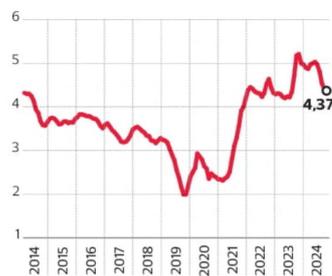


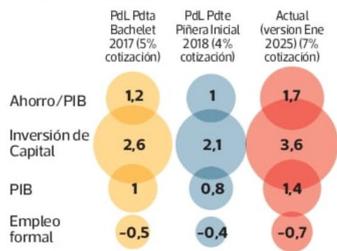


**EL IMPACTO DE LA REFORMA EN EL MERCADO DE CAPITALES**

**Tasa de colocación promedio vivienda**  
En %



**Estimaciones Impacto de largo plazo**  
Estudio Banco Central



**Mercado de Capitales**

Simulación de la evolución de activos de fondos de pensiones en el mercado doméstico (% PIB) en casos con y sin reforma.



FUENTE: Banco Central y Ministerio de Hacienda



# El efecto de la reforma de pensiones en el crecimiento económico y el mercado de capitales

Según estimaciones del gobierno, este proyecto tendría efectos positivos sobre el ahorro, inversión de capital, y podría aportar al PIB un 1,4% adicional en el largo plazo. Todo eso también implica a la larga un robustecimiento del mercado de capitales, anticipan los economistas, lo que a su vez podría traducirse en una baja de tasas.

Un reportaje de MAXIMILIANO VILLENA Y MARIANA MARUSIC

Fueron tres retiros de fondos previsionales entre 2020 y 2022. En total, de las cuentas individuales de las AFP salieron US\$50 mil millones, que se sumaron a la salida de capitales de los grandes inversionistas ante los temores que provocó el estallido social y, sobre todo, el debate constitucional. Recursos que, una vez retirados del mercado local, junto con las ayudas económicas que dio el anterior gobierno, llevaron la inflación al alza, elevaron las tasas de interés, encarecieron los créditos para la vivienda, e hicieron escalar el dólar.

Esta semana, en un hito político, se aprobó la reforma de pensiones, que en concreto elevará la cotización de los trabajadores en

7 puntos porcentuales, de los cuales, 4,5 puntos irán directo a capitalización individual. El ingreso de esos recursos al mercado, estiman los economistas, podría impulsar el crecimiento del país en el largo plazo. Además, podría devolver parte de las alzas en diversos instrumentos, como las tasas.

Y es que uno de los efectos de los retiros de fondos previsionales se sintió sobre el mercado de renta fija, donde las personas vieron cómo el mayor costo de endeudamiento empujaron al alza las tasas de los créditos para la vivienda. Para diciembre de 2024, según datos del Banco Central, el promedio de las tasas hipotecarias llegó a 4,37%, el menor nivel de todo el ejercicio pasado. Sin embargo, está lejos del mínimo histórico de 1,99% que tocó en octubre y noviembre de 2019.

Para las empresas, el impacto no sólo se sin-

tió en los mayores precios exigidos por los inversionistas, sino que también en la falta de demanda de institucionales. Y es que es en el mercado de renta fija donde las empresas buscan inversionistas para emitir deuda, y las tasas que consigan encarecen o vuelven más baratos sus productos. Pero ante la menor demanda, las emisiones pueden caer, afectando también las expectativas de crecimiento de las compañías y el país.

Un reporte de Humphreys publicado la semana pasada señalaba que en 2024 se colocaron bonos corporativos -excluyendo bancarios-, por \$ 3,4 billones, un alza de 70% respecto de 2023, pero lejos los \$4,3 billones de 2020.

**Mayor crecimiento**

Esta semana el ministro de Hacienda, Mario Marcel, aseguró que "con esta reforma de pensiones va a haber mayor ahorro previsional, tanto directamente a través de las cuentas de capitalización individual como del propio Seguro Social. Eso va a generar más disponibilidad de fondos para financiar proyectos de inversión y financiar proyectos de vivienda. Hace poco se modificaron varias normas por parte del Banco Central (BC) para reclasificar los mutuos hipotecarios, hubo varias medidas de ese tipo, que le permitirían a las empresas constructoras, a los proyectos de vivienda, acceder a mayor financiamiento desde los fondos de pensiones".

La semana pasada, cuando Marcel fue a presentar a los senadores de la Comisión de Hacienda la reforma previsional, mostró los efectos económicos que tendría en régimen. Recordó que en 2017, cuando se estaba presentando el proyecto de reforma previsional de la expresidenta Michelle Bachelet, se le pidió al BC desarrollar un modelo para analizar el efecto de reformas de pensiones sobre actividad económica, inversión, y ahorro. Dicho estudio se titula "Evaluación de impactos macroeconómicos de largo plazo de modificaciones al sistema de pensiones". En sus conclusiones, el Emisor detalló que "el sistema de capitalización individual aumenta el ahorro, el PIB, el consumo y la inversión". Su aporte es de 1 punto porcentual al crecimiento.

En la instancia, Marcel apuntó que todos los proyectos han tenido un efecto positivo al ver la tasa de ahorro en relación al PIB, "dado que todos contemplaban cotización a cuentas de capitalización individual", por lo que au-

9

años de gradualidad se establece en la reforma de pensiones para que se suba la cotización de cargo del empleador en un 7%. Este plazo podría extenderse a 11 años si no se recauda lo suficiente con la ley de cumplimiento tributario.



menta el ahorro obligatorio. En la tabla que enseñó en dicha ocasión, se observa que con la reforma de Bachelet, cuando se subía la cotización en 5 puntos porcentuales (pp.), el efecto del ahorro era de un 1,2% del PIB en el largo plazo; en la del expresidente Sebastián Piñera, con un alza de 4 pp, era de 1% del PIB; y con esta reforma que sube la cotización en 7 pp, sería de 1,7% del PIB”.

Allí también mostraba que el efecto sobre la inversión de capital con el proyecto de Bachelet era de 2,6% en el largo plazo, con el proyecto de Piñera era de 2,1%, y con este proyecto es de 3,6%. En tanto, el efecto sobre el PIB con el proyecto de Bachelet era de 1,0%, con el de Piñera del 0,8%, y con esta iniciativa del 1,4% en régimen. Eso sí, señaló que el efecto en el empleo formal podría ser del 0,7%, esto es menos de 70 mil personas en régimen, no de destrucción de empleo, sino más bien principalmente de puestos de trabajo que se dejarían de crear.

El mayor flujo hacia las cuentas individuales deberá ser invertido por las AFP en el mercado de capitales buscando retornos, y probablemente ello también tendrá un impacto en los fondos de inversión. Un estudio realizado por los economistas de Clapes UC Hermann González y Felipe Larraín, titulado “Efectos de la industria de fondos de inversión en la economía chilena”, arrojó que “a partir de un modelo econométrico, estimamos que un aumento de 1 punto del PIB trimestral en los activos administrados por los fondos de inversión aumenta entre 0,038%, y 0,040% el PIB real trimestral per cápita. Dicho de otra forma, el aumento de la inversión en fondos de inversión públicos aportó 1,18 puntos porcentuales al aumento del PIB real trimestral per cápita desde 2014. Es decir, a mayor ahorro en el mercado de capitales, el PIB se incrementa.

Pablo García, exvicepresidente del Banco Central, hoy académico e investigador de la Escuela de Negocios UAI, afirma que es difícil estimar con exactitud los efectos económicos de la reforma, “porque se conjugan la transición larga y la evaluación del estado estacionario. Sólo aritméticamente una cotización adicional a capitalización individual de 4,5%, incrementa el flujo de ahorros de largo plazo en 1,5% del PIB por año (US\$ 4,5 mil millones de hoy) aproximadamente”. También señala que “el informe del BC da buenas luces de magnitudes concretas. La

LOC permite que el BC asesore al Ejecutivo en materias de su competencia. Pero el informe solo miró el largo plazo y no la transición o cómo subir pensiones actuales. Ese siempre fue el nudo político más complejo”.

En todo caso, García menciona que el efecto “de primer orden de corto plazo, es la señal de gobernabilidad política que da a nuestro país. Esto debiese poner alguna amortiguación a la sensibilidad de las condiciones financieras locales (tasas largas y tipo de cambio) a tensiones externas (...) Creo que un punto de partida esencial en la conformación de confianzas fue cuando el Ejecutivo aceptó la propuesta del senador Juan Antonio Coloma (UDI) de que la discusión fuera *ad referendum*, es decir nada está acordado hasta que todo está acordado”.

### ¿Tasas a la baja?

En un informe publicado este jueves, Rent44 señaló que el incremento de fondos a las cuentas individuales implicaría flujos de más de US\$300 millones que podrían ir al mercado de capitales.

“A pesar de todo lo que se diga, se consolida el sistema de AFP, y en régimen la cotización individual va a aumentar en 4,5%, lo que implica que, si hoy con un 10% de cotización se aporta mensualmente US\$ 700 millones al sistema, con un 4,5% adicional se sumarán aportes mensuales por US\$ 315 millones”.

Luis Felipe Alarcón, economista de Euro-America, comenta que “si el resultado final de la reforma es el esperado (sin mayores problemas de financiamiento), debiésemos tener un robustecimiento importante del mercado de capitales, producto del mayor ahorro y de la inversión asociada a este ahorro, lo que a su vez implicaría menores tasas de financiamiento para el Fisco (bonos base) y menores *spread* para bonos corporativos, lo que a su vez debiese implicar un mayor crecimiento económico estructural. Lo anterior, con un horizonte de mediano a largo plazo, o sea, de aquí a unos cinco o diez años más, más allá de que algunos de estos efectos empiecen a internalizarse previamente por efecto expectativas”.

Por su parte, el economista Pablo Correa, señala que efectivamente el ingreso de recursos al mercado de capitales tendrá un impacto en el PIB y el mercado, pero “la magnitud del efecto depende del porcentaje del ahorro que

se mantiene en Chile versus el que se va a activos fuera de Chile”. Así, precisa que además hay que analizar la inversión del 1,5% que irá a bonos estatales, pues “no sabemos qué efecto tendrá sobre el mercado local de renta fija. Se supone que no se van a transar, por lo que no deberían tener impacto en las tasas largas. En todo caso, como esto es acumulación en 9 u 11 años, será lento, nada inmediato”.

Hace una semana el académico de la Universidad del Desarrollo y economista jefe de la OCDE, Klaus Schmidt-Hebbel, aseguró que “esta reforma tiene efectos positivos sobre ahorro, inversión, productividad, profundidad en el mercado de capitales, y crecimiento”. Sin embargo, sostuvo que los efectos positivos se verán de manera gradual, y que en la práctica, “los efectos este año son iguales a cero. Y en los próximos cuatro años, con un próximo gobierno, muy cercano a cero. Recién de a poquito, a medida que se van acumulando más fondos, tiene algún efecto. Pero esto ocurre muy lentamente. Casi todas las reformas de pensiones en el mundo, cuando refuerzan el pilar de capitalización, los efectos son acumulativos y ocurren muy lentamente, a medida que se van acumulando esos recursos”.

Para el investigador del CEP, Gabriel Ugarte, “el impacto económico será más notorio a medida que se acumulen los ahorros de los cotizantes, especialmente aquel que se destina a las cuentas individuales. Lamentablemente, el primer punto de cotización en cuentas individuales se realiza recién al cuarto año de implementación. Ello retrasará el impacto económico de la reforma, además de que afectará las futuras pensiones de los mismos trabajadores”.

Ugarte también dice que “debido a los retiros, los activos de los fondos de pensiones en el mercado doméstico pasaron de un 46% del PIB previo a la pandemia, a un 27,5% en 2021. El aumento en el ahorro por la reforma de pensiones contribuirá a recuperar lo perdido, lo que facilitaría la oferta de financiamiento a largo plazo. Este desarrollo en el mercado financiero podría ayudar a reducir las tasas de interés de largo plazo al aumentar la liquidez y la estabilidad del sistema financiero. No obstante, durante la transición, se debe tener cuidado de que no se generen tensiones en los mercados de capitales debido al traspaso desde los multifondos a fondos generacionales”.



Va a generar más disponibilidad de fondos para financiar proyectos de inversión y financiar proyectos de vivienda”.

**MARIO MARCEL**  
Ministro de Hacienda



Sólo aritméticamente una cotización adicional a capitalización individual de 4,5%, incrementa el flujo de ahorros de largo plazo en 1,5% del PIB por año (US\$ 4,5 mil millones de hoy) aproximadamente”.

**PABLO GARCÍA**  
Académico e investigador de la Escuela de Negocios UAI, y exvicepresidente del BC.



La magnitud del efecto depende del porcentaje del ahorro que se mantiene en Chile versus el que se va a activos fuera de Chile”.

**PABLO CORREA**  
Economista



El impacto económico será más notorio a medida que se acumulen los ahorros de los cotizantes, especialmente aquel que se destina a las cuentas individuales”.

**GABRIEL UGARTE**  
Investigador del CEP