

## Minuta CMF

### Impacto en mercados bajo el perímetro de la CMF

#### Proyecto de Reforma Constitucional que autoriza el retiro de hasta un 10% de Fondos de Pensiones

20 de julio de 2020

Esta minuta discute los impactos de Proyecto de Reforma Constitucional que autoriza el retiro excepcional de hasta un diez por ciento de los fondos acumulados en las cuentas de capitalización individual de AFP (Boletines N° 13.501-07, 13.617-07 y 13.627-07, refundidos, en adelante, la Reforma) actualmente en segundo trámite constitucional en el Senado, en lo que concierne a las entidades y mercados bajo el perímetro de supervisión de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), y **desde la perspectiva de su mandato institucional de velar por la solvencia de dichas entidades y el buen funcionamiento del mercado financiero.**

**La CMF estima que, en su versión actual, la Reforma tendría efectos negativos en los mercados financieros. Dichos impactos podrían mitigarse, por una parte, si se aumenta el plazo dentro del cual se deberá proceder a la liquidación de activos para financiar el pago de los rescates de fondos, dando para ello gradualidad a los retiros y, por la otra, si se corrigen algunas distorsiones relevantes que introduce el proyecto en los seguros de invalidez y sobrevivencia.**

#### I. Principales efectos en los mercados financieros

Para financiar los retiros de fondos por parte de los afiliados, las AFP tendrán que llevar a cabo importantes operaciones de ventas de activos financieros en que están invertidos los Fondos de Pensiones, por una cifra que se estima cercana a los \$19.500 millones de dólares en un plazo máximo de 30 días hábiles.

Si bien la magnitud de ventas que se realizarían entre activos del mercado local y extranjero es relevante para determinar los impactos en el precio de los activos, resulta altamente probable que se requieran liquidaciones de activos locales para no desvirtuar la composición del portafolio de los Fondos de Pensiones. Tomando un escenario en que se liquiden cerca de \$10.500 millones de dólares de activos locales, en el corto plazo dichas ventas podrían generar **caídas en los precios de algunos activos financieros**, dada la magnitud de las ventas relativo a las transacciones habituales en dichos instrumentos.

**Se espera que las AFP privilegien los activos financieros más líquidos (depósitos a plazo y bonos públicos) al deshacer sus portafolios.** Sin embargo, no se puede descartar ventas en activos menos líquidos. A modo referencial, si las AFP vendiesen activos nacionales en forma proporcional a sus portafolios actuales, dichas ventas excederían en 40% las transacciones mensuales en los mercados de bonos corporativos, acciones y bonos bancarios.

La caída en el precio de los bonos corporativos, bonos bancarios y acciones de sociedades anónimas abiertas que podría generarse en ese caso **reduciría transitoriamente el valor de los ahorros previsionales de los cotizantes del sistema**, impactando a aquellos afiliados próximos a jubilar y

aquellos que retiren sus fondos de acuerdo a lo permitido por la Reforma.<sup>1</sup> Por su parte, se materializarse estas ventas de bonos corporativos se encarecería el financiamiento de algunas empresas a través del mercado de renta fija, y de esta manera podría dificultar su manejo de liquidez en la coyuntura actual e impactar su reactivación post pandemia.

En la industria bancaria, se estima un **impacto negativo** por ventas en bonos bancarios y depósitos a plazo. En el escenario más probable de venta de activos líquidos, la venta de depósitos a plazo sería algo por sobre el 10% de las transacciones mensuales en dicho mercado.<sup>2</sup> Si bien se estima que estos efectos serían manejables por el sistema, algunas entidades podrían enfrentar mayores presiones de liquidez. El **Banco Central de Chile** puede mitigar posibles impactos en liquidez e impactos en los precios de títulos de deuda bancaria y soberana.

El mayor costo de fondeo de la banca y la volatilidad en los mercados de depósitos y eventualmente de bonos bancarios, puede traducirse en un **mayor costo y menor acceso a financiamiento por parte de clientes bancarios**, atentando así contra las iniciativas de facilitar el financiamiento a empresas y hogares que se han promovido en el último tiempo.

En contraposición, se estima también que los retiros de fondos serían usados en parte por los afiliados para solventar la carga financiera de los hogares, lo que debería tener algún impacto positivo en la banca, compañías de seguros y otros oferentes de crédito al **mitigar el riesgo de crédito**.

En la industria de seguros de vida se espera un **efecto acotado**, por una caída en las ventas de Rentas Vitalicias producto de la menor cantidad de afiliados que jubilarían con fondos suficientes para optar a dicho producto.

Donde los efectos son más significativos e inmediatos es en el **Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS)**<sup>3</sup>. El monto de los pagos que realiza el seguro en caso de un siniestro es aquel que complementa los fondos previsionales ahorrados por el afiliado, de tal forma de asegurar una pensión equivalente al 70% del ingreso base para las pensiones de invalidez total o muerte y 50% para el caso de invalidez parcial.

---

<sup>1</sup> Cabe señalar que un 27% de los afiliados tiene menos de 35 UF en su cuenta individual y podría retirar todos los fondos (100% de retiro). Un 42% de los afiliados tiene entre 35 UF y 350 UF de saldo, por lo que podría efectivamente retirar más del 10% de su ahorro.

<sup>2</sup> Los escenarios que se han evaluado corresponden a una liquidación proporcional, donde se asume que AFP venderían activos de tal forma de mantener proporciones de activos en su cartera, o liquidación por liquidez, donde se asume que las AFP venderían primero los activos más líquidos – bonos soberanos y depósitos bancarios.

<sup>3</sup> Debido a que los trabajadores pueden sufrir invalidez o fallecimiento, las administradoras contratan, en conjunto, el seguro de invalidez y sobrevivencia, el que es financiado por los empleadores durante la vida laboral activa de los afiliados. Se encuentran cubiertos por el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) los siguientes trabajadores: (i) Trabajadores dependientes que se encuentren cotizando en la AFP. Se presume que el afiliado se encontraba cotizando si su muerte o la declaración de invalidez se produce en el tiempo que prestaba servicios. Esto es así, el empleador tenga o no, al día, el pago de las cotizaciones del trabajador, (ii) Trabajadores dependientes cesantes, siempre que el siniestro se produzca dentro del plazo de 12 meses desde la última cotización y, además, registren al menos seis meses de cotizaciones en el año anterior y (iii) Trabajadores independientes o afiliados voluntarios, siempre que haya cotizado en el mes anterior a su muerte o declaración de invalidez.

En el caso de la Reforma, al permitirse el retiro de parte de los fondos, las compañías de seguros de vida deberían realizar un mayor pago en caso de cada siniestro para alcanzar el monto de la pensión en función del ingreso base. El efecto antes descrito, tiene implicancia para los contratos con cobertura vigente, y para aquellos terminados pero con siniestros aún en etapas de calificación (cola).

**Finalmente, hay una serie de desafíos operacionales asociados al pago de los montos retirados.** De acogerse el 100% de elegibles se generará la necesidad de abrir canales expeditos para que estos recursos se canalicen a cuentas de ahorro, cuentas corrientes o vista, o se pague a los ahorrantes a través de sucursales (vales vista) y otras modalidades que se puedan convenir (tarjetas de prepago). En un ambiente de pandemia como el actual, es crucial que esto se pueda hacer sin generar un importante riesgo de contagio para los beneficiarios.

## II. Posibles Mitigadores

Tal como fue manifestado en sesión de la Comisión de Hacienda del Senado el 13 de julio de 2020, la CMF considera importante tener en cuenta los impactos en los mercados financieros en la discusión sobre el Proyecto de Reforma Constitucional.

De esta manera, y a modo mitigador de los impactos señalados, la CMF considera importante que, de avanzarse con esta Reforma, se analice **extender la ventana dentro de la cual los afiliados acceden al rescate de los fondos** acumulados en su cuenta de capitalización individual – por ejemplo, a 90 días - para mitigar las consecuencias no deseadas en los mercados financieros. Este mecanismo debiese balancear gradualidad con un acceso prioritario a sus fondos a los afiliados que rescatan montos menores. Esta mayor gradualidad ayudaría a mitigar los desafíos operacionales y de salud público que podría generar el pago masivos de beneficios en una ventana acotada.

De igual manera, se hace importante **modificar el mecanismo del SIS**. Las personas que son beneficiarias del SIS no han visto mermados sus ingresos producto de la crisis económica derivada de la pandemia. Considerando lo anterior, en caso de aprobarse la posibilidad de retiro de fondos, debiese excluirse a los beneficiarios del SIS. Otra alternativa, aunque más compleja, es relacionar el retiro del fondo de pensiones al beneficio cubierto por el SIS, en la misma proporción.

### III. Impacto en Compañías de Seguros de Vida

#### A. Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS)

La Reforma generaría un impacto negativo en las Compañías de Seguros respecto a los SIS, separando los efectos según se trate en seguros vigentes o contratos cuya cobertura ya terminó pero que mantiene una cola de siniestros en proceso de liquidación.

**Respecto a los contratos vigentes 2020-2022**, se estima que el impacto del retiro de fondos sería del orden de \$70 millones de dólares proyectado para la duración de los distintos tipos de contratos<sup>4</sup>. Conforme la Reforma permite el retiro de los fondos acumulados sin ajustar la pensión que recibe el beneficiario del SIS, **se espera un aumento directo del costo de cada siniestro**, según se detalla a continuación.

En junio de 2020 se adjudicaron 2 tipo de contratos:

(i) Contratos a dos años donde la compañía cubre el 100% del riesgo expuesto. En este caso, el efecto sería absorbido por las compañías de seguro, en la medida que la siniestralidad observada supere aquella pactada en cada contrato.

Específicamente, se espera que la tarifa, calculada en función de un porcentaje de la renta imponible de los trabajadores, adjudicada en el contrato de hombres sea superada por la siniestralidad esperada (incrementada por el retiro de fondos de pensiones) y, en el caso de las mujeres, se estrechen los márgenes de las compañías, donde podrían observarse pérdidas dependiendo de los efectos de la crisis en el mercado laboral.

| Contrato de 2 años                                    | Hombres <sup>5</sup> | Mujeres <sup>5</sup> |
|---|----------------------|----------------------|
| Tasa cobrada por las compañías                        | 2,60%                | 2,89%                |
| Tasa siniestralidad esperada de la CMF (TSE)          | 2,70%                | 2,27%                |
| Tasa siniestralidad máxima esperada CMF (97,5%) (TSM) | 3,19%                | 2,77%                |
| TSE estimada por CMF considerando retiro 10%          | <b>2,82%</b>         | <b>2,33%</b>         |
| TSM estimada por CMF considerando retiro 10%          | <b>3,33%</b>         | <b>2,85%</b>         |

ii. Contratos a 1 año donde la compañía asume la administración de los siniestros y cubre la siniestralidad por sobre una tasa máxima (3,10% de la renta imponible en el grupo de hombres y 2,61% en el grupo de mujeres), donde en este caso se adjudicaron 12 fracciones.

Para estos contratos el efecto del retiro de hasta el 10% de los fondos, sería absorbido en su mayoría por los empleadores y, en la fracción que supere la tasa máxima de siniestralidad, por las compañías de seguro. Específicamente, en este caso, de acuerdo a las proyecciones realizadas, se espera que la tasa máxima de siniestralidad sea capaz de absorber el aumento, **por lo que el incremento sería traspasado a los empleadores.**

<sup>4</sup> Para hacer su estimación la CMF considera la siniestralidad histórica de los contratos anteriores para hombres y mujeres, corregida por los efectos del aumento de costo de siniestro observados el primer trimestre de 2020.

<sup>5</sup> Tasa: Porcentaje sobre renta imponible del trabajador.

| Contrato de 1 año   | Hombres <sup>6</sup> | Mujeres <sup>6</sup> |
|---|----------------------|----------------------|
| Tasa cobrada por las compañías                            | 0,36%                | 0,32%                |
| Tasa máxima de siniestralidad del contrato                | 3,19%                | 2,79%                |
| Tasa siniestralidad esperada por CMF (TSE)                | 2,59%                | 2,18%                |
| Tasa siniestralidad máxima esperada por CMF (97,5%) (TSM) | 2,98%                | 2,54%                |
| TSE esperada por CMF considerando retiro 10%              | <b>2,70%</b>         | <b>2,24%</b>         |
| TSM esperada por CMF considerando retiro 10%              | <b>3,10%</b>         | <b>2,61%</b>         |
| Siniestralidad esperada absorbida por la compañía         | <b>0,00%</b>         | <b>0,00%</b>         |
| Siniestralidad máxima absorbida por la compañía           | <b>0,00%</b>         | <b>0,00%</b>         |

Respecto a los contratos anteriores al 2020, el mayor costo se daría por una caída de los montos acumulados en los fondos de capitalización individual a la vez que la tasa de reemplazo del SIS se mantiene constante. **Los efectos de este incremento en los costos se estiman a nivel agregado del orden de \$ 31 millones de dólares.** Estos son contratos que mantienen colas de siniestros en proceso de liquidación que se explican, por ejemplo, por personas que están aún en los trámites de acreditar su condición de invalidez<sup>7</sup>.

| Contrato     | Hombres                  |  | Mujeres                  |  | TOTAL                    |  |
|--------------|--------------------------|--|--------------------------|--|--------------------------|--|
|              | N° siniestros pendientes | Aumento de los costos por retiro FP en MM US\$ | N° siniestros pendientes | Aumento de los costos por retiro FP en MM US\$ | N° siniestros pendientes | Aumento de los costos por retiro FP en MM US\$ |
| 2009         | 0                        | 0,0  | 0                        | 0,0  | 0                        | 0,0  |
| 2010         | 0                        | 0,0  | 2                        | 0,0  | 2                        | 0,0  |
| 2012         | 10                       | 0,0  | 5                        | 0,0  | 15                       | 0,0  |
| 2014         | 198                      | 0,4  | 145                      | 0,2  | 343                      | 0,6  |
| 2016         | 3.064                    | 6,3  | 2.203                    | 3,8  | 5.267                    | 10,2   |
| 2018         | 8.936                    | 14,0   | 5.862                    | 6,4  | 14.798                   | 20,4   |
| <b>TOTAL</b> | <b>12.208</b>            | <b>20,7</b>                                    | <b>8.217</b>             | <b>10,5</b>                                    | <b>20.425</b>            | <b>31,2</b>                                    |

El proyecto en comento **implica modificaciones de condiciones contractuales previamente establecidas entre la AFP y las compañías de seguro** (y eventualmente también entre las compañías y reaseguradores), considerando una siniestralidad no estimada y sobreviniente al contrato, en el contexto que dichos contratos fueron cotizados considerando una tendencia de crecimiento de las cuentas individuales que no contemplaba el retiro de los fondos.

## B. Rentas Vitalicias (RV)

El retiro del 10% de los fondos de pensiones acrecienta la tendencia (derivada de otros factores como el diferencial con la tasa técnica del retiro programado) hacia un mercado de rentas vitalicias más pequeño y concentrado en personas de mayores ingresos.

<sup>6</sup> Tasa: Porcentaje sobre la renta imponible del trabajador.

<sup>7</sup> Los impactos señalados fueron calculados con la información disponible a marzo de 2020, y que estos también pueden verse afectados por las tasas de descuento vigentes a la fecha de materializarse del descuento.

Considerando los datos de pensionados por renta vitalicia durante 2019, un 8,06% de los pensionados (2.756 personas) no hubiesen podido pensionarse por esta modalidad de pensión si hubiesen retirado el 10% de sus fondos. Los fondos de estos pensionados equivalen al 3,3% de la prima única total<sup>8</sup>.

|   | N°     | %       | Prima (UF)    | %       |
|---|--------|---------|---------------|---------|
| <b>RV contratadas 2019<sup>5</sup></b>                | 34.191 | 100,00% | 85.847.366,44 | 100,00% |
| <b>RV que no se hubieran podido contratar en 2019</b> | 2.757  | 8,06%   | 2.831.344,69  | 3,30%   |
| <b>Pensionados que hubieran podido retirar UF 150</b> | 21.800 | 63,76%  |               |         |

Para contratar una RV de un monto equivalente a la Pensión Básica Solidaria (PBS) es necesario contar, en promedio, con UF 1.105 ahorradas. La prima promedio de las RV contratadas en 2019 señaladas en el cuadro precedente, fue de UF 2.511.

#### IV. Impacto en Industria de Fondos Mutuos y de Inversión

La industria de Fondos Mutuos y de Inversión podría verse impactada en la medida que los retiros de fondos de los afiliados sean financiados con la venta por parte de las AFP de las inversiones realizadas en Fondos Mutuos o de Inversión locales. Los Fondos de Pensiones tenían \$10.416 millones de dólares invertidos en Fondos de Inversión Nacionales, y \$947 millones de dólares en Fondos Mutuos Nacionales.

Cabe destacar que en el caso de los Fondos de Inversión, la mayoría de las inversiones de los Fondos de Pensiones está en fondos de inversión no rescatables, donde podrían generarse efectos transitorios en el precio de dichos fondos, similar al señalado anteriormente respecto al mercado accionario, en caso de que las AFPs vendieran alguna fracción de activos menos líquidos.

En el caso de las inversiones de los Fondos de Pensiones en Fondos Mutuos, la mayoría se encuentra invertido en fondos de liquidez "Tipo 1". Cabe destacar que, respecto al total de activos administrados por este tipo de fondos, las inversiones de los Fondos de Pensiones representan cerca de un 3%. Así, el impacto de los rescates en esos fondos se observaría más bien en los mercados en los cuales invierten estos fondos. En particular, una venta de fondos mutuos tipo 1 por parte de las AFP podrían generar presiones adicionales en el mercado de depósitos a plazo bancarios.

#### V. Impacto en Intermediarios de Valores

Respecto a los intermediarios de valores, se espera un **impacto negativo transitorio** de verse impactado el valor de los activos que mantengan en su cartera propia (lo que incidiría en una reducción temporal de su patrimonio líquido) y las garantías que dichas entidades han enterado por operaciones de financiamiento (i.e. operaciones simultáneas).

<sup>8</sup> Corresponde al total de rentas vitalicias contratadas en el año 2019, descontadas 762 pensiones de referencia garantizada que en parte fueron financiadas con el aporte adicional del SIS y 3 rentas vitalicias informadas fuera de SCOMP.

## VI. Desafíos operacionales

Respecto de las entidades de infraestructura del mercado financiero, se estima que éstas podrían enfrentar desafíos operacionales en la medida que se genere un alto volumen de operaciones y liquidaciones a realizar tras las ventas de los Fondos de Pensiones en un periodo acotado de tiempo, por volúmenes muy superiores a los transados habitualmente.

**Finalmente, hay una serie de desafíos operacionales asociados al pago de los montos retirados.** De acogerse el 100% de elegibles se generará la necesidad de abrir canales expeditos para que estos recursos se canalicen a cuentas de ahorro, cuentas corrientes o vista, o se pague a los ahorrantes a través de sucursales (vales vistas) y otras modalidades que se puedan convenir (tarjetas de prepago). En un ambiente de pandemia como el actual, es crucial que esto se pueda hacer sin generar un importante riesgo de contagio para los beneficiarios.