asignaciones (allocation) de activos reportadas en junio, un 6% provendría de renta variable local, un 20% de instrumentos de Tesorería, un 16% de bonos bancarios, un 29% de Renta Variable Internacional, un 16% de Renta Fija Internacional, y el remanente disperso en distintos tipos de instrumentos de renta fija local (Letras, Depósitos, Bonos Corporativos, etc)(1). Por lo tanto, sería razonable pensar que gran parte de la venta tendría efectos en el dólar, por la elevada proporción en instrumentos internacionales, y en las tasas de instrumentos de Tesorería y Bancarios.

Pero lo que se necesita contrastar es la magnitud de la venta con el tamaño de transacciones o del mercado del tipo de activo en cuestión. Si, por ejemplo, suponemos un retiro de USD 15 mil millones, entonces USD 0.9 mil millones en acciones locales tendrían que ser vendidos para mantener el allocation (6% x USD 15 mil millones). Este valor equivale a aproximadamente 5 días de transacciones bursátiles (2).

Respecto de la venta de títulos internacionales, es razonable pensar que las AFPs no afecten los precios, pero sí nuestro mercado cambiario. La venta de activos internacionales podría suponer alrededor de USD 6.75 mil millones, equivalente a un 14% de las operaciones cambiarias del mercado spot durante junio (3), lo que puede ser relevante.

En este último punto, efectivamente el dólar ya acusó recibo, pues presentó una caída de aproximadamente 43 pesos durante el mes de julio, concentrado en aquellos días políticamente noticiosos. Ayudan también los mensajes de estímulos de la FED y la leve alza del cobre.

Vámonos ahora a la Tesorería. Al cierre de marzo los títulos de deuda local emitidos por el Gobierno General alcanzan los USD 51 mil millones (4). En nuestro ejercicio, la venta de instrumentos de Tesorería alcanzaría alrededor de USD 3 mil millones (USD 15bn x 20%). No vemos un riesgo en términos de magnitud relevante para una disrupción del mercado y movimientos de tasas. El mercado así lo interpretó, pues las tasas de nuestra curva benchmark no muestran fuertes cambios con respecto al cierre de junio para los plazos mayores a 5 años, que es donde se concentra la tenencia de las AFPs.

Respecto a este último punto, se debe considerar que el Banco Central está actuando como cortafuegos para evitar un alza de tasas de interés, pues está activando un programa de compras de títulos de bonos por un monto disponible de USD 4.6 mil millones y de bonos bancarios y títulos del Banco Central por USD 6.2 mil millones, sumando además operaciones de Repos y compra al contado con venta a plazo de instrumentos financieros.

En relación al impacto de la medida a largo plazo, si bien por una parte el retiro de los ahorros implica una reducción en la demanda por instrumentos de inversión de carácter permanente, ésta será más que compensada al considerar que todas las modificaciones al sistema de pensiones que se están discutiendo contemplan aumentos significativos en las cotizaciones mensuales de ahorro para la vejez. Estas cotizaciones son un flujo recurrente que requiere invertirse todos los meses. Como referencia, los tres puntos porcentuales que representan un 30% de incremento de las cotizaciones de la propuesta del gobierno resultará en una entrada anual de aproximadamente USD 3 mil millones al sistema (5).

Adicionalmente, una parte de los retiros será invertido nuevamente a través de mecanismos como el APV y la cuenta 2 de las AFPs, especialmente en las cuentas de afiliados con rentas altas, lo que compensará este efecto de menor demanda de instrumentos de inversión.

Por el lado del desempeño de los activos locales, el retiro será un impulso reactivador de la economía al incentivar el consumo, y en el camino la recaudación fiscal. Este impulso ayudará a mitigar una caída en el PIB que se anticipa histórica producto de la pandemia.

A largo plazo el efecto en el ahorro y sus consecuencias macroeconómicas estarán muy afectadas por el mayor déficit fiscal asociado al retiro de los fondos de pensiones. La Dirección de Presupuestos (Dipres) estimó el impacto fiscal en USD 6.000 millones, por menor recaudación (debido al retiro de fondos libre de impuestos), mayor uso de Aportes Previsionales Voluntarios y mayor uso de pensiones solidarias, entre otras razones.

Hasta este punto podemos convenir que el efecto directo de mercado, considerando además la intervención del Banco Central, ha sido y será bastante contenido. Pero no podemos descartar movimientos adicionales si la medida del retiro anticipado se repite en el futuro y si la percepción institucional se deteriora, donde esta medida excepcional se transforme en una norma. Sin embargo, de acuerdo a la encuesta Cadem, tanto la percepción de que los fondos son de los trabajadores, como el rechazo de la ciudadanía a la estatización de los fondos de pensiones, ha aumentado, lo que puede ser el inicio de una mayor legitimación del sistema (6).

(1) *Cartera Agregada de los Fondos de Pensiones. Superintendencia de Pensiones al 30-06-2020.* https://www.spensiones.cl/apps/carteras/genera_xsl_v2.0.php?param=VXYrUkRvWHB4UUNRQXdITEdaNVBma2RjN2w2UWFuaFkvcXI1YWV4a0tYOHpRWUdZckFJNVJnPT0=

(2) *Tomado de síntesis estadísticas de la Bolsa de Santiago para el año 2019. En el reporte se detalla que en acciones se transan CLP 31 millones de millones, lo que dividido por 250 días y por 740 pesos por dólar resulta en USD 168 millones de transacciones diarias en promedio.* <https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Sintesis%20y%20Estadisticas/S%C3%ADntesis%20y%20Estadistica%20Anual%202019.pdf>

(3) *Informe Mensual. Estadísticas del Mercado de Derivados y Spot, junio 2020. Banco Central de Chile* <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133408/imemc062020.pdf/95bf0556-4c09-8367-2c4a-519f03723982?t=1595454927363>

(4) *Informe Trimestral. Estadísticas del Mercado de Valores de Renta Fija e Intermediación Financiera. Resultados al cierre del primer trimestre de 2020. Banco Central de Chile. Se usó el tipo de cambio de CLP 860/dólar, en línea con los valores al cierre de marzo.* https://www.bcentral.cl/documents/33528/133377/EMV_2020T1.pdf/b37dcb2e-bb44-9728-b222-b257cb19ca35?t=1592183305620

(5) *Adicionalmente, hay un 2,8% de cotización adicional que durante los primeros años sería utilizado para mejorar las pensiones existentes, actuando como un sistema de reparto.*

(6) <http://www.cadem.cl/encuestas/especial-retiro-10/>