

CEF ANÁLISIS

N° 46

INFORME CEF MACROFINANCIERO / JUNIO 2021



**ECONOMÍA
INTERNACIONAL**
¿EXCESO DE ESTÍMULO
EN USA?



**ACTIVIDAD
ECONÓMICA**
NUEVO IPOM, MÁS
CRECIMIENTO, DEFINICIONES
Y RIESGOS



DINERO Y BANCA
LAS PRESIONES DE GASTO
CAMBIAN EL SESGO DE LA
POLÍTICA MONETARIA



PENSIONES
EL RETIRO DEL 100%, OTRA
MUY MALA POLÍTICA.



TEMA DE ANÁLISIS
INDUSTRIA DE FONDOS DE
INVERSIÓN EN CHILE



**NUEVA
NORMATIVA
FINANCIERA**
MAYO/JUNIO



**DESCARGA
EL INFORME**



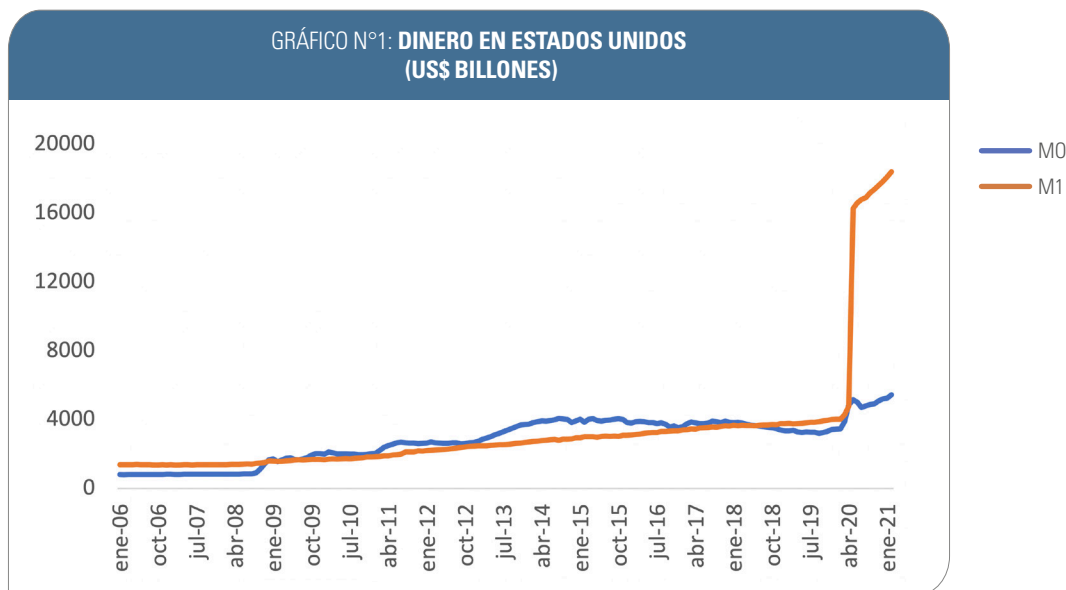
**VER INFORMES
ANTERIORES**



¿EXCESO DE ESTÍMULO EN USA?

Una manera de ver que tan severa ha sido una crisis en cuanto al bienestar de las personas es a través de la brecha de producto, que corresponde a la diferencia entre el PIB potencial y el PIB efectivo. El último es el observado directamente en las Cuentas Nacionales y el primero es estimado mediante distintas metodologías. Sobre la estimación, en general hay consenso en que este es el nivel de producto consistente con el pleno empleo¹². Es importante entender que el PIB potencial es aquel nivel de producto donde se están usando todos los recursos de la economía, pero de una manera que no genera una inflación sobre la meta del banco central. Si la demanda agregada aumenta por sobre el nivel de PIB tendencial, van a existir presiones al alza en los precios, ya que la oferta no va a poder crecer a ese mismo ritmo. De otra forma, esta brecha nos dice cuánto fue la pérdida producida por la crisis o cuánto nos falta para estar en el óptimo dada la capacidad productiva actual de la economía.

Lo anterior es importante porque en USA se han llevado a cabo políticas de estímulo tanto monetarias como fiscales. Dentro de las primeras, la FED bajó la tasa de interés de corto plazo en 150pb, dejándola en 0%. Al llegar a ese límite inició también programas de compras de activos financieros, junto con la apertura de facilidades para entregar liquidez a la economía. Los efectos de estas medidas se pueden ver en el aumento que tuvo el agregado M1³ (Gráfico N° 1).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Saint Louis.

¹ Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis. "What Is Potential Output, and How Is It Measured?". <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2016/january/potential-output-how-measured>

² El pleno empleo es estimado como aquel nivel de empleo que no acelera el crecimiento de la inflación (NAIRU por sus siglas en inglés).

³ Explicación de qué es M1: <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/agregados-monetarios>



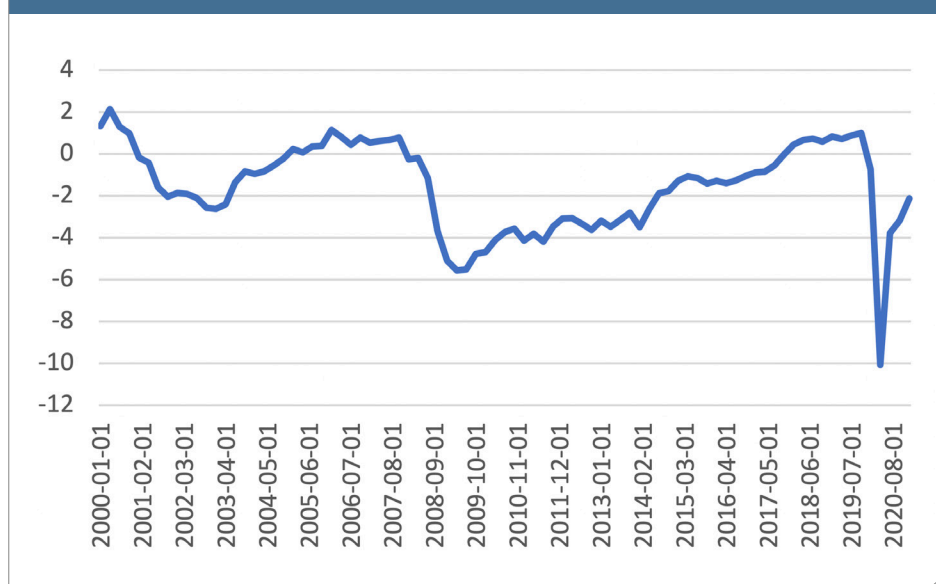
¿EXCESO DE ESTÍMULO EN USA?

A pesar del gran crecimiento del agregado monetario M1, gracias a estas medidas se ha mantenido una relativa estabilidad en el sistema financiero.

Por su parte, el gobierno federal ha impulsado distintos proyectos. En la administración del presidente Trump fueron tres programas los principales. Los objetivos de estos iban desde comprar insumos para preparar el sistema hospitalario, pasando por créditos a empresas, entrega de beneficios a desempleados, hasta dar dinero de manera directa a los ciudadanos. Estos programas sumados fueron equivalentes a 16,1% del PIB⁴.

A pesar de todos esos esfuerzos, la brecha del producto fue negativa el año 2020 (Gráfico 2), empezando a cerrarse durante el segundo semestre, llegando alrededor del -2% a comienzos de año. Es en este escenario en que llegó el plan de estímulo del presidente Biden. Este plan fue aprobado el pasado 11 de marzo, tiene un costo del 8,8% del PIB de 2020 y con la idea de que sea para gastarse durante este año.

GRÁFICO N°2: BRECHA DE PRODUCTO COMO PORCENTAJE DEL PIB, USA 2000-2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Saint Louis.

⁴Fuente: FMI. Policy Tracker. <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>



¿EXCESO DE ESTÍMULO EN USA?

La situación ha levantado dudas entre los expertos. Una de las críticas más notorias fue la hecha por “Larry” Summers, destacado economista quién, entre otras cosas, reintrodujo la teoría del “estancamiento secular” y fue secretario del tesoro en el gobierno del presidente Clinton. En entrevista con el Financial Times señaló que ve un riesgo sustancial de que la cantidad de estímulo sea excesiva⁵. Sobre todo, dada la brecha de producto estimada, la política expansiva de la FED, los paquetes fiscales y el que gastos iniciados ahora por el gobierno pueden quedar de forma permanente. En sus palabras: “me preocupa que la cantidad de agua que se vierte exceda ampliamente el tamaño de la bañera.”

Cerrar la brecha de producto y entregar mayor bienestar a los ciudadanos parece ser una buena política pública, pero debemos recordar que, como toda política, esta tiene costos. Los principales problemas que pueden venir son tres: aumento de la deuda, mala asignación de recursos y aumento de las presiones inflacionarias. Analizamos a continuación las principales implicancias de estos sobre la economía de USA y de Latinoamérica.

(1) Aumento de deuda: los programas de estímulo fiscal van a subir el gasto hoy y probablemente creen programas que se mantengan en el tiempo. Puede no ser lo más apremiante, pero es un factor que puede ser importante en el largo plazo, ya que en una próxima recesión va a haber una carga de intereses más alta y por ende una menor libertad para asignar el presupuesto. De todas maneras, si hay crecimiento sostenido en el tiempo, este problema puede reducirse.

(2) Mala asignación de recursos: es una amenaza al crecimiento de mediano y largo plazo. Esto porque períodos de tasas artificialmente bajas pueden generar inversión en proyectos que no son realmente valorados por los consumidores. Una mala asignación de recursos puede ser importante también en los proyectos a financiar con los programas de estímulo fiscal, ya que la presión por gastar el dinero rápidamente es alta.

(3) Retiro anticipado del estímulo monetario: esto se podría interpretar, en primera instancia al menos, como una buena señal. Implicaría que la inflación está en el rango meta de la FED y que por ende debe bajar la compra de activos financieros y/o subir la tasa de interés de corto plazo, de manera de bajar el estímulo a la demanda agregada⁶. Dada la interconectividad del mercado financiero internacional, esto podría generar un escenario de una política monetaria más restrictiva para los demás países, independiente de cuánto necesiten el estímulo. En otras palabras, suben los costos de financiamiento externo, lo que podría generar salidas de capitales de la mano con depreciaciones de los tipos de cambio.

⁵ Fuente: “Larry Summers: ‘I’m concerned that what is being done is substantially excessive’”, Financial Times. Disponible en: <https://www.ft.com/content/380ea811-e927-4fe1-aa5b-d213816e9073>

⁶ No hablamos del retiro de la política fiscal, ya que es un escenario poco probable políticamente.



¿EXCESO DE ESTÍMULO EN USA?

La depreciación de los tipos de cambio puede generar presiones inflacionarias importantes en países que importan gran parte de sus bienes de consumo, como es el caso de Chile. Esto haría que los bancos centrales de la región puedan verse en la difícil encrucijada de tener que elegir entre la estabilidad de precios y el estímulo a la demanda agregada. Este riesgo es importante en la región, ya que la recuperación ha sido más lenta que la de USA y que el promedio mundial, tal como lo señala el Banco Mundial⁷.

Esto puede generar ajustes de precios a nivel internacional y ser un problema incluso si es que no se realiza el retiro anticipado del estímulo, pero el mercado cree que es probable. Un ejemplo de esto fue el caso del “Paper Tantrum” del 2013, donde el entonces presidente de la FED, Ben Bernanke, señaló que la economía de USA estaba en buen pie y que podían empezar a retirar el estímulo⁸. Este anuncio de un posible retiro del estímulo causó turbulencias en los mercados que se tradujeron en importantes reasignaciones de recursos y salidas de capitales de mercados emergentes, a pesar de que finalmente no se llevara a cabo ninguna de las políticas ese año.

Es importante mencionar que los efectos de un retiro anticipado del estímulo monetario pueden variar entre países. En específico, van a depender de variables como la exposición a la deuda en dólares, el espacio fiscal para nuevos programas expansivos, niveles de inflación y las expectativas de recuperación económica, que van a ir de la mano con la respuesta que estén teniendo al coronavirus⁹.

⁷ Fuente: Banco Mundial. “Perspectivas Económicas Mundiales”. <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>.

⁸ Más detalles en: <https://www.nytimes.com/2019/01/11/us/politics/federal-reserve-jerome-powell.html>

⁹ Fuente: FMI. “A Covid-19 Tantrum?”. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/pdf/federal-reserve-emerging-markets-private-debt-kalemli-ozcan.pdf>

NUEVO IPOM, MÁS CRECIMIENTO, DEFINICIONES Y RIESGOS

La nueva entrega del Informe de Política Monetaria (IPoM) trae una mejora en las proyecciones de crecimiento de Chile para este año, sobre todo por el mayor estímulo fiscal y el tercer retiro de los fondos de pensiones. Noticias que son matizadas por la disminución en el crecimiento potencial proyectado para los próximos años.

En la tabla a continuación están disponibles las estimaciones hechas por el Banco Central para las principales variables de la economía.

TABLA N°1: RESUMEN PROYECCIONES (PROMEDIO ANUAL)

	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
PIB (%)	8,5 - 9,5	2,0 - 3,0	1,75 - 2,75
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,8	-1,1	-1,9
Inflación total (promedio anual, %)	3,9	3,8	3,0
Inflación subyacente (promedio anual, %)	3,5	3,8	3,1
Inflación en torno a dos años (%) (*)	--	--	3,0
Crecimiento mundial (%)	6,5	4,4	3,5
Precio del cobre (US\$cent/libra)	425	400	370

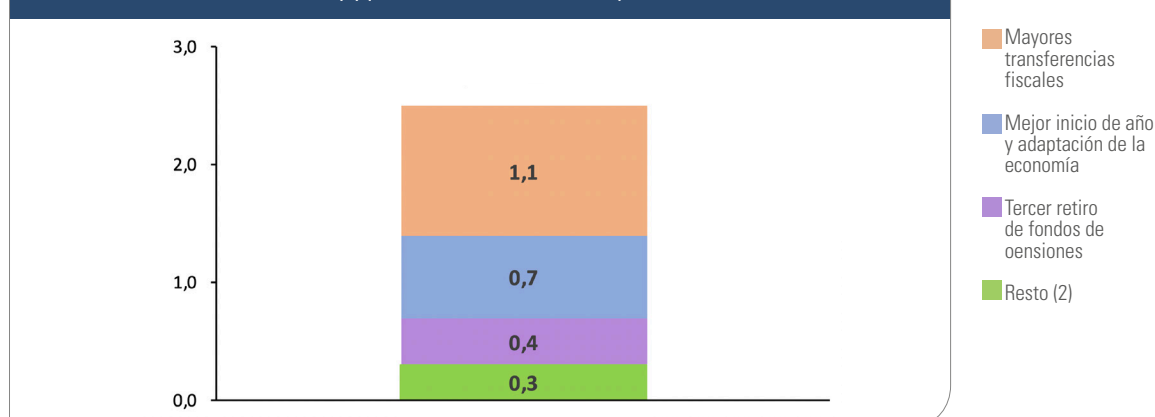
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2023.

(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile

Para entender las fuentes que impulsaron este cambio en la proyección de crecimiento es útil el Gráfico N° 2. Es importante destacar que las mayores transferencias fiscales junto con el tercer retiro, ambos factores transitorios, explican 1,5 de los 2,5 puntos porcentuales del aumento en la estimación. Son importantes también los 0,7 puntos porcentuales extra que vienen de una mejor adaptación de la economía a la pandemia.

GRÁFICO N°3: INCIDENCIAS EN LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB 2021
(1) (PUNTOS PORCENTUALES)



(1) Construido considerando el punto medio del rango de proyección del IPoM de marzo y de junio del 2021.

(2) Incluye sector externo y minería.

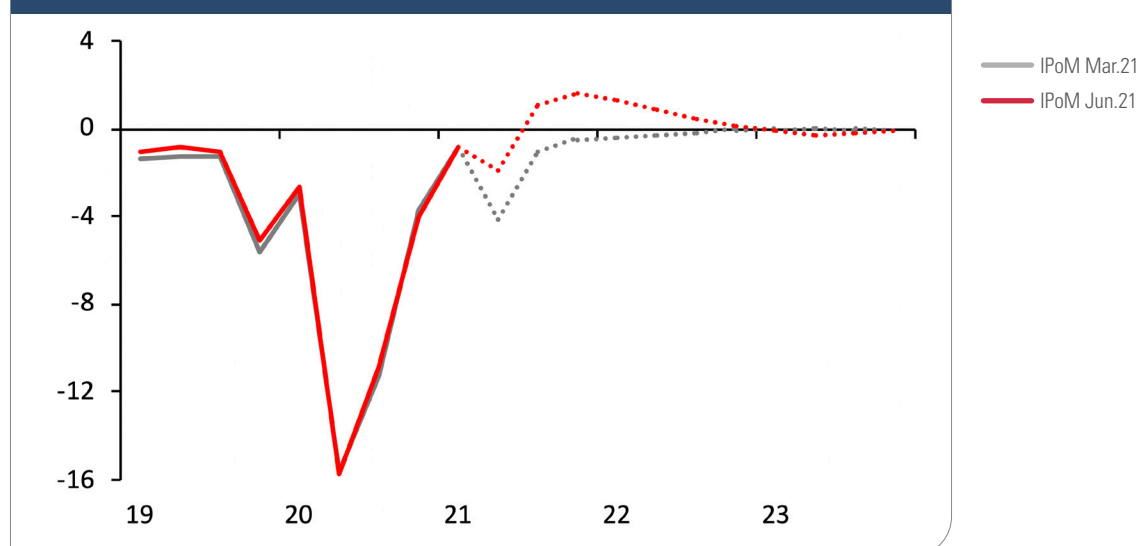
Fuente: BCCH

NUEVO IPOM, MÁS CRECIMIENTO, DEFINICIONES Y RIESGOS

El aumento en el crecimiento se proyecta que venga liderado por el consumo privado, que se cree crecerá en torno a 15% este año (en el escenario central), 3 puntos porcentuales más que lo previsto en el IPoM de marzo. Junto con el consumo, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) se estima aumente alrededor de 11%, impulsada por la mayor compra de maquinarias, aunque sigue siendo el componente más rezagado, pudiendo dar sorpresas a la baja.

Como consecuencia de esto, se espera que la brecha de producto se cierre antes de lo que se estimaba en marzo, llevando a un aumento en el IPC, que actualmente está en 3,6%, pero que se espera llegue a 4,4% de variación anual en diciembre. Al mismo tiempo, hay una disminución en las proyecciones de crecimiento para los años 2022 y 2023. Estas se producen en parte por la mayor base de comparación y en parte por la nueva estimación de parámetros “estructurales” de la economía que ha realizado el Banco Central y que explicamos a continuación.

GRÁFICO N°4: BRECHA DE ACTIVIDAD
(1) (2) (NIVEL, PUNTOS PORCENTUALES)



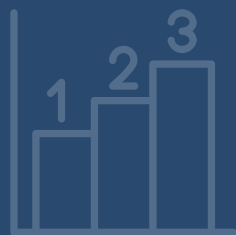
(1) Estimaciones históricas de brecha cambian por reestimación de PIB Potencial. En la proyección se utilizó el Filtro Multivariado, el cual incorpora el nuevo crecimiento de tendencia del PIB No Minero (promedio 2021-2030: 2,9%).

(2) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.

Fuente: BCCH

https://www.bcentral.cl/c/document_library/get_file?uuid=759f4dc9-6527-e4c7-a045-0d557485beb2&groupId=33528

Referencia: Fornero y Zúñiga (2017)



NUEVO IPOM, MÁS CRECIMIENTO, DEFINICIONES Y RIESGOS

En este informe se presentaron las reestimaciones de los parámetros estructurales, incorporando así la nueva información disponible. En cuanto a precios, cambiaron de manera importante las estimaciones para el petróleo, que pasó de US\$ 70 a US\$ 60 el barril, y el cobre, que pasó de US\$2,7 a US\$ 3,3 la libra. Ambos guiados por lo que se está llamando “ola verde”, que aumentaría la demanda por productos eléctricos (intensivos en cobre para su fabricación), en detrimento de la demanda del petróleo. En cuanto a la economía en general, se revisó a la baja la estimación del PIB tendencial, esto luego de una década de caídas persistentes en el crecimiento de la productividad. Pasó de ser un crecimiento en el rango de 3,25% - 3,75% a estar entre 2,4% - 3,5%. Junto con la disminución en nivel, es importante notar que aumentó el rango, lo que refleja la mayor incertidumbre que se tiene del futuro desarrollo del país.

Por último, cabe destacar que la TPM neutral fue reestimada y el rango pasó de 3,75% - 4,25% a 3,25% - 3,75%. Esta corrección refleja la tendencia global a menores tasas de interés neutrales observada en los últimos años, junto con la disminución del crecimiento tendencial ya comentado.



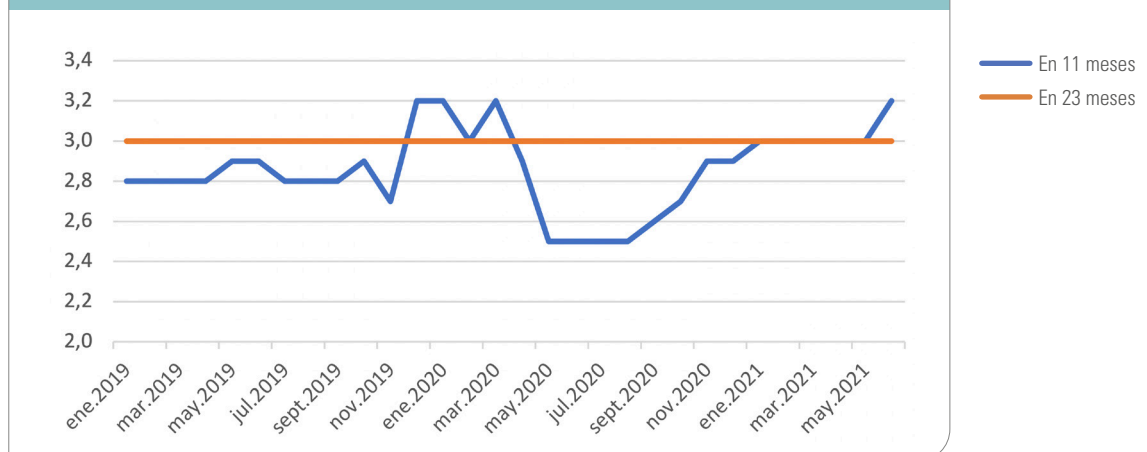
LAS PRESIONES DE GASTO CAMBIAN EL SESGO DE LA POLÍTICA MONETARIA

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 9

En su último IPoM, el Banco Central nos anunció que probablemente este año 2021 marque el crecimiento más alto del último cuarto de siglo, explicado por la combinación de una actividad productiva que se normaliza, junto con los efectos de la expansiva política fiscal y los retiros de fondos de pensiones. Se puede decir que nuestra economía está bajo los efectos de “esteroides anabolizantes”, que permiten este crecimiento, sin embargo, las estimaciones de crecimiento de mediano plazo no sólo son menos que mediocres, sino inferiores a lo que el instituto emisor había proyectado en marzo.

El crecimiento de la demanda interna estimado en el IPoM para este año es de 15,5%, muy superior al crecimiento de la oferta agregada (PIB), cercano a 9%. En este contexto, al que se suman las presiones inflacionarias del mundo desarrollado, las estimaciones de inflación para este año se ajustaron al alza, de 4% estimado en marzo a 4,4% actual. Estas mayores expectativas inflacionarias también se han visto reflejadas en la encuesta a operadores financieros y en los diferenciales de tasas de interés entre pesos y UF. Sin embargo, las tasas de los papeles del BCCH y de la Tesorería en UF se mantienen en valores negativos, situación que debería empezar a revertirse en los próximos meses. Como señalábamos en el análisis de la economía internacional, uno de los riesgos de un probable rebrote inflacionario es que aumenta el costo del financiamiento, tanto para los gobiernos como para los privados. Este riesgo es aún acotado, lo que se refleja en que las estimaciones de inflación a dos años de los agentes del sistema financiero se mantienen alineadas en 3%, como muestra el gráfico. Este gráfico muestra para cada mes la expectativa de inflación de los agentes en 11 meses más y en 23 meses más. Vemos que la inflación en un año más se estima algo por sobre 3%, mientras que para 2 años más la expectativa está perfectamente alineada con la meta. Vemos también que el mercado en ningún momento anticipó que la inflación en 12 meses podría empujarse por sobre un 4%.

GRÁFICO N°5: ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (%)

Fuente: BCCH



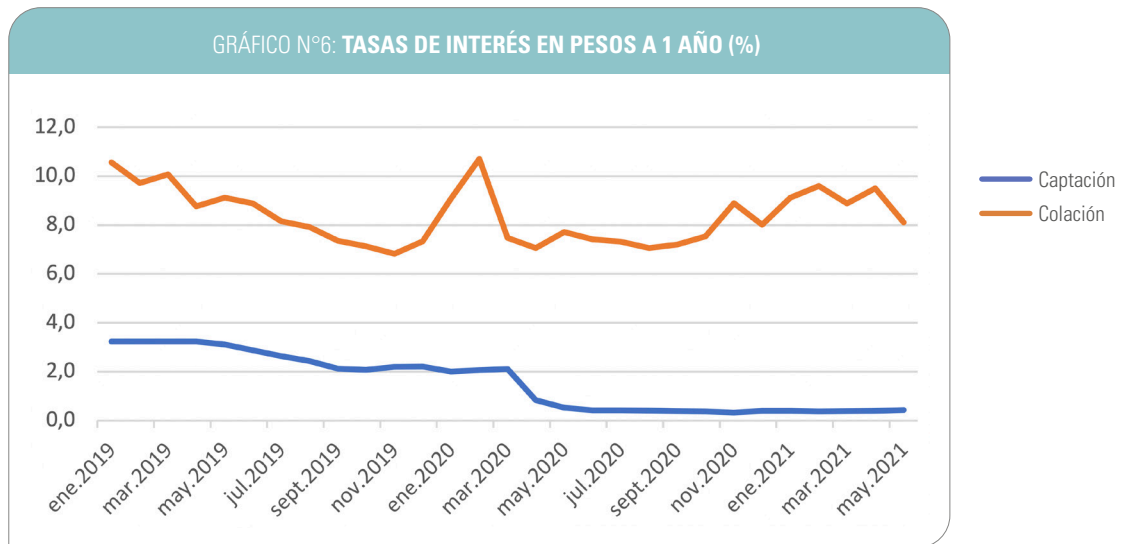
LAS PRESIONES DE GASTO CAMBIAN EL SESGO DE LA POLÍTICA MONETARIA

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 10

En atención a estos riesgos de cierre más rápido de brechas de producto y de presiones inflacionarias como consecuencia, el IPoM cambió levemente su estimación para la Tasa de Política Monetaria (TPM). En palabras del presidente del Banco Central, Mario Marcel, “la mayor expansividad fiscal y el alto dinamismo del consumo harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía, por lo que éste debería comenzar a moderarse antes de lo previsto en el IPoM anterior”. Efectivamente, el IPoM de marzo estimaba la mantención de la TPM en 0,5% hasta marzo del próximo año, mientras que ahora se estima una primera alza en septiembre de este año. Y no sólo se espera que las alzas de tasas ocurran antes, sino que también será necesario un mayor ajuste que el que se proyectaba antes. Esta trayectoria menos expansiva de la política monetaria a partir del tercer trimestre de este año no era anticipada por el mercado, que esperaba la primera alza ya bien entrado el 2022. En todo caso, parece prudente este adelantamiento, en consideración a que en el IPoM de marzo se esperaba una política fiscal bastante menos expansiva de la que se registrará efectivamente, con un aumento del gasto del gobierno central aún más alto que el registrado el año pasado, y que el IPoM estima en 25% nominal, en comparación a una cifra de 5% estimada en marzo. Esta sería la mayor expansión de gasto fiscal desde principios de los 70's.

Un punto de interés es analizar si las tasas de interés del sistema financiero han incorporado estas mayores presiones de demanda y su efecto en el nivel de precios. Las cifras muestran que esta vez el instituto emisor se está adelantando al mercado (que al parecer no las había anticipado), por lo que es probable que durante el mes en curso veamos una tendencia al alza de las tasas de interés. El siguiente gráfico muestra las tasas de captación y colocación en pesos a un año.



Fuente: BCCH

En definitiva, el IPoM se constituye en una evidencia de que desde el punto de vista inflacionario es inviable sostener los estímulos extraordinarios que se han dado a la actividad. La teoría monetaria no ha perdido su validez.

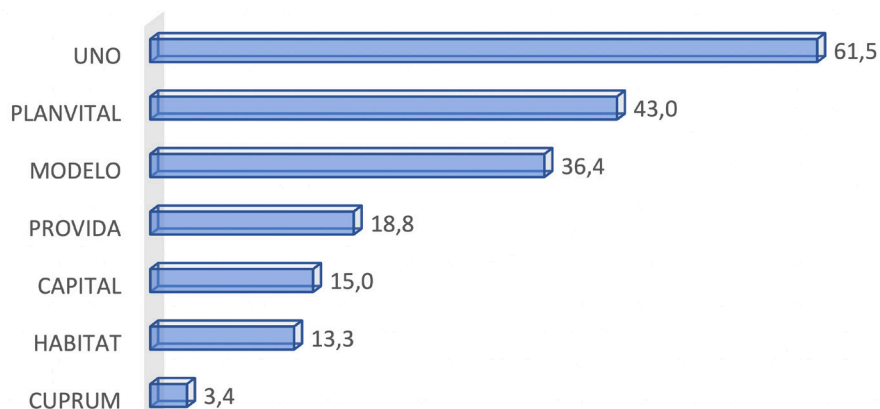


EL RETIRO DEL 100%, OTRA MUY MALA POLITICA

Los tres retiros de fondos de pensiones que se han realizado desde julio del año pasado sumaban a principios de junio un monto algo superior a US\$ 50 mil millones, representando ya cerca de un 25% de los recursos ahorrados para financiar pensiones. Sin lugar a duda, estamos hablando de la peor política pública que se haya podido implementar, considerando que desde hace varios años el problema de las bajas pensiones es señalado por la mayoría de la población como uno de los más graves del país. Las nefastas consecuencias de esta política se verán en algunos años más con las pensiones, pero se están viendo ya con el riesgo de estatización que se ha generado, y a consecuencia de este riesgo, con la idea de retirar el 100% de los fondos, cuyas consecuencias describiremos más adelante.

Adicionalmente, dado que los retiros se han establecido con montos mínimos y máximos, los trabajadores con menores saldos acumulados (en general grupos de menores ingresos y/o más jóvenes) han retirado porcentajes mucho más importantes de su ahorro que sectores de ingresos más altos y con mayores saldos acumulados. De hecho, al cierre de marzo cerca de tres millones de afiliados tenían un saldo en su cuenta de capitalización inferior a \$100.000, lo que representa a un 24% del total de afiliados. La realidad para las distintas administradoras es bastante diversa, de acuerdo con su perfil de afiliados. Para la AFP UNO, por ejemplo, el número de afiliados con saldo cercano a cero representaba a marzo un 60% del total de afiliados, mientras que para la AFP Cuprum, algo más de un 3%. El siguiente gráfico muestra para cada administradora el porcentaje de afiliados que tienen saldos inferiores a \$100.000.

GRÁFICO N°7: PORCENTAJE DE AFILIADOS CON FONDOS INFERIORES A \$100.000 POR AFP (MARZO 2021)



Fuente: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones



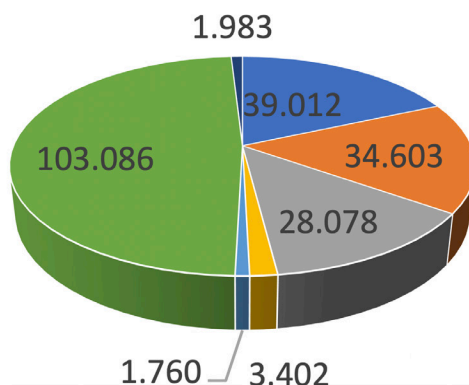
EL RETIRO DEL 100%, OTRA MUY MALA POLITICA

Como dijimos, estas políticas de retiro, que no fueron de 10% para el afiliado medio sino de bastante más producto del monto mínimo de 35 UF que se retiró cada vez, tuvieron como resultado que los afiliados de rentas bajas quedaran sin fondos o con fondos muy escasos, mientras los afiliados de rentas altas y/o de alta densidad de cotización mantienen saldos elevados. Esta situación disminuye el costo político de una eventual estatización de los fondos, por lo que el riesgo de una política de ese tipo efectivamente ha aumentado.

Sin embargo, pensar que “la devolución” del 100% de los fondos a los afiliados pudiera ser una solución también es un error, primero porque los fondos ya son de los afiliados y se encuentran jurídicamente protegidos de una expropiación.

Adicionalmente, como es evidente para un administrador de ahorros de largo plazo, los fondos no están mayoritariamente constituidos por activos líquidos, y lo que había de esas características ya ha sido liquidado para enfrentar la salida de una suma de recursos que con este tercer retiro podría llegar a cerca de US\$ 55.000 millones. Cada vez se hace necesario vender activos menos líquidos, siendo más probable que se generen pérdidas de valor en el proceso. Si llegara a ser necesario liquidar el 100%, estas pérdidas seguramente serían significativas, reflejadas en una evidente tendencia al alza en las tasas de interés, y un movimiento inicial a la baja del tipo de cambio producto de la liquidación de inversiones en moneda extranjera. El siguiente gráfico muestra la composición de la cartera de los fondos de pensiones a abril pasado.

GRÁFICO N°8: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES
(US\$ MILLONES, ABRIL 2021)



- Instituciones Estatales
- Instituciones Financieras
- Empresas
- Fondos Mutuos y de inversión
- Activos alternativos nacionales
- Extranjero
- Activo disponible

Fuente: Superintendencia de Pensiones



EL RETIRO DEL 100%, OTRA MUY MALA POLITICA

Si finalmente los activos se liquidaran para entregarlos a los afiliados, es bastante probable que una parte significativa de estos recursos se destinara a ahorro, con el objetivo de financiar pensiones en el futuro. ¿Y qué inversiones serían en ese contexto las más seguras? Obviamente que ahorrar esos recursos en el exterior. Estamos hablando entonces que podríamos enfrentar una rápida salida de capitales de al menos US\$ 100.000 millones. Pero seguramente el problema no para ahí. El valor de todos los bonos soberanos y privados vería muy afectado su valor, las inversiones de extranjeros en el país también podrían intentar huir, y enfrentaríamos entonces los efectos de una corrida generalizada, que tendría consecuencias muy complejas en el mercado de capitales. Es importante recordar que, si nuestro país tiene un mercado de capitales bastante más desarrollado y sólido que el resto de América Latina, se debe en un grado muy importante al sistema de capitalización. Los estudios académicos muestran que la mayor contribución de los sistemas de capitalización al crecimiento económico se debe precisamente a su positivo impacto en el desarrollo del mercado de capitales. Por supuesto, se tendría el efecto inverso en caso de que se optara por desarmar el sistema.

Frente a estos riesgos, se ha planteado que se puede diseñar una institucionalidad que resguarde a los afiliados frente a los problemas descritos, cambiando los recursos a cuentas más seguras, sin que sea necesaria su liquidación y posterior fuga al exterior. Sin embargo, el planteamiento parece muy débil, por cuanto las cuentas de ahorro obligatorio ya cuentan actualmente con la mayor seguridad jurídica que se pueda diseñar, e igualmente, frente a mayorías populistas circunstanciales, no están exentas de riesgo, por lo que el sólo hecho de traspasarlas a otra cuenta no elimina el riesgo de expropiación, y, por ende, no elimina tampoco el incentivo a sacar los capitales fuera del país.

La conclusión es que estamos viendo una espiral creciente de malas políticas públicas que, de no detenerse, pueden generar daños profundos e irreparables no sólo al sistema de pensiones, sino al país.



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

FELIPE CORREA¹

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 14

Esta industria está compuesta por una gran diversidad de fondos que se dedican a la asignación de inversiones en el mercado de capitales. Se diferencian de los fondos mutuos en que tienen como restricción que los retiros son exigibles en un plazo mayor a 10 días, siendo algunos no posible retirarlos hasta el final del plazo del proyecto en el que se invirtió. Gracias a lo anterior y también a otras facilidades, es que este tipo de vehículos de inversión permiten invertir en proyectos menos líquidos, lo que ha levantado un gran interés entre inversionistas tanto locales como internacionales.

Así, los principales aportes de la Industria se pueden resumir a grandes rasgos en los siguientes tres ítems:

1. **Democratización:** Permite que un mayor número de personas puedan invertir en un variado tipo de activos, generando más liquidez y mejor formación de precios (esto es, se incorpora información de una mayor cantidad de actores en estos), todo esto entregando rentabilidades a los inversores.
2. **Profesionalización:** se generan incentivos para que en las administradoras de fondos surjan equipos profesionales con alto conocimiento del mercado. Lo que ayuda a generar una mayor confianza por parte de los inversionistas.
3. **Innovación:** ayudan a asignar recursos de manera efectiva a donde son más necesarios. Dando de esta forma un gran impulso a pymes y nuevas empresas.

Lo anterior se traduce en un aporte al país, generando nuevos puestos de trabajo, por mayor contratación de servicios y mano de obra.

Este informe está basado en parte importante en información entregada por la Asociación Chilena de Fondos de Inversión (ACAFI)². Primero se entrega un panorama general de cómo se organiza esta industria, cuáles son las principales modalidades, empresas y tipos de inversiones. Para luego entregar algunas cifras de los resultados a nivel de industria que han obtenido durante los últimos años y entrar en ejemplos específicos de proyectos que han sido posibles gracias a la intermediación financiera de los fondos de inversión.

FONDOS DE INVERSIÓN

Son vehículos integrados por aportes de personas naturales y jurídicas, para su inversión en los valores y bienes que la ley autoriza. Pueden ser de tipo público o privado. El patrimonio de estos fondos se conforma por aportes expresados en cuotas, cuotas que pueden ser rescatables o no rescatables. En cuanto a su funcionamiento, los fondos son manejados por una administradora de recursos de terceros, contando con un reglamento interno. Además, pueden existir distintas series para un mismo fondo. Una parte importante de los fondos invierte en activos a través de sociedades filiales, funcionando estas como cualquier sociedad.

¹ Economista y Magister en Economía PUC, Ayudante de Investigación CEF ESE

² Su página web es: <https://www.acafi.cl/>



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

FELIPE CORREA¹

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 15

A continuación, analizaremos distintas maneras en que se pueden agrupar.

FONDOS PÚBLICOS

Son administrados por sociedades anónimas de giro exclusivo, como una Administradora General de Fondos (AGF), que es fiscalizada por la Comisión del Mercado Financiero (CMF). Las cuotas de estos fondos constituyen valores de oferta pública, que se enlistan en el Registro de Valores de la CMF y en las Bolsas de Valores, pudiendo ser adquiridas por cualquier persona.

Los fondos de este tipo deben de contar siempre con al menos 50 aportantes a no ser que uno de ellos sea un inversionista institucional, en cuyo caso no rige este mínimo. Además, deberán mantener un patrimonio mayor o igual a 10.000 UF.

FONDOS PRIVADOS

Tienen algunas diferencias con los de tipo público. En primer lugar, pueden ser administrados tanto por una AGF como por una Sociedad Anónima (S.A) Cerrada, todo por cuenta y riesgo de sus aportantes. En segundo lugar, no están sujetos a la fiscalización de la CMF ni hacen una oferta pública de sus valores.

Se rigen por reglamentos internos, las normas del Capítulo V de la ley N°20.712 (también llamada “Ley Única de Fondos” (LUF)) sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, junto con las normas contenidas en el Capítulo IV de su Reglamento, que es el DS N°129 del Ministerio de Hacienda.

Para existir, deben tener al menos 8 participantes, ninguno con más del 20% de las cuotas; con la excepción de que cuente con un inversionista institucional con al menos un 50% de las cuotas. Al mismo tiempo, pueden tener a lo más 49 aportantes. En caso de superar dicha cifra, éstos quedarán sujetos a las normas aplicables a los Fondos fiscalizados por la Comisión para el Mercado Financiero, debiendo comunicar el hecho a la misma y teniendo que adecuar sus reglamentos internos a la normativa establecida para los Fondos de Inversión Públicos.

FONDOS RESCATABLES Y NO RESCATABLES:

Rescatables: permiten a los aportantes el rescate total y permanente de cuotas, realizando el pago de estas entre 11 a 179 días. Se diferencian en esto de los fondos mutuos, los cuales están obligados a entregar el rescate en un máximo de 10 días. Los aportes quedan expresados en cuotas del fondo, pudiendo existir distintas series de estas para un mismo fondo, lo que deberá establecerse en el reglamento interno respectivo.

Las cuotas de los fondos de este tipo (o de sus series), deberán tener igual valor y características, y su cesión se registrará por las formalidades y procedimientos que establece el reglamento interno del fondo. Además, pueden ser canjeadas por cuotas de otra serie del mismo fondo, siguiendo nuevamente el reglamento interno para este procedimiento.



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

FELIPE CORREA¹

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 16

CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

No rescatables: no permiten el rescate total y permanente de sus cuotas a los aportantes, o, si lo permiten, lo hacen pagando cuotas rescatadas en un plazo mayor a 180 días. Los aportes quedan expresados en cuotas que deben registrarse obligatoriamente en una bolsa de valores chilena o del extranjero (autorizada por la CMF), para permitir la formación de un mercado secundario.

DESARROLLO LEGAL Y RIESGO REGULATORIO

La historia de este tipo de fondos comienza en 1989 con la ley N°18.815, que permite la creación de los fondos de inversión públicos. Luego vinieron sucesivas reformas a los mercados de capitales chileno en los años 2001, 2002, 2007 y 2010, destacando sobre todo la del 2002 donde se crearon los fondos privados. En estas reformas, entre otras cosas, se eliminaron trabas tributarias y redujeron impuestos a ganancias de capital y transacciones financieras.

Es de especial interés para entender el rápido crecimiento de esta industria la LUF o ley N°20.712 del 2014. En ella se eliminaron asimetrías y rigideces, junto con la introducción de ajustes al tratamiento tributario de las inversiones extranjeras. De esta forma, se pensaba transformar a Chile en un exportador de servicios financieros.

Lo anterior requirió una reforma de diversos cuerpos, basándose en dos pilares fundamentales: un conjunto de cambios de índole institucional y otro de carácter tributario. Como resultado, se generó un único cuerpo legal aplicable a la prestación de los servicios de administración de fondos y carteras individuales, derogando las disposiciones aplicables a la administración de Fondos Mutuos (DL N°1.328 de 1976), de Fondos de inversión (Ley 18.815 de 1989) y de Fondos de inversión de capital extranjero (Ley N°18.657 de 1989). En relación con los Fondos para la vivienda, se modificó la Ley N°19.281 de 1976³.

En 2020 se aprobó la ley N°21.210 que reguló temas relacionados con los aportantes de los fondos privados.

Por último, en marzo de este año se introdujeron reformas en la LUF, de manera de eliminar para los ejercicios 2021 y 2022 la exención al Impuesto de Primera Categoría que beneficia a los retiros de los Fondos de Inversión Privado, regulación que va a afectar el funcionamiento de estos fondos en el mediano plazo.

Desde la ACAFI, su presidente Luis Alberto Letelier señaló que: “estamos convencidos de la importancia que estas exenciones tienen para el desarrollo de nuestro mercado de capitales, tanto desde el punto de vista de la tasa de impuestos, pero también muy importante, desde el punto de vista de la simpleza que ello significa para los inversionistas, especialmente para extranjeros que invierten en nuestro mercado”⁴.

³ Fuente: “Análisis de la ley única de fondos (LUF) desde el punto de vista de la simplicidad y recaudación tributaria”. Alvia Soto, Roberto; Contreras Inostroza, Marcelo; disponible en: <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/147472>

⁴ Fuente: “Fondos de inversión alcanzan récord en medio de la pandemia y extranjeros anotan explosivo aumento”. Industria atenta a cambios regulatorios, La Tercera. Disponible en: <https://bit.ly/2TjBK4>



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

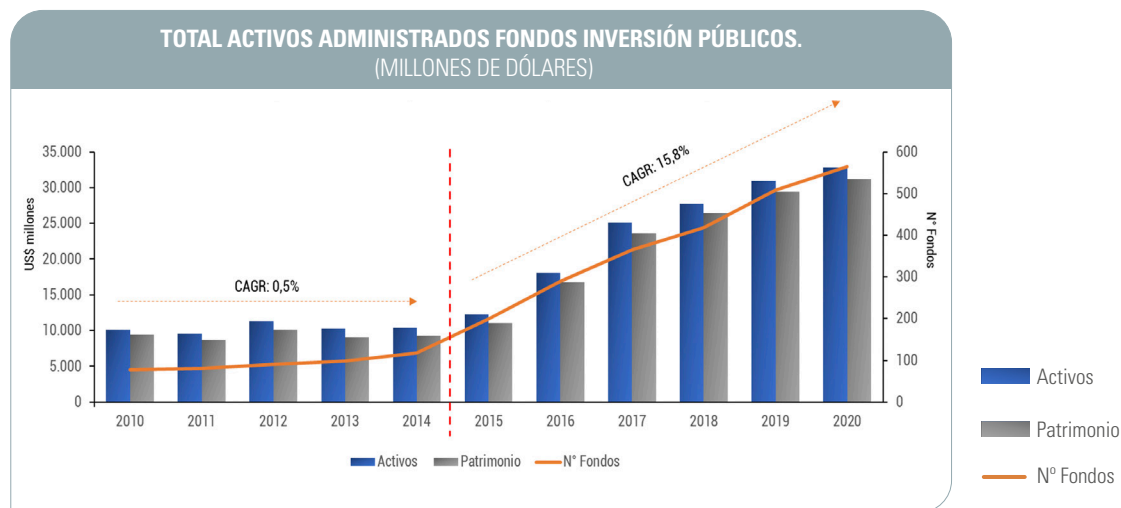
FELIPE CORREA¹

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 17

DESARROLLO EN CIFRAS

La LUF unificó y simplificó el régimen tributario, permitiendo un gran crecimiento de la industria. A diciembre del 2020, los fondos públicos administran US\$ 32.8312 millones en activos, distribuidos en 509 fondos. En el gráfico a continuación se puede observar el crecimiento de los activos administrados, el patrimonio y el cambio en el número de fondos desde el año 2010 en adelante. En este se ve que esta fue una industria que se mantuvo creciendo a pesar de las inestabilidades que enfrentó el país desde finales del 2019 y el impacto del coronavirus el 2020.



Fuente: ACAFI, en base de datos CMF

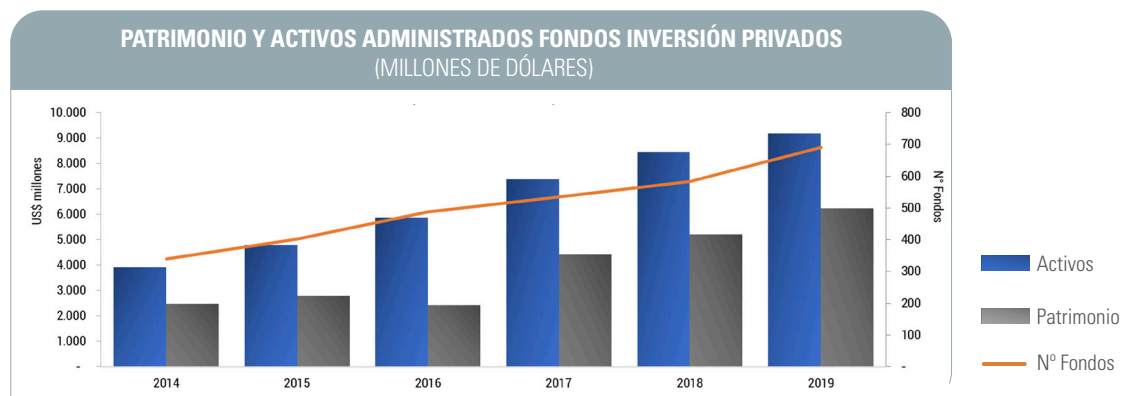
En entrevista con La Tercera, el presidente de la ACAFI Luis Alberto Letelier señaló que en este crecimiento han influido las modificaciones regulatorias que permitieron a los fondos de pensiones tener una mayor exposición en activos alternativos, aunque cree que hay otros factores que los han favorecido. En especial, el mayor apetito por invertir en activos alternativos por parte de inversionistas privados locales, ya que parte importante de los productos ofrecidos antes estaban reservados a un grupo pequeño de personas con altos patrimonios.

Dentro de esa tendencia, Letelier señala que también ha sido importante la llegada de inversionistas extranjeros, donde destaca el creciente interés de estos en proyectos de infraestructura y de energía, entre otros. Los fondos de origen extranjero pasaron de US\$ 108 a US\$ 1.053 millones entre el 2017 al 2020.

En cuanto a los fondos privados, estos han sido siempre menores en cantidad de dinero administrado, pero más numerosos. A diciembre del 2019 había US\$ 9.178 millones en activos y US\$ 6.229 millones de patrimonio. El crecimiento anual compuesto ha sido de 15,3% en los últimos cinco años, repartido en 690 fondos el 2019. En total son 173 administradoras, de las cuales 38 son AGF o ligadas a estas, con un 35% de los activos totales.



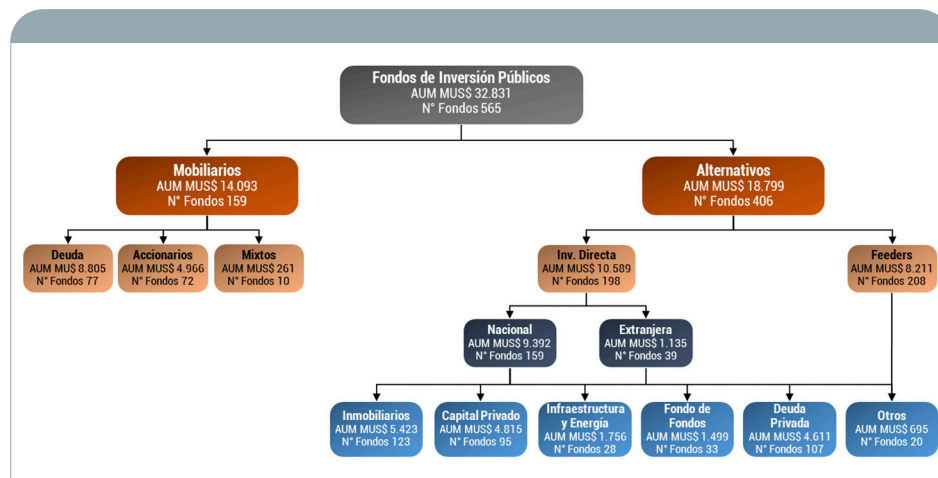
INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

FELIPE CORREA¹

Fuente: ACAFI, en base de datos CMF

FONDOS MOBILIARIOS Y ALTERNATIVOS: DESAGREGANDO LA INVERSIÓN

Dentro de ACAFI se creó una clasificación para agrupar los fondos de inversión públicos⁵. Ésta contempla dos grandes grupos de fondos: Mobiliarios y Alternativos. Los Mobiliarios son aquellos cuya política de inversiones, contenida en su reglamento interno, estipula que el objeto principal de inversión del fondo (al menos 70%) sea en valores públicos. Es decir, que sus activos subyacentes se transen en alguna Bolsa nacional o internacional. Pueden ser clasificados como Deuda, Accionarios o Mixtos. Por su parte, los Alternativos son aquellos fondos de Inversión cuya política de inversiones estipule que el objeto principal de inversión (al menos 70%) sea en instrumentos privados. Es decir, que sus activos subyacentes no se transen en alguna Bolsa. Estos pueden ser clasificados como fondos Inmobiliarios, de Capital Privado, de Infraestructura y Energía, de Fondo de Fondos, de Deuda Privada y Otros. En el esquema a continuación están desagregados por montos a diciembre de 2020.



Fuente: ACAFI, en base de datos CMF

⁵ De los privados no se puede hacer este tipo de distinciones.



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

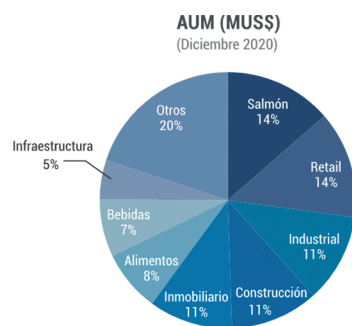
FELIPE CORREA¹

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 19

Desagregando dentro de estas categorías podemos destacar, dentro de los Fondos Mobiliarios, que existen 11 fondos Small Cap, que administran US\$ 2.443 millones. A continuación, se presentan las características de su inversión y distribución dentro de las industrias presentes en Chile.

- ✓ Inversión en empresas chilenas de baja capitalización (menor a US\$1.500 millones), con operaciones mayoritariamente en Chile y con menor acceso a los mercados financieros internacionales.
- ✓ Han mostrado importantes retornos, sobre 13,8% promedio desde el año 2005 (IPSA: 9,5%; IGPA: 8,1%).
- ✓ Participación IPO's: aporte en el financiamiento de nuevas industrias y contribución al desarrollo económico y empleo del país.
- ✓ Defensa interés minoritarios en las empresas.
- ✓ Equipos especializados y con bajos costos de administración (cerca al 0,5% anual).

*Fuente: ACAFI*

Dentro de los Alternativos podemos revisar algunas categorías interesantes. La primera es la de los fondos inmobiliarios, son 123 y administran US\$ 5.423 millones. Este tipo de fondo financia proyectos para la Renta y para el Desarrollo Inmobiliario, incluyendo oficinas, strip centers, locales comerciales, bodegas, centros logísticos, residencias para la tercera edad, hoteles, estacionamientos y viviendas. A modo de ejemplo, uno de los fondos inmobiliarios enfocado en viviendas tiene UF 1,7 millones de patrimonio e invierte en 39 proyectos de integración social, dinero con el cual se han podido construir 8.500 viviendas, de las cuales 1.600 son para familias vulnerables. Esto ha permitido la generación de más de 9.800 empleos en 10 regiones del país.

Otro ejemplo puede ser el de un fondo enfocado en bodegas. Actualmente cuenta con 740 mil metros cuadrados en 10 centros de bodegajes, construidos en 3 regiones de Chile y 128 arrendatarios, que generarán cerca de 4.000 empleos en régimen.

Además de los fondos inmobiliarios, existen otros 28 fondos asociados directamente a la construcción. Estos son los de Infraestructura y Energía, que administran US\$ 1.756 millones. Este tipo de fondo financia, entre otros, proyectos de: concesiones de carreteras, eléctricas, sanitarias, puertos, aeropuertos, sistemas de transporte, distribución de gas natural, agua y petróleo, telecomunicaciones, plantas desalinizadoras, centrales de generación eléctrica y cementerios. El 94% de los activos corresponde a inversiones directas enfocadas principalmente en Chile.



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

FELIPE CORREA¹

Otra categoría dentro de los fondos Alternativos son los de Deuda Privada. Al cierre de 2020, había 107 fondos públicos que administran activos por un total de US\$ 4.611 millones, lo que representa un 14% de los activos invertidos a través de fondos públicos. Este tipo de fondo invierte principalmente en activos de crédito, presentándose como una alternativa a los bancos para la solicitud de préstamos. Los sectores donde se invierte principalmente son: mutuos hipotecarios endosables, créditos con SGR⁶, facturas, créditos directos, capital preferente, pagarés, leasing, y sector automotriz, entre otros. Dentro de este mercado de fondos Alternativos, quizás los que más llaman la atención son los fondos de Capital Privado (Private Equity & Venture Capital), que invierten en empresas de riesgo. La mayoría de los fondos que invierten en Chile son apalancados por CORFO, dentro del Programa de Capital de Riesgo.

Desde la creación de ese programa, en 1998, a junio 2020 se han invertido US\$ 775 millones financiando a 355 empresas nacionales. Dentro de los sectores hay empresas en energía, comercio, servicios financieros, productos alimenticios, educación, acuícola, manufacturero, transporte, tecnología, agricultura, biotecnología, reciclaje, productos químicos, construcción y exploración minera.

Este tipo de fondos que entrega financiamiento a nuevas empresas cobra especial importancia al tomar en cuenta la estadística de que las empresas de crecimiento rápido (scale-ups), que representan el 1% las empresas, son las que durante el período 2015 – 2018 generaron un 40% de los nuevos empleos del país (equivalente a 680 mil puestos de trabajo). Es decir, cada empresa nueva de este tipo genera 130 empleos nuevos en promedio. Lo que, si se suma a que los bancos no tienen propuestas para llegar a este tipo de negocios, permite entender mejor el rol que juegan los fondos de Capital Alternativo y la Corfo como socios capitalistas de estas empresas.

Un ejemplo de los casos de éxito es la empresa Buscalibre.com. Antes buscalibros.cl, en 2011 con ayuda de la inversión gestionada por el Fondo de Inversión Aurus, de capitales chilenos, recibió US\$ 2,1 millones. Con estos fondos y como resultado de su acelerado crecimiento en el país, diversificaron el negocio, y el emprendimiento mutó en Buscalibre.com, sumando el servicio de importación de productos desde comercios internacionales como Amazon, Ebay, Carters o Ikea, a través de una integración de las plataformas que posibilita el servicio. Hoy en día es una compañía valorada en más de US\$ 10 millones de dólares.⁷

Cobran importancia también en este sistema los Fondos de Fondos, que compran cuotas en estos distintos fondos y en los que pueden entrar inversionistas institucionales.

De acuerdo con la Asociación de Emprendedores de Chile (ASECH), el 8,5% de las pymes son financiadas por fondos públicos (principalmente de Deuda Privada y/o Private Equity).

⁶ SGR: sociedad de garantía recíproca

⁷ Fuente: "Buscalibre.com: de librería online a importador global". Disponible en: <https://www.amchamchile.cl/2017/04/buscalibre-com-de-libreria-online-a-importador-global/>



INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN EN CHILE

FELIPE CORREA¹

CEF ANÁLISIS N°46 | JUNIO 2021

PÁG. 21



CENTRO
ESTUDIOS
FINANCIEROS

FONDOS DE IMPACTO

Las inversiones de impacto “son inversiones realizadas con la intención de generar impacto social y/o medioambiental medible, junto con retorno financiero. Pueden ser realizadas tanto en mercados desarrollados como en desarrollo y se enfocan en un rango de retornos que van desde bajo el mercado hasta de mercado, dependiendo de las preferencias del inversionista” (GIIN 2018)⁸. El rango puede ir desde la recuperación del capital, una tasa bajo mercado, hasta una tasa ajustada al mercado (risk-adjusted market return).

Es importante que debe existir evidencia medible respecto a que se ha creado valor o impacto. Sin medición no sería inversión de impacto.

En Chile, hay 6 administradoras que tienen fondos de impacto. Administran US\$ 318 millones en activos⁹.

CONCLUSIONES

Podemos ver que esta es una industria basada en un marco regulatorio simple y eficaz, que ha logrado un crecimiento importante durante los últimos años. Ha entregado oportunidades de inversión en proyectos menos líquidos que con anterioridad no estaban disponibles para pequeños grupos de inversores, proyectos que al mismo tiempo generan valor para la sociedad, al crear nuevas soluciones habitacionales, infraestructura o start-ups.

⁸ Fuente: “2018 Annual Impact Investor Survey”, Global Impact Investing Network (GIIN). Disponible en: https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf

⁹ Estas son: LUMNI, FIS, Sembrador, Fen Ventures, Sudamerik y Quest.



SELECCIÓN PROYECTOS DE LEY MUNDO FINANCIERO Y ECONÓMICO CON MOVIMIENTOS EN EL MES DE MAYO-JUNIO

	FECHA	PROYECTO	BOLETÍN *
SENADO	Votados		
	08-06-21	Aprobación en general y en particular del proyecto de ley, iniciado en mensaje de S.E. el Presidente de la República, en primer trámite constitucional, que otorga bonos de cargo fiscal para apoyar a las micro y pequeñas empresas, por la crisis generada por la enfermedad COVID-19.	14.280-05
	05-06-21	Aprobación en general y en particular del proyecto de ley, iniciado en mensaje de S.E. el Presidente de la República, en segundo trámite constitucional, que modifica la ley N° 21.289, de Presupuestos del Sector Público correspondiente al año 2021, y la ley N° 21.230, que concede un Ingreso Familiar de Emergencia, con informe o certificado de la Comisión de Hacienda.	14.277-31
	06-05-21	Aprobación en general y en particular del proyecto de ley, iniciado en Mensaje de S.E. el Presidente de la República, en segundo trámite constitucional, que establece un nuevo bono de cargo fiscal y mecanismos de recuperación de ahorros previsionales, en las condiciones que indica, con informe o certificado de las Comisiones de Trabajo y Previsión Social y de Hacienda, unidas. (proyecto discutido en general y en particular por las Comisiones unidas).	14.224-13
	Informados Comisión de Hacienda		
	09-06-21	Conocer el Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile (IPOM).	
	25-05-21	La comisión no consideró el proyecto que mejora pensiones del sistema de pensiones solidarias y del sistema de pensiones de capitalización individual, crea nuevos beneficios de pensión para la clase media y las mujeres, crea un subsidio y seguro de dependencia, e introduce modificaciones en los cuerpos legales que indica	
	Vistos Comisión Hacienda		
C. DIPUTADOS	Votados		
	10-06-21	Aprobadas las modificaciones incorporadas por el Senado en el proyecto de ley, iniciado en mensaje, que establece nuevas medidas tributarias para apoyar a las micro, pequeñas y medianas empresas, por la crisis generada por la enfermedad Covid-19.	
	Informados Comisión Hacienda		
	03-06-21	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "discusión inmediata", que "Modifica la ley N°21.289, de Presupuestos del Sector Público correspondiente al año 2021, y la ley N°21.230, que concede un Ingreso Familiar de Emergencia".	14.277-31
	Vistos Comisión Hacienda		
	26-05-21	Tratar el proyecto de ley, en virtud del artículo 226 del Reglamento de la Corporación, originado en Mensaje de S.E. el Presidente de la República, que "Reajusta el monto del ingreso mínimo mensual, así como la asignación familiar y maternal, y el subsidio familiar, y otorga ayudas extraordinarias para las familias en contexto del Covid-19".	14.225-13

* Más información ingresando el número de boletín a www.bcn.cl; www.congreso.cl o www.camara.cl según corresponda.

** Se informa sólo el último movimiento de cada proyecto.

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en
Economía, Pontificia Universidad
Católica de Chile
mceciliacifuentes.esse@uandes.cl

INVESTIGADOR

Felipe Correa, Magíster en Economía,
Pontificia Universidad Católica de Chile
fcorrea.esse@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.

