



Felipe O’Ryan y Alejandro Fainé

Ya con miras a las elecciones presidenciales del próximo año, en la recta final de este Gobierno y teniendo aprobado el último Presupuesto que éste ejecutará, al ministro de Hacienda Mario Marcel le quedan aún pendiente dos grandes batallas: la reforma de pensiones y la que busca cambios tributarios.

Y no se trata de reformas menores: de la primera dependen muchas decisiones del mercado de capitales -no en vano las AFP administran activos por cerca de US\$200 mil millones-, y de la segunda, las utilidades esperadas de cualquier negocio. Evidentemente buscar explicaciones para el pobre nivel de crecimiento del país deriva a un largo listado de causas y teorías, algunas objetivas -la demora en la tramitación de proyectos- y otras más etéreas, como el concepto de "confianza".

Y cuando el Presidente Gabriel Boric apunta a un "pesimismo ideológico" de los empresarios para explicar la baja inversión, también el Ejecutivo erró en su diseño económico, al mantener por ya casi 3 años pendientes estas dos reformas clave, las que además tuvieron formulaciones iniciales bastante más radicales que las discutidas hoy en el Congreso.

El factor confianza, clave para mayor inversión y crecimiento

Icare lleva 12 años publicando el Indicador Mensual de Confianza Económica (IMCE), y con ese historial la presidenta de Icare, Karen Thal, señala que "la experiencia indica que los periodos de mayor confianza empresarial son coincidentes con altos niveles de inversión y de crecimiento. La forma en que el mundo de la empresa manifiesta su optimismo en los momentos económicos e institucionales es atreviéndose a invertir más, lo que genera el círculo virtuoso de mayores oportunidades, mejores empleos y (...) mayor recaudación tributaria".

Ejemplo de estos círculos virtuosos fueron los altos niveles de confianza alcanzados en septiembre de 2021, cuando llegó a un nivel de 60,68%, durante el gobierno del expresidente Sebastián Piñera, en momentos en que el país empezaba a salir de la pandemia. El último índice en tanto se ubicó en nivel pesimista (41,8), que ha marcado la gestión presidencial de Boric.

-¿Qué variables específicas podrían estar incidiendo en estos niveles actuales de confianza?

-La caída de la confianza es un proceso multifactorial, pero si tuviéramos que identificar los tres principales aspectos o factores que se repiten en el último tiempo, és-



Siguen discutiéndose reformas sensibles

Juicio empresarial: Estrategia de Marcel no funciona y afecta crecimiento

El Presidente Boric apunta a un "pesimismo ideológico" de los empresarios para explicar la baja inversión, pero el Ejecutivo erró en su diseño al mantener pendientes las reformas que más incertidumbre generan.

tos serían la falta de certeza en la obtención de permisos, el clima de inseguridad y la incertidumbre regulatoria.

-Un elemento de desconfianza inicial hacia el Gobierno fue su programa. El ministro Marcel ha arbitrado en la coalición para que este programa sea moderado en su tramitación legislativa, por ejemplo, sin desechar de plano temas como CAE, royalty o reformas previsional y tributaria. Apostar a "moderar" más que de desear, ¿podría ser un factor para explicar la desconfianza empresarial?

-Es evidente que los resultados del plebiscito del 4 de septiembre de 2022 hicieron inviable materializar el programa original del Gobierno y aunque el ministro de Hacienda ha hecho un trabajo serio y esfuerzos de moderación, había mayores expectativas sobre el nivel de incidencia e influencia que podría haber tenido en su propia coalición para que la prioridad sea el creci-

miento de la economía.

La experiencia del pasado

El 12 de diciembre de 2022, la Facultad de Economía y Administración de la UC reunió a los 8 ministros de Hacienda del período 1990-2019, instancia en la que cada autoridad mostró sus énfasis de gestión. Alejandro Foxley (1990-94) destacó que "el primer objetivo fue simplemente decir NO a estas tendencias populistas desde el comienzo", en referencia a otras experiencias en América Latina que generaron alta inflación y bajo crecimiento. Un rayado de cancha, de lo que sería intransigente y que debía despejar resquemores para luego apostar a un "crecimiento con equidad integrado al mundo", que permitiría captar inversiones.

Claro, un Foxley podía darse el lujo de enfatizar los NO, pues estuvo detrás de la agenda econó-

mica de la Concertación tempranamente. Distinto es el caso de Mario Marcel, quien no integró los grupos programáticos de la candidatura de Gabriel Boric, y su llegada fue fruto de que en segunda vuelta se sumó el socialismo democrático a la campaña. El programa estaba dado. El NO, estaba descartado.

¿Y cuál fue la estrategia de Marcel? En ese mismo seminario, el ex ministro Manuel Marfán -"amigo de hace más de 40 años" con Marcel- compartió su conclusión respecto a ello: "El compromiso de Marcel es cumplir con el programa, mandando el proyecto de acuerdo con el programa, pero no necesariamente que el proyecto que salga tiene que ser el mismo. Y él, como guardián de hacer las cosas bien, puede hacer las cosas bien con el proyecto que sale, no necesariamente con el que entra".

Y así ha ocurrido con una reforma tributaria rechazada ini-



Todas estas dudas y cambios pueden parar proyectos de inversión", **Ricardo Mewes**, presidente de la CPC.



Había mayores expectativas sobre el nivel de incidencia e influencia que (Marcel) podría haber tenido en su propia coalición", **Karen Thal**, presidenta de Icare.



(La reforma tributaria) Por supuesto que genera dudas en los empresarios a la hora de invertir", **Juan Sutil**, empresario.



cialmente, que dio paso a un pacto fiscal y que incluyó la agenda de permisología, contra evasión y elusión y -aún pendiente de envío- un cambio tributario. Lo mismo con una reforma previsional que inicialmente buscaba el fin de las AFP y una cotización extra toda a reparto, pero fue moderándose notoriamente en pos de alcanzar los votos que la viabilicen.

Para el decano de la Facultad de Economía y Administración UC, José Miguel Sánchez -quien tuvo un papel clave en el seminario con los ministros de Hacienda-, la estrategia seguida es "completamente errada: no sólo porque no vamos a tener finalmente reforma de pensiones ni tributaria, sino que es de alto riesgo: aunque efectivamente no estuvo en la génesis del programa, sí lo asume cuando manda los proyectos, y si bien es un buen economista y pragmático -y me alegro que esté ahí-, cuando manda el proyecto pensando en que no se aprobará tal cual se corre el riesgo de que alguna de esas cosas sí pasen, sabiendo que no son buenas políticas públicas".

-Pero quizás en el caso de Marcel deberíamos evaluarlo por su capacidad de atajar goles internos que de otro modo habrían generado mayores perjuicios económicos. ¿O a un ministro de Hacienda siempre debe ser la vara de medición el crecimiento?

-Es por lo segundo. Sería lamentable que un ministro de Hacienda se transforme en un atajador de los errores de su propio Gobierno. Lo que debe importar es el crecimiento y desarrollo del país. Y sobre ese resultado debe ser evaluado.

AFP, con US\$200 mil millones al aguante

Dejar macerar los proyectos clave con miras a alcanzar acuerdos -tiempo que también sirve para que en el propio oficialismo entiendan que carecen de votos para imponer sus puntos de vista, por lo que deberán ceder sus posiciones-, provocó que dos proyectos clave para generar reglas del juego claras sigan creando incertidumbre e inhibiendo inversiones.

Las AFP, que administran activos locales y extranjeros que suman casi US\$200 mil millones, son de los más importantes inversionistas institucionales en el país. Sus decisiones mueven el mercado local. Su inacción puede frenarlo bastante.

Claro que el debate sobre reformar el sistema previsional partió con la idea de acabar con esta industria -con una enorme incertidumbre para este sector-, pero incluso fórmulas que se analizan hoy, como la "licitación de stock" de afiliados, crean dudas a la hora de llevar a cabo algunas estrategias de inversión en las administradoras (ver entrevista).

Por ejemplo, AFP Habitat selló un contrato de compraventa del 49% del negocio de outlets de Parque Arauco, pero su directora de Inversiones, Carolina Mery dijo la semana pasada que "más allá de las dificultades operativas que pueda tener el traspaso de los activos, la verdad es que los

Dirk Mengers, de BTG Pactual Asset Management

Inversiones y AFP: "Seguimos en medio de una gran reforma que pone todo en pausa"

Felipe O'Ryan

Dirk Mengers, gerente de Distribución & Ventas de BTG Pactual Asset Management (el banco de inversiones más grande de América Latina), se encarga de la relación con los inversionistas y clientes institucionales, entre los que priman las AFP. De hecho, trabajó antes en una. El ejecutivo conoce bien las quejas, dudas y requerimientos de las administradoras; muchas de las cuáles han tenido que ver en el último tiempo con la larga discusión por una reforma de pensiones.

-¿Cómo has visto la posición de las AFP frente a la discusión de esta reforma? ¿Ha generado incertidumbre?

-Se ha pasado por varias etapas. Cuando esto se comenzó a discutir generó mucha incertidumbre, sin duda, pero con el tiempo el efecto se ha ido difuminando en las administradoras. Nadie la tiene muy clara. En la industria, en los equipos de los fondos de pensiones, ha costado estar al día con lo que se está discutiendo, qué se estaría aprobando, qué se estaría rechazando. Pero sí hay una sensación, en mi opinión, de que difícilmente la reforma al sistema termine con esta iteración.

-¿Sienten que incluso la actual reforma que se discute no cerrará el problema?

-Sí. El sentimiento es

que aún no se están atacando los problemas estructurales de por qué tenemos pensiones bajas.

-Y subir la edad de jubilación. Le preguntaron al ministro Marcel, que es un experto técnico, pero evitó referirse, aduciendo que no ayudaba a mejorar la baja densidad de cotizaciones. Pero hay un consenso técnico de que este tema es necesario.

-Ese es otro temazo. Es verdad que subir la edad si la gente no está cotizando, es una raya en el agua. Pero con esta reforma igual estás sólo tapando el sol con un dedo en el sentido de que en Chile sí está aumentando la esperanza de vida, y países como Dinamarca -que muchos miran como ejemplo- hoy tienen una edad de jubilación de 67 años y ya están discutiendo aumentarla a 74 años. Pero acá se evita el tema.

-¿Ha generado incertidumbre que la discusión de reforma se haya dejado para el final de este mandato?

-Hay varios temas que han generado incertidumbre. Por ejemplo, la discusión de una potencial licitación de stock. Existe al-



incentivos a hacer ese tipo de cosas distintas son bajas".

Cambios tributarios: "Genera dudas porque la cosa no se zanja"

Los empresarios, por su parte, también tienen quejas con la incertidumbre que ha causado 3 años de dimes y diretes de la reforma tributaria.

"Genera una tremenda incertidumbre no tener claridad respecto a los impuestos a largo plazo. Para un inversionista, los impuestos son claves, y tener pendiente esta reforma por 3 años complica la toma de decisiones", dice el empresario agrícola y expresidente de la CPC, Juan Sutil.

En cuanto al alza impositiva, trascendió que en una reunión sostenida por Marcel con Pymes recién la semana pasada se habló de crear dos tasas para retiros de utilidades: una de 16% para los propietarios contribuyentes de impuestos finales, y otra

de 4%, independiente de quién sea el destinatario de las utilidades.

"Cualquier diviendo de una filial a su matriz podría tributar 4%, y después de la matriz al accionista 16%, y esto no es correcto. Obligar a cambiar las estructuras de las empresas, unificar negocios de empresas que por ejemplo tengan una matriz con filiales de transporte, comerciales o inmobiliarias. Eso por supuesto que genera dudas en los empresarios a la hora de invertir, porque la cosa no se zanja", agrega Sutil.

La Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central ha registrado un empeoramiento en las proyecciones de los economistas para la inversión (Formación Bruta de Capital Fijo) este año, hasta una caída de 1,5%, en la última estimación hecha este mes para 2024. La cifra retrocedió 0,2% en el último semestre, reflejando una inversión estancada, y el último IPoM del Banco Central (septiembre) previó una caí-

da de 0,8% también en el total de este año. El 2023, la inversión ya cayó 1,1%.

-¿Qué inversión podría ser un ejemplo?

-Por ejemplo si se invirtiera hoy en el centro de Santiago (inversión inmobiliaria). Uno podría asumir que el Centro va a mejorar en los próximos 10 años, pero tendrás que esperar todo ese periodo. Se podrían comprar oficinas, departamentos, centros comerciales a precios muy atractivos, pero si los haces vender en 12 meses, difícilmente ese activo se va a recuperar. Entonces, sin duda ellos están a la espera, a que las cosas se esclarezcan.

-¿Hay otros efectos que tenga en este mercado mantener esta incertidumbre por 3 años?

-Puede haber un efecto de entorno competitivo. Imagínate AFP UNO, la última en crearse, ha sido relativamente una historia de éxito que ha crecido mucho. Pero otro actor que quiere entrar a competir con las AFP chilenas pone sus planes en espera frente a esta incertidumbre. Y también te pone frenos con otro ejemplo, que es que las mismas AFP han estado pidiendo y recomendando modernizar el régimen de inversión, cosa que define en gran medida el Banco Central. Pero éste no ha querido actuar porque hoy seguimos en medio de una gran reforma que pone todo en pausa.

-¿Qué tan importantes son las AFP en el contexto del mercado de capitales chilenos?

-Manejan cerca de US\$200 mil millones, la mitad en Chile y el resto afuera. Entonces son por lejos el inversionista más grande del país.

da de 0,8% también en el total de este año. El 2023, la inversión ya cayó 1,1%.

"Primero el Gobierno intentó con una reforma que en 2023 rechazó la Cámara. Nosotros estábamos listos para llevar nuestros argumentos al Senado, pero eso nos tomó por sorpresa. Después el Gobierno separó la reforma y aprobó en el Congreso la parte de cumplimiento tributario, pero, por ejemplo, no sabemos qué pasará con los llamados impuestos verdes, que generan incertidumbre al no haber claridad con ello", opina el presidente de la CPC, Ricardo Mewes.

"Todas estas dudas y cambios pueden parar proyectos de inversión. Los empresarios buscan dónde su inversión rentará más y claramente incluyen en el cálculo el pago de impuestos. Es cosa de ver el sector inmobiliario, y cómo cada vez más inversiones chilenas de este tipo eligen Estados Unidos porque puede ser más conveniente en este sentido", agrega.