



NOTAS DE PENSIONES

N° 58 – Diciembre 2021

Impacto de los retiros de los fondos de pensiones chilenos sobre la economía y las personas

Resumen Ejecutivo

Los retiros previsionales debieran ser siempre la última opción. Sin embargo, en Chile ya se han aprobado tres a la fecha (*), pese a que organizaciones como la OCDE han recomendado que no deben utilizarse para dar ayudas económicas. Y, en caso de usarse, deben cumplir con tres requisitos para minimizar los daños. Primero, focalización, es decir, permitirlo sólo a quienes los necesitan con urgencia. Segundo, neutralidad tributaria, es decir, el retiro no debe estar asociado a ningún beneficio tributario para no propiciar los retiros. Y tercero, reposición, es decir, buscar mecanismos para devolver el dinero retirado y así no afectar las pensiones. Chile es uno de los pocos países en el mundo en que, salvo la neutralidad tributaria en el segundo retiro, no cumple con ninguno de estos requisitos.

Por otra parte, si se analizan las variables sanitarias, económicas y sociales en detalle, éstas no parecen ser factores que expliquen la racionalidad de un adicional retiro. De aprobarse tal política, ya serían 5,6 millones de afiliados en total los que quedarían sin saldo en sus cuentas, lo que equivale al 50% del total de afiliados al sistema. Hoy en día, como resultado de los tres retiros de fondos, 3,8 millones personas quedaron en algún momento con saldo cero en sus cuentas.

Los montos de los retiros han sido particularmente altos en el caso de los afiliados jóvenes, lo que resulta preocupante

si se considera que el 43% de la pensión se construye en los primeros 10 años de vida laboral.

Tras los tres retiros de fondos de pensiones, la disminución en el saldo de los hombres es de 24,3% y en el de las mujeres 33,3%. Esto implica que, para recuperar los fondos que existían antes de los retiros, los hombres y las mujeres tendrían que cotizar durante 5,6 y 6,3 años más, respectivamente.

Los tres retiros de fondos han incidido también en un aumento de la inflación, lo que tiene un fuerte impacto en los precios, así como también en el pago de los créditos hipotecarios de los trabajadores, siendo, además, altamente regresivo ya que golpea proporcionalmente más el presupuesto de las familias más pobres. Se suma a ello el fuerte impacto en el mercado de capitales local por las liquidaciones forzosas de un gran volumen de activos, lo que, además genera un alza en las tasas de interés para todos los plazos y tipos de créditos. Esta misma situación ha provocado una rentabilidad negativa en los fondos de pensiones con mayor exposición a renta fija (fondos D y E), lo que ha gatillado también cambios significativos de afiliados desde el fondo más conservador (E) a otros fondos más riesgosos, haciendo efectiva la pérdida de valor de los instrumentos de renta fija.

Es importante recalcar que el rechazo de nuevas iniciativas de retiro de fondos resulta clave para mejorar el desempeño de los

(*) La Cámara de Diputados recientemente rechazó el 4º retiro. Ante el fracaso de esa iniciativa legal, algunos sectores, políticos están insistiendo en un 5º retiro, pero su probabilidad de éxito es reducida.

fondos más conservadores. De hecho, desde que se empezó a tener cierta certeza de que el proyecto del cuarto retiro podría ser rechazado hasta el 9 de noviembre de 2021 (fecha en que se rechazó), el retorno del Fondo E (el más conservador) fue siempre positivo. Así, su media móvil semanal experimentó un alza de 6% entre esa fecha y el 11 de noviembre. Esto demuestra lo positivo de que los fondos previsionales sean usados para su propósito: pagar pensiones.

Otro impacto de los retiros es su efecto negativo sobre las personas en el mercado hipotecario: mayor costo de financiamiento (tasa de interés aumenta en casi 1,7 puntos porcentuales), menor plazo para pagar crédito (de 30 a 15 años), mayores rentas exigidas para acceder al mismo, y mayor monto de pie (de 20% a 30% del valor de la vivienda). La combinación de mayores tasas de interés y rentas exigidas para acceder a créditos limita el acceso a la vivienda de miles de familias, lo que afecta principalmente a los hogares de rentas medias y bajas, adultos con baja capacidad de ahorro y jóvenes con corta vida laboral. En tanto, en el caso de las familias con capacidad de endeudamiento, significará elevar su carga financiera en forma crítica, ya que las simulaciones muestran que ésta podría aumentar en hasta \$ 3,9 millones al año (considerando el pago de un mayor dividendo y crédito de consumo para financiar parte del mayor pie), lo que equivale a plantear que los hogares deberán emplear un 21,5% extra de sus ingresos para

compensar los efectos de los retiros de fondos.

Por otra parte, en el 3° y 4° (eventual) retiro, la Ley consideraba el 1° y 2° anticipo de Rentas Vitalicias (RV). Dichos anticipos generan impactos similares que los de los retiros de fondos de pensiones. Sin embargo, al afectar las reservas de las Compañías de Seguros de Vida (CSV) y particularmente en el segundo anticipo, se pone en riesgo la solvencia de éstas y por tanto el pago de las pensiones casi 660 mil pensionados por RV y otros beneficiarios de seguros. No se conoce ningún otro país en el mundo que, enfrentado al Covid-19, haya forzado cambios al contrato de RV.

El presidente del Banco Central de Chile (BCCh), Mario Marcel, ha señalado que los efectos de los retiros previsionales pueden ser no lineales, acumulativos y crecientemente irreversibles. Y que en la medida que los retiros van presionando a la inflación y aumenta el riesgo de interrupciones en el mercado financiero, los costos asociados se van elevando. En un escenario de deterioro de las expectativas y cambios estructurales en el sistema financiero, las medidas aplicadas por el BCCh para reducir los impactos sobre el mercado van perdiendo efectividad, afectando la evolución de la economía y el bienestar de la población en los próximos años, según explicó.

I. Los retiros de fondos de pensiones: diseño, características y distribución de recursos a la fecha

I.1 Diseño de los retiros

En Chile, a la fecha se han aprobado tres retiros de fondos de pensiones. Organizaciones internacionales como la OCDE han señalado que en tiempos de crisis no deben utilizarse los fondos previsionales para dar ayudas económicas, sino que éstas deben provenir de los gobiernos, por lo que los retiros deberían ser siempre una última opción. Es por eso que

de realizarse, para minimizar los daños, los retiros deberían cumplir con tres condiciones:

- **Focalización:** Permitir el retiro de ahorros sólo a quienes lo necesitan con algún grado de urgencia.
- **Neutralidad tributaria:** El retiro anticipado de fondos no debe estar asociado a un beneficio tributario, ya que esto incentivaría a las personas a retirar sus fondos aunque no los necesiten.

- **Reposición:** Es necesario establecer mecanismos obligatorios de reposición de fondos, para no desnaturalizar su objetivo de pagar pensiones.

Con respecto a estas tres condiciones, como puede verse en el Cuadro 1, el caso de los retiros de fondos en Chile es uno de los pocos en el mundo en que, salvo la neutralidad tributaria en el segundo retiro, no cumple con ninguna de ellas.

Cuadro 1.- Comparación de proyectos de retiros de fondos de pensiones en Chile

	Primer retiro*	Segundo retiro	Tercer retiro
Elegibilidad	Universal (activos y pasivos con Retiro Programado)	Universal**	Universal**
Montos autorizados	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible)	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible)	10% con un máximo de UF 150 y un mínimo de UF 35 (o el saldo inferior disponible)
Impuestos	No	Si (sólo para personas cuya renta anual imponible sea igual o superior a 30 UTA (Unidad Tributaria Anual))	No
Compensaciones	No	No	Opción de aumentar cotización en 1 pp y aporte fiscal por cada año que se postergue la pensión

* El 31 de Julio de 2021 finalizó el plazo para solicitar el primer retiro. **Salvo autoridades art. 38 bis.
Fuente: Banco Central de Chile.

I.2 Entorno sanitario, económico y social

Las variables relacionadas a la situación sanitaria (casos activos, hospitalizados y movilidad) fueron muy distintas al momento de la realización de cada retiro. De igual manera, las variables económicas (IMACEC¹, el consumo o la situación laboral) no parecen

ser factores que expliquen la decisión de autorizar estos retiros (ver Cuadro 2).

De esta manera, un nuevo retiro se presentaría en un contexto totalmente opuesto al del primero, en términos sanitarios, así como económicos y sociales.

¹ Índice Mensual de Actividad Económica.

Cuadro 2.- Situación sanitaria económica y social al momento de cada retiro

	Primer retiro	Segundo retiro	Tercer retiro	Cuarto retiro (rechazado)
Situación sanitaria	Activos: 18.863. Camas UCI Covid: 1.445	Activos: 17.178. Camas UCI Covid: 663	Activos: 58.830. Camas UCI Covid: 3.376	Activos: 5.676. Camas UCI Covid: 379
Movilidad (% de la población en cuarentena)	55%	6%	85%	0%
Nivel de IMACEC versus pre pandemia	-12,90%	-1,90%	1,90%	5,70%
Nivel de consumo, ventas versus pre pandemia (IACM ²)	-18,10%	8,20%	0,10%	32,30%
Situación laboral	Tasa de ocupación: 45% Empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): - 568 mil Tasa desocupación: 12,5% Salarios: 2,8%	Tasa de ocupación: 50,8% Empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): - 194 mil Tasa desocupación: 11% Salarios: 4%	Tasa de ocupación: 51,1% Empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): +70 mil Tasa desocupación: 10,4% Salarios: 5,8%	Tasa de ocupación: 51,8% Empleo asalariado formal AFP (versus pre pandemia): +126 mil Tasa desocupación: 8,4% Salarios: 6,4%

Fuente: Banco Central de Chile.

*Datos al 12 de octubre de 2021.

I.3 Características de los retiros

De acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile (SP), los tres retiros efectuados han implicado un desembolso total de USD 49.706 millones (de aprobarse un nuevo retiro el monto podría llegar a USD 66.594 millones), aproximadamente un 29% de los fondos que había a marzo de 2020, cuando comenzaron los retiros. De acuerdo a la misma SP, este monto equivale a casi ocho veces el gasto público del año 2020 en el pilar solidario y del sistema antiguo de reparto, en conjunto.

El número de personas que participó en al menos un retiro de fondos fue de 11.070.591 (ver Cuadro 3), siendo solo 1.496.356 las personas que no realizaron ninguno de ellos.

Como resultado de los tres retiros de fondos, 3.859.713 personas quedaron en algún momento con saldo cero (35%) y de éstos, 1,6 millones han seguido cotizando. De aprobarse un nuevo retiro, serían 5.611.477 afiliados en total los que quedarían sin saldo, lo que equivale al 50% de los afiliados.

² Índice de Actividad del Comercio al por Menor.

Cuadro 3.- Solicitudes y montos de los retiros respectivos

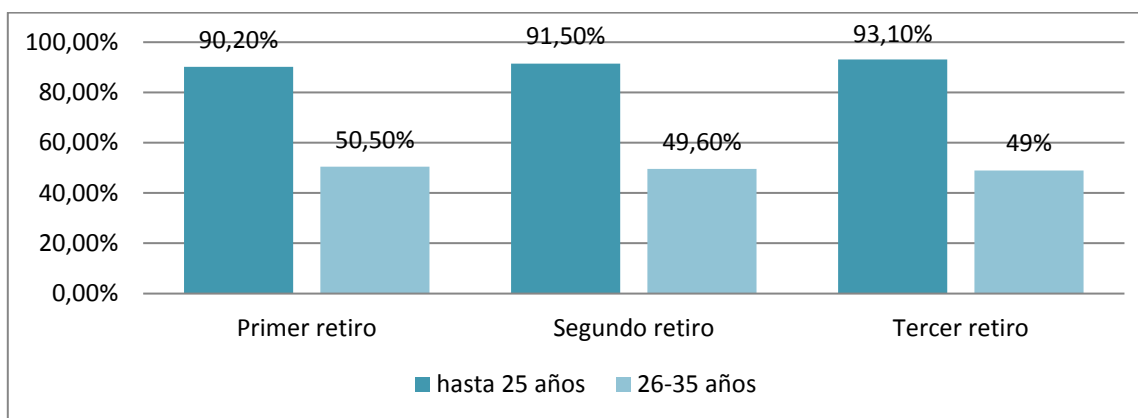
	Primer retiro	Segundo retiro	Tercer retiro
Solicitudes aceptadas	11.107.255	9.076.134	7.552.046
Monto promedio retirado (pesos)	1.423.011 (USD 1.758)	1.456.909 (USD 1800)	1.482.030 (USD 1831)
Monto total retirado (USD millones)	19.668	16.236	13.782

Fuente: Superintendencia de pensiones de Chile.

Los montos retirados son particularmente altos en el caso de los afiliados más jóvenes (ver Gráfico 1), lo que puede ser preocupante ya que las altas tasas de desempleo e informalidad en este tramo etario dificultan la recuperación de sus ahorros previsionales. Lo

anterior se agrava si se considera que, de acuerdo a estimaciones de la Asociación de AFP de Chile, un 43% de la pensión se construye en los primeros 10 años de vida laboral.

Gráfico 1.- Monto de retiro solicitado como porcentaje del saldo en afiliados más jóvenes.



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile (SP). Primer retiro al 31 de julio de 2021 y segundo y tercer retiro al 22 de octubre de 2021.

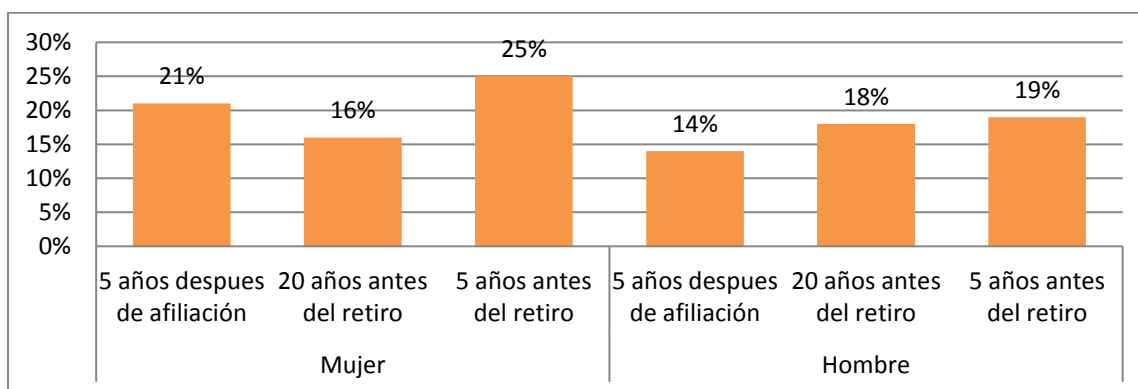
II. El impacto de los retiros de los fondos de pensiones sobre la economía y las personas

II.1 Menores pensiones

El efecto más directo de los retiros de fondos sobre las personas es la disminución en el monto de sus pensiones. El Gráfico 2 muestra que estos retiros afectan en mayor medida a

las mujeres que a los hombres, y que en general la caída de la pensión será mayor mientras más cerca se esté de la edad de retiro.

Gráfico 2.- Diminución de la pensión autofinanciada como porcentaje del salario promedio por años de afiliación y sexo luego de tres retiros de fondos



Fuente: Superintendencia de pensiones de Chile.

De la misma manera, el Cuadro 4 muestra que, tras los tres retiros de fondos de pensiones, la disminución en el saldo de los hombres será de 24,3% y en el de las mujeres 33,3%. Esto implica que, para recuperar los fondos que existían antes de los retiros los

hombres y las mujeres tendrían que cotizar durante 5,6 y 6,3 años más, respectivamente. En total, se estima que los retiros hacen necesario un aumento promedio de 5,9 años en la edad de jubilación para compensar el efecto de los fondos retirados.

Cuadro 4.- Disminución de saldo promedio y tiempo de cotización adicional promedio para recuperar saldos tras tres retiros de fondos

	Disminución saldo a la edad de pensión (%)	Tiempo de cotización adicional para lograr mismo saldo antes del primer retiro (años)
Hombre	24,3	5,6
Mujer	33,3	6,3
Total	28,5	5,9

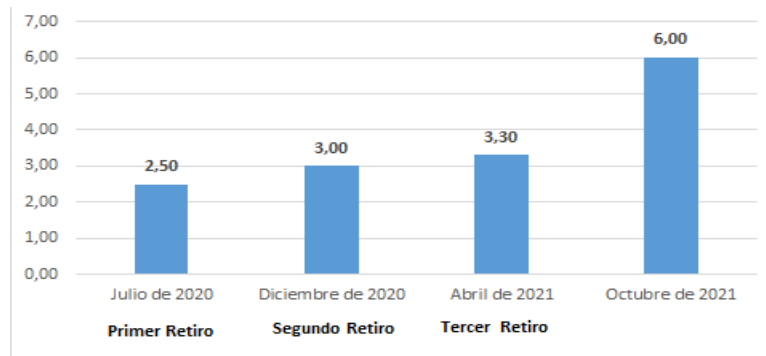
Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile.

II.2 Aumento en inflación

La variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en octubre de 2021 fue del 6%. Como se observa en el Gráfico 3, la tendencia en la variación del IPC ha sido

creciente en el tiempo desde que comenzó el proceso de los retiros de fondos en julio de 2020.

Gráfico 3.- Índice de precios al consumidor (IPC) – Variación anual

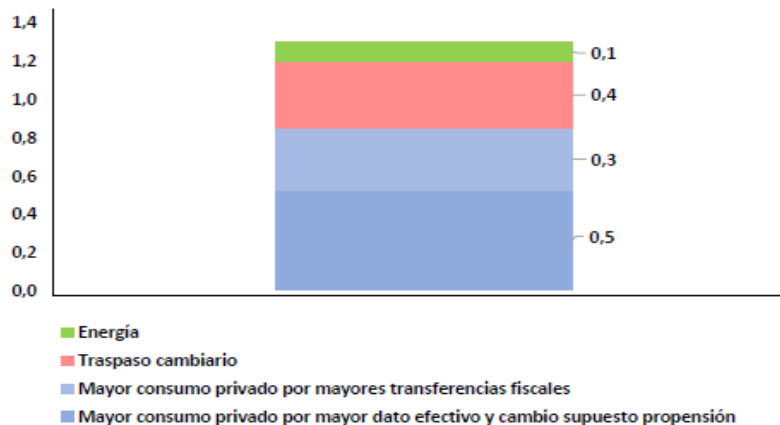


Fuente: FIAP en base a datos del Banco Central de Chile.

Estas variaciones en el IPC son muy relevantes, toda vez que impactan en el valor de la Unidad de Fomento (UF; índice que evoluciona de acuerdo a la inflación del mes pasado), la cual superará los \$30.800 (aprox. USD 37) este año. Esta variación tiene un fuerte impacto en los precios como también en el pago de los créditos hipotecarios de los trabajadores, siendo, además, altamente regresivo ya que golpea proporcionalmente más el presupuesto de las familias más pobres.

De acuerdo al Banco Central de Chile (BCCh) toda la diferencia en los aumentos de la inflación proyectada para el 2021 (de 4,4% a 5,7%) se explica por mayor consumo y la depreciación del peso (ver Gráfico 4), ambos influidos por los tres retiros de fondos de pensiones ya realizados y la expectativa de retiros adicionales.

Gráfico 4.- Incidencias en la revisión de la proyección de inflación a diciembre 2021 (2) (puntos porcentuales)



(2) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total del IPoM de junio y de septiembre del 2021. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Fuente: Presentación de Mario Marcel, Banco Central de Chile (13 de octubre 2021).

II.3 Aumento en tasas de interés

Los retiros masivos de fondos de pensiones han gatillado un deterioro en las condiciones del mercado de capitales local, por las liquidaciones forzosas de un gran volumen de activos, lo que reduce la profundidad del mercado de capitales. Esto, a su vez, genera que las tasas de interés locales aumenten en todos los plazos y para todos los tipos de créditos.

De acuerdo al BCCh existe un desacople de las tasas largas de los bonos del Banco Central a

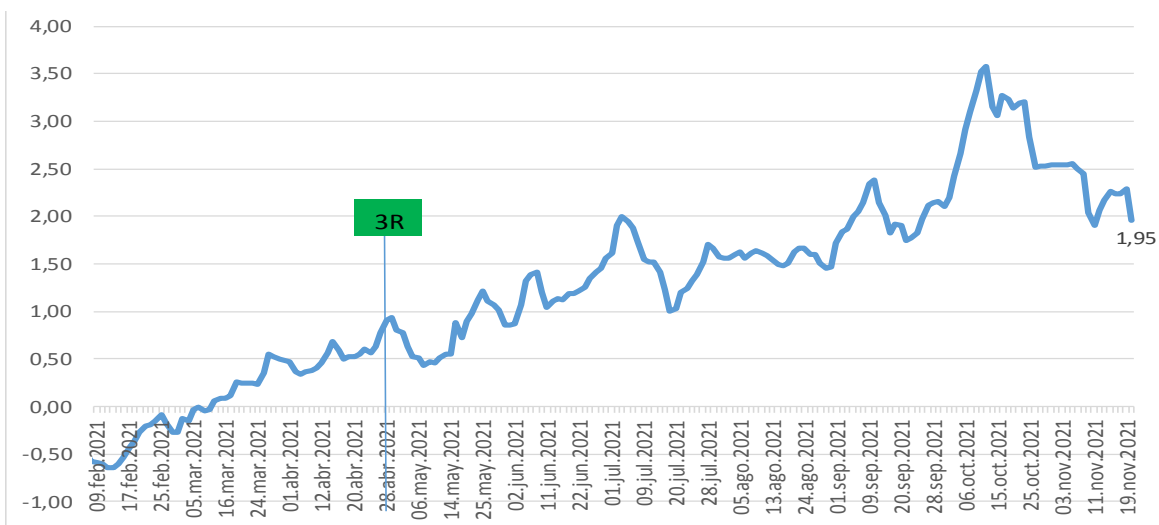
10 años respecto de benchmarks internacionales (US Treasury 10 años; ver Gráfico 5), especialmente desde el tercer retiro. En efecto, el Gráfico 6 muestra que la tasa de interés de los bonos de tesorería a 10 años aumentó en 246 puntos base entre enero y el 22 de noviembre de 2021. Las tasas de interés hipotecarias han reflejado especialmente estos efectos (ver sección II.7 más adelante).

Gráfico 5.- Tasa de interés de los bonos del Banco Central en pesos a 10 años y US treasury a 10 años (porcentaje)



Fuente: Presentación de Mario Marcel, Banco Central de Chile (13 de octubre 2021).

Gráfico 6.- Tasa de interés de los bonos del Banco Central en UF a 10 años (%)



Fuente: FIAP en base a datos del Banco Central de Chile.

II.4 Aumento en el valor del tipo de cambio

Desde mayo del 2021 el dólar estadounidense ha presentado un alza sistemática, lo que significa que el peso chileno ha perdido valor (depreciación). En el año el valor del dólar ha

aumentado en un 17,12% en términos nominales (ver Gráfico 7). Esto afecta a los precios de todos los productos importados.

Gráfico 7.- Valor dólar USA 2021



Fuente: FIAP en base a datos del Banco Central de Chile.

II.5 Deterioro fiscal

Los tres retiros de fondos de pensiones han deteriorado la posición fiscal del gobierno chileno, y eso tiene básicamente tres orígenes.

En primer lugar, de los tres retiros, solo en el segundo se estableció el pago de impuestos a la renta, en tanto que en los retiros 1 y 3 hubo una exención tributaria, lo cual acarrea un costo fiscal inmediato.

En segundo lugar, con los tres retiros ya efectuados, casi cuatro millones de personas agotaron el saldo en sus cuentas individuales, de modo que ellos generarán una mayor presión para que el Estado les otorgue pensiones no contributivas (Pensiones Básicas Solidarias, PBS) o un aumento en Aportes Previsionales Solidarios (APS), lo cual

conlleva un incremento del gasto fiscal en el pilar solidario en el mediano y largo plazo.

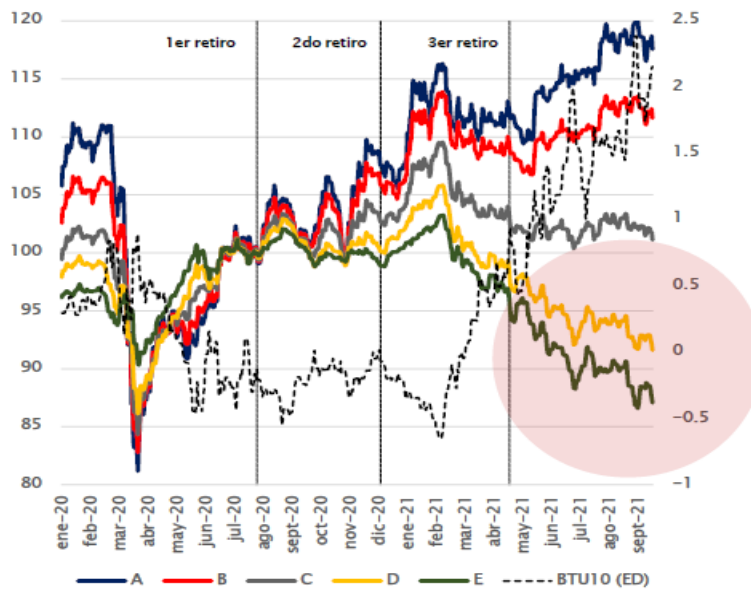
Y, en tercer lugar, el aumento de las tasas de los bonos del Banco Central a 10 años descrito anteriormente, implica un aumento en el pago de intereses por parte del Gobierno. El BCCh estima que el incremento de estas tasas genera un aumento del pago de intereses por parte del Gobierno entre USD 1.800 millones y USD 2.800 millones anuales. Dichos valores exceden la recaudación de las medidas tributarias propuestas para financiar la ampliación del pilar solidario de pensiones o equivalen aproximadamente a todo el presupuesto anual 2022 para la gratuidad de Universidades, Institutos Profesionales y Centros de Formación técnica y Becas de Educación Superior.

II.6 Menor rentabilidad de fondos de pensiones más conservadores

El alza de tasas experimentadas este año ha provocado una rentabilidad negativa de los fondos de pensiones con mayor exposición a renta fija local (fondos D y E; ver Gráfico 8).

Por la misma razón se han visto cambios significativos de afiliados desde el fondo E a otros fondos, haciendo efectiva la pérdida de valor de los instrumentos de renta fija local

Gráfico 8.- Rentabilidad real mensual de multi-fondos y tasas de los Bonos del Banco Central en UF (BTU) a 10 años (1)-(2) (30/07/2020=100; 1er retiro)



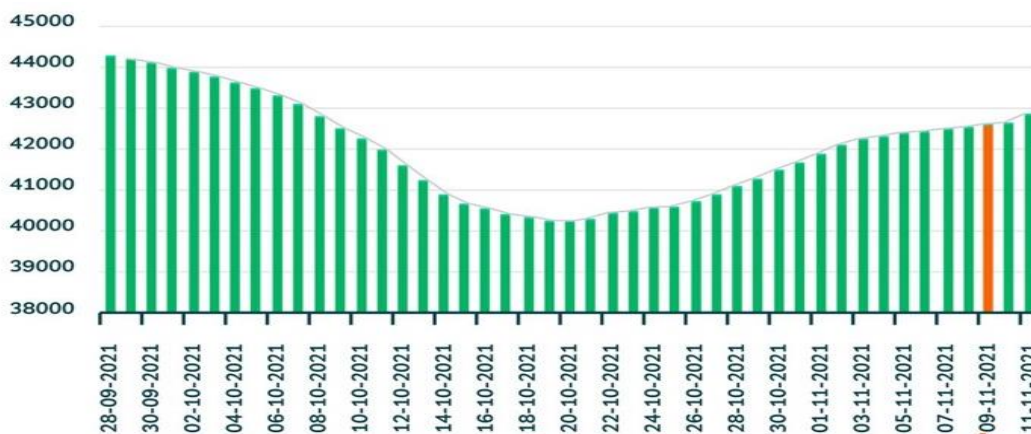
Fuente: Presentación de Mario Marcel, Banco Central de Chile (13 de octubre 2021).

Notas: (1) Variación nominal deflactada por la variación de la UF del periodo. (2) Se utiliza tasa BTU/BCU de 10 años diaria.

Es importante recalcar que el rechazo de nuevas iniciativas de retiro de fondos resulta clave para mejorar el desempeño de los fondos más conservadores. De hecho, desde que se empezó a tener cierta certeza de que el proyecto del cuarto retiro podría ser rechazado el retorno del Fondo E (el más

conservador) fue siempre positivo. Así, su media móvil semanal experimentó un alza del 6% entre esa fecha y el 11 de noviembre (ver Gráfico 9). Esto demuestra lo positivo de que los fondos previsionales sean usados para su propósito: pagar pensiones.

Gráfico 9.- Media móvil 7 días del valor cuota del fondo E



Fuente: Observatorio Perspectivas.

II.7 Endurecimiento en condiciones de acceso a créditos hipotecarios

II.7.1 Mayor costo de financiamiento de los créditos hipotecarios

Existe un vínculo muy estrecho entre el costo de financiamiento de los bancos y la tasa de los créditos hipotecarios. Esto es así porque los bancos para financiar préstamos de largo plazo, como los de vivienda, requieren financiamiento de largo plazo, como las colocaciones de bonos. En efecto, de acuerdo a la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF), la correlación entre las tasas reales de los créditos para la vivienda y el rendimiento de los Bonos del Banco Central en UF a 20 años (BCU20) es de 77% en las últimas dos décadas⁴.

La tasa de los BCU20 ha aumentado de manera relevante en los últimos meses. En efecto, entre julio de 2020 (cuando comenzó el primer retiro de fondos de pensiones) y hasta octubre de 2021, ésta aumentó desde UF+0,37% a UF+3,19% (ver Gráfico 10). Después de este máximo, cuando se produjo el primer rechazo del cuarto retiro de los fondos de pensiones (el 9 de noviembre), la tasa BCU20 bajó hasta UF+3,09%, y

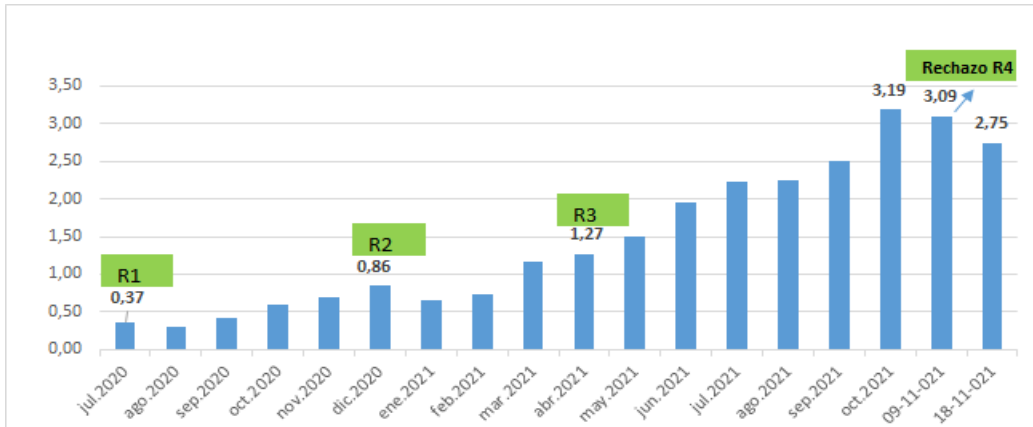
posteriormente a ello bajó hasta UF+2,75% el 18 de noviembre. La caída de la tasa con respecto al máximo de octubre refleja el optimismo del mercado financiero por el fin o al menos la reducción de los retiros de los fondos de pensiones. No obstante, la tasa BCU20 al 18 de noviembre aun registra un alza considerable de 238 pb con respecto a julio 2020 (de UF+0,37% a UF+2,75%), costos a los cuales debe sumarse el spread que el mercado asigna a la deuda bancaria.

Esto, en consecuencia, se traduce en un mayor costo del crédito hipotecario, el cual se ha intensificado después del tercer retiro de fondos, muy probablemente frente a la incertidumbre de aprobación de nuevos retiros. De hecho, la tasa anual promedio de los nuevos créditos hipotecarios alcanzó un 3,56% en octubre 2021, aumentando 1,65 puntos porcentuales (pp) desde su mínimo histórico de 1,99% en octubre de 2019 y 0,92 pp desde su nivel en julio de 2020 (2,64%) (ver Gráfico 11).

⁴ Fuente: Abif Informa N°174 28 octubre 2021, página 4. Disponible en: [https://www.abif.cl/wp-](https://www.abif.cl/wp-content/uploads/2021/10/Informe-ABIF-N-174-Cifras-financieras-Septiembre-2021.pdf)

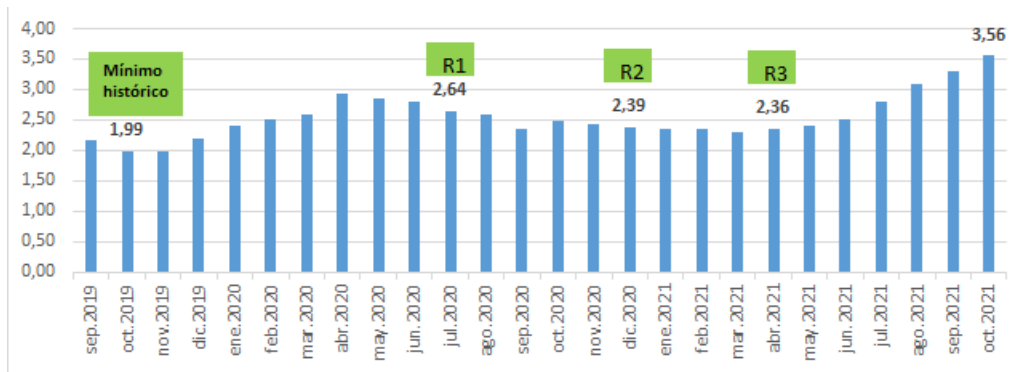
[content/uploads/2021/10/Informe-ABIF-N-174-Cifras-financieras-Septiembre-2021.pdf](https://www.abif.cl/wp-content/uploads/2021/10/Informe-ABIF-N-174-Cifras-financieras-Septiembre-2021.pdf)

Gráfico 10.- Tasa de interés de los bonos del Banco Central en UF a 20 años (BCU20)



Fuente: FIAP en base a datos del Banco Central de Chile.

Gráfico 11.- Tasa de interés anual promedio de los créditos hipotecarios (%)



Fuente: FIAP en base a datos del Banco Central de Chile.

Se debe notar que la tasa de interés que aparece en el Gráfico 11 incluye créditos que son muy diversos entre sí (tasas fijas, variables y mixtas, a distintos plazos y montos financiado, etc.). Por ello, por practicidad, resulta útil tener alguna medida de la tasa promedio para un crédito tipo a tasa fija. De acuerdo a las simulaciones online de ABIF⁵, sin considerar seguros ni otros costos, el costo de los nuevos créditos hipotecarios al 18 de noviembre de 2021 se encuentra en valores en torno a UF+5,5%.

Según datos del BCCh, en lo que va de noviembre 2021 la tasa promedio mensual para créditos en UF a más de 3 años es de 3,96%, aunque al lunes 15 de noviembre, el último dato semanal disponible, la tasa ya era levemente menor y marcó un 3,82%. La cifra anterior, del lunes 7 de noviembre, había sido de 4%. Con ello, el indicador frenó una racha de cinco semanas al alza. Con todo, el 3,96% actual es la mayor tasa promedio mensual desde diciembre de 2014, cuando estaba en 4,14%⁶.

⁵ Simulaciones de un crédito hipotecario en <https://www.comparaonline.cl/>

⁶ Fuente: <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/las-tasas-hipotecarias-frenan-cinco->

[semanas-al-alza-y-empiezan-un-lento-descenso/OTNCHIRQ35G5RABTPG3O3ZA2M4/](https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/las-tasas-hipotecarias-frenan-cinco-semanas-al-alza-y-empiezan-un-lento-descenso/OTNCHIRQ35G5RABTPG3O3ZA2M4/)

Desde uno de los grandes bancos del mercado explican que comenzaron a bajar las tasas apenas disminuyó el costo de fondeo, es decir el costo que tiene para los bancos conseguir los recursos para prestar dinero a plazos largos. Y eso ocurrió cuando el mercado empezó a vislumbrar que el Senado

rechazaría el cuarto retiro. ¿Hay más espacio para bajas? Para algunos expertos, solo cuando se tenga claridad sobre los retiros de fondos de pensiones y quién asumirá el próximo gobierno, se podrán ver cambios adicionales en las tasas.

II.7.2 Menores plazos

El deterioro en la profundidad en el mercado de capitales no solo afecta el nivel de tasas, sino que también podría tener efectos en la capacidad de financiar operaciones de largo plazo. En el extremo, si los retiros continúan agudizando la menor demanda de instrumentos de deuda de largo plazo (los cuales son usados por los bancos para poder financiar operaciones hipotecarias de largo plazo), será imposible otorgar créditos hipotecarios a 20 años, por ejemplo. Previo a los retiros de los fondos de pensiones,

existían préstamos hipotecarios de hasta 30 años plazo.

El impacto sobre la viabilidad de financiar la compra de viviendas a plazos es directo. El valor de un dividendo de una operación hipotecaria tipo a 20 años es aproximadamente \$500.000, sin embargo, si esta misma operación es financiada a 10 años, el valor del dividendo aumenta a \$807.000. Este aumento claramente tiene un impacto relevante sobre la capacidad de los hogares de poder financiar la compra de su vivienda.

II.7.3 Mayor relación deuda-garantía (Loan to Value Residencial, LTV)

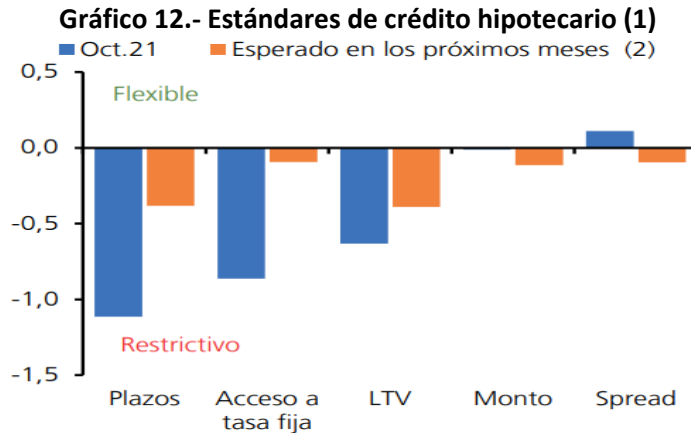
Otro de los parámetros que se están endureciendo en el otorgamiento de créditos hipotecarios es la relación deuda-garantía (LTV por sus siglas en inglés). Si en el año 2020, en promedio, los bancos exigían que las

personas entregaran como pie un 20% del valor de la vivienda (banco financia el 80% del valor de la vivienda), ahora en el 2021 los bancos están exigiendo un pie de hasta el 30% (solo financian el 70% del valor de la vivienda).

II.7.4 Resumen de cambios en condiciones crediticias

Tal como señala al Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre 2021, publicado por el BCCh, la caída en el tamaño de los fondos intermediados por los fondos de pensiones ha reducido la capacidad del mercado de renta fija para proveer financiamiento de largo plazo y ha mantenido elevada la incertidumbre. Debido a lo anterior, los bancos han endurecido sus estándares de otorgamiento, privilegiando

productos a tasa variable o mixta, recortando plazos ofrecidos, y aumentando la exigencia de pie (mayor LTV) [ver Gráfico 12 y Cuadro 5]. Pese a que se observa un alza de las tasas de interés asociada a los mayores costos de financiamiento, el spread sobre el costo de fondeo de los bancos, que se define como el costo adicional por riesgo cargado a los deudores, permanece bajo y en torno a niveles de comienzo de 2021.



- (1) El indicador corresponde al valor neto de las respuestas ponderadas por participación del banco en la cartera de vivienda.
 (2) Corresponde a la diferencia entre las tasas de interés del crédito y el costo de fondeo del banco.

Fuente: Informe de Estabilidad Financiera (IEF) 2° Semestre 2021, Banco Central de Chile (página 41).

Cuadro 5.- Cambio en condiciones crediticias hipotecarias

Variables	Mediana 2020	Extremo actual
Tasa	Fija: 2,9%	Variable
Plazo	25	15
LTV (relación deuda-garantía)	80	70

Fuente: Presentación de Mario Marcel respecto del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) 2° Semestre 2021, Banco Central de Chile (Nov. 2021).

II.7.5 Mayor dividendo e impacto en presupuesto de los hogares

El monto de la cuota (dividendo) que paga un deudor de crédito hipotecario se ve incrementado básicamente por tres efectos. Primero, por el aumento en la tasa de interés del crédito. Segundo, por efecto de la inflación, que impacta indirectamente en el valor de la vivienda a comprar a través del aumento en el valor de la UF (el cliente paga el dividendo en pesos). Y tercero, también se incrementa el dividendo cuando se reduce el plazo del crédito.

Si bien es cierto que un aumento en el pie exigido (menor LTV) reduce el dividendo, el efecto puede ser finalmente negativo para el presupuesto de un hogar que no tiene

capacidad de ahorro para financiar un mayor pie, forzándolo a contraer deuda (por ejemplo, a través de un crédito de consumo) para financiarlo.

De acuerdo a la ABIF, el impacto del aumento de la tasa de interés a UF + 5,5% afectaría en 28% el valor del dividendo para un crédito tipo, equivalentemente, \$ 1,32 millones cada año⁷. Además, considerando una inflación actual de 6% (3 puntos porcentuales sobre la meta de 3% del BCCh), el valor del dividendo de un crédito tipo se verá incrementado en \$ 180 mil anuales respecto a un escenario en que la inflación se ubica en 3%. Luego, el efecto combinado del aumento de la tasa del

⁷ Considera un crédito de UF 2.400 a 20 años plazo. Dividendo incluye amortización de capital e intereses. No considera gastos operacionales, seguros u otros

costos asociados. Calculado en relación con el dividendo obtenido con la tasa de interés promedio de julio 2020 (2,64%).

crédito hipotecario y la mayor inflación podría alcanzar a un aumento de \$ 1,5 millones al año o, equivalentemente, un aumento de casi 32% del valor de los dividendos. Este mayor costo, como proporción del ingreso del hogar promedio⁸, equivale a plantear que los hogares deberán emplear un 8,3% de sus ingresos para compensar el efecto de la inflación y mayores tasas hipotecarias.

Similar simulación efectúa el BCCh, que ejemplifica el efecto sobre el dividendo de un

crédito hipotecario y las rentas mínimas exigidas, con distintos supuestos de tasa de interés, plazos y relación deuda-garantía (LTV). Como se aprecia en la Figura 1, las restricciones crediticias implicarían un aumento significativo de los dividendos y rentas exigidas para acceder a los créditos, lo que limitará el acceso a la vivienda, especialmente en los hogares de bajas rentas, adultos con baja capacidad de ahorro y jóvenes con corta vida laboral.

Figura 1.- Efecto sobre el dividendo de un crédito hipotecario y rentas mínimas exigidas, con distintos supuestos de tasa de interés, plazos y relación deuda-garantía (LTV)



(*) Valor de la UF Sept-21: \$30.088 y Oct-21: \$30.381. Para escenario Octubre 2021: inflación al cierre 2021 de 5,3% y desde 2022 converge al 3%. Para escenarios alternativos: inflación al cierre 2021 de 5,3%, para 2022–2023 de 5% y desde 2024 de 3%. Dividendo no incluye seguros ni costos operacionales. Crédito de consumo con tasa de interés de 16% anual. Tasa de interés hipotecaria de Oct-21 considera créditos nuevos en UF, con tasa fija, a nivel nacional al 22 de octubre de 2021 (no incluye instrumentos de fomento). Fuente: Presentación de Mario Marcel respecto del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) 2° Semestre 2021, Banco Central de Chile (Nov. 2021).

Así, por ejemplo, suponiendo una vivienda de UF 2.500, en septiembre 2021 tenemos el escenario base en que un banco financiaba un crédito hipotecario por hasta UF 2.000 (LTV = 80%; pie = 20% = 500 UF= \$15 millones), con una tasa fija de 3,1% a un plazo de 20 años. El

dividendo a tres años en estas condiciones era de \$380.400. Luego, en octubre de 2021, si todas las condiciones anteriores se mantienen, pero la tasa de interés fija sube a 4,25%, el dividendo a tres años sube en 8% con respecto al escenario base (hasta

⁸El hogar promedio con crédito hipotecario, según la Encuesta Financiera de Hogares 2017 del Banco Central, tiene ingresos en torno a \$ 1,5 millones mensuales y destina aproximadamente 34% de sus ingresos al pago de obligaciones financieras, donde el 14% de dichos

pagos se vinculan a créditos hipotecarios. El 8,3% se obtiene de realizar la siguiente división: (1.320 mil + 180 mil) / (12 * 1.500.000).

\$411.212) y la renta mínima sube en un 10% (de \$1,4 a \$1,5 millones). Si a ello le sumamos el efecto de la inflación, el dividendo a tres años sube en 12% (a \$427.336). Si se supone un escenario alternativo en que la tasa fija sube del 4,25% al 6,25%, el plazo del crédito se reduce de 20 a 15 años, y el monto exigido del pie sube desde un 20% a 30% del valor de la vivienda (es decir, LTV baja de 80% a 70%), entonces el dividendo sube en 36% (hasta \$ 517.747), la renta mínima exigida sube en 21% (de \$1,5 a \$1,8 millones) y el monto del pie sube un 50% (de \$15,1 a \$22,8 millones). Si no existe suficiente ahorro para financiar este nuevo monto del pie, supongamos que el trabajador pide un préstamo de consumo de \$7,6 millones en 60 cuotas a una tasa de interés anual del 16%. En tal caso, el monto

del dividendo a tres años, sumando la cuota del crédito de consumo, sube en 85% con respecto al escenario base (hasta \$702.446), elevando la carga financiera de los hogares en forma crítica. Luego, replicando los cálculos de ABIF, el efecto combinado del aumento de la tasa del crédito hipotecario, la mayor inflación, el menor plazo y el mayor monto de pie, podría alcanzar a un aumento de \$ 3,9 millones al año. Este mayor costo, como proporción del ingreso del hogar promedio, equivale a plantear que los hogares deberán emplear un 21,5% de sus ingresos para compensar el efecto combinado de todas las restricciones crediticias.

III. Comentario final

El presidente del BCCh, Mario Marcel, ha señalado que los retiros de ahorros previsionales no son una simple reiteración de los ejercicios anteriores, destacando que sus efectos pueden ser no lineales, acumulativos y crecientemente irreversibles. En este sentido, apuntó a que sus beneficios se van reduciendo en la medida en que se van concentrando en los afiliados con mayores saldos en sus cuentas, así como también por el impacto decreciente que tienen sobre la actividad. Por otra parte, ha señalado que, en la medida que los retiros van presionando a la inflación y aumenta el riesgo de interrupciones

en el mercado financiero, los costos asociados se van elevando. “El costo económico de los retiros ha dejado de ser una hipótesis o advertencia, para tener un efecto concreto, que ya se puede observar en variables como el IPC, las tasas de interés y el tipo de cambio. En un escenario de deterioro de las expectativas y cambios estructurales en el sistema financiero, las medidas aplicadas por el BCCh para reducir los impactos sobre el mercado van perdiendo efectividad, afectando la evolución de la economía y el bienestar de la población en los próximos años”, señaló la autoridad.

Anexo: Anticipos de Renta Vitalicia.

Junto a los retiros de fondos de pensiones que incluían tanto a afiliados activos como pensionados por Retiro Programado (RP)⁹, en el 3° y 4° (rechazado) retiro, la Ley consideraba el 1° y 2° anticipo de Rentas Vitalicias (RV).

Los anticipos de RV son en esencia distintos a los retiros de los Fondos de Pensiones, puesto que, a diferencia del RP, donde la propiedad de los fondos es del pensionado, en el caso de las RV los fondos no son propiedad del mismo sino de las Compañías de Seguros de Vida (CSV). En el 1° y 2° (eventual) anticipos, se obliga a las CSV a entregar una suma de dinero a todos sus pensionados que lo soliciten. En Cuadro 6 muestra que existen grandes diferencias entre ambos anticipos.

Cuadro 6.- Comparación de proyectos de anticipos de Rentas Vitalicias en Chile

	Primer anticipo	Segundo anticipo (rechazado)
Monto	10% del valor correspondiente a la reserva técnica que mantiene el pensionado en la respectiva CSV para cubrir el pago de sus pensiones	10% de los fondos originalmente traspasados desde sus cuentas de la AFP a la respectiva CSV
Tope	150 UF	150 UF
Restitución	Se imputa al monto mensual de sus rentas vitalicias futuras, a prorrata en forma proporcional	El monto del adelanto solicitado se pagará descontándose a prorrata de las rentas que resten por pagar al asegurado vitalicio hasta pagar el adelanto.
Porcentaje a descontar de RV	Igual porcentaje que aquel que represente el monto efectivamente retirado	El monto en ningún caso podrá superar el 5% de las rentas mensuales del asegurado quien siempre podrá solicitar una prórroga de pago de 90 días.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los anticipos de RV generan impactos similares que los de los Retiros de Fondos de Pensiones. Sin embargo, al afectar las reservas de las CSV y particularmente en el segundo anticipo, se pone en riesgo la solvencia de éstas y por tanto el pago de las pensiones casi 660 mil pensionados por RV y otros beneficiarios de seguros. No se conoce ningún otro país en el mundo que, enfrentado al Covid-19, haya forzado cambios al contrato de RV.

⁹ En Chile una persona puede pensionarse bajo la modalidad de Retiro Programado, Renta Vitalicia o una combinación de las modalidades anteriores. En el RP, la AFP continúa administrando los fondos del pensionado y este recibe una pensión cuyo monto se calcula de acuerdo a la Ley. En la RV, existe un contrato o póliza entre una CSV y el pensionado, en el cual el pensionado a cambio del pago de una prima que se financia con el ahorro acumulado en la AFP, la CSV se compromete a pagar una pensión fija (y reajustada por la inflación) al pensionado de por vida.