

# CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

N° 24 / JUNIO 2019



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

20  
AÑOS

ECONOMÍA INTERNACIONAL  
**GUERRA COMERCIAL ENTRE EE.UU. Y CHINA: ¿HAY GANADORES?**

ACTIVIDAD ECONÓMICA  
**¿POR QUÉ CHILE CRECE MENOS DE LO ESPERADO?**

BANCA  
**CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO PARA VIVIENDAS SE MANTIENEN MUY FAVORABLES**

PENSIONES  
**FONDO ÚNICO VERSUS VARIOS ADMINISTRADORES Y VARIOS FONDOS**

TEMA DE ANÁLISIS  
**"THE RATE OF RETURN ON EVERYTHING, 1870-2015"**

**NUEVA NORMATIVA FINANCIERA**

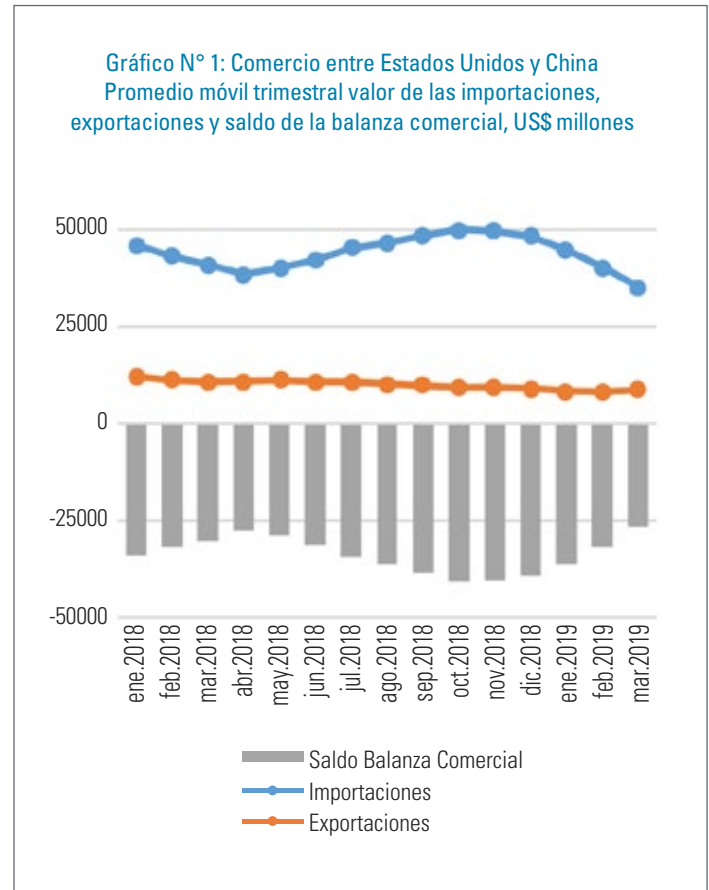


## GUERRA COMERCIAL ENTRE EE.UU. Y CHINA: ¿HAY GANADORES?

Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han intensificado en el último mes; ambos países han estado anunciando nuevos aranceles a los bienes del otro ¿Quiénes se ven supuestamente beneficiados por estas nuevas tarifas? El argumento de Trump se basa en que el aumento de los aranceles a las importaciones chinas – en teoría – hace que los bienes fabricados en EEUU sean relativamente más baratos que los importados desde el país asiático, incentivando a los consumidores a comprar productos americanos. Sin embargo, es erróneo plantear que la guerra comercial tiene efectos positivos para Estados Unidos y que le genera ganancias millonarias al Tesoro. Según un análisis realizado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), los efectos de esta guerra han sido negativos no sólo para los consumidores y para los productores de ambos países, sino que también para sus socios comerciales.

Los primeros efectos de los aranceles impuestos por Estados Unidos y las subsiguientes represalias de China se observan en los datos sobre comercio. A partir de mediados de 2018 Estados Unidos ha impuesto sucesivamente aranceles a tres listas de bienes procedentes de China, lo que provocó una fuerte caída de las importaciones estadounidenses provenientes de dicho país en estos tres grupos de productos, y por consiguiente del flujo total de importaciones (Ver Gráfico N° 1).

Asimismo, la introducción de aranceles de represalia impuestos por China tuvo repercusiones sobre las exportaciones estadounidenses. El siguiente gráfico muestra la disminución, o en algunos casos débil crecimiento, que han sufrido las exportaciones de Estados Unidos al país asiático, junto con la caída de las importaciones provenientes de ese país.

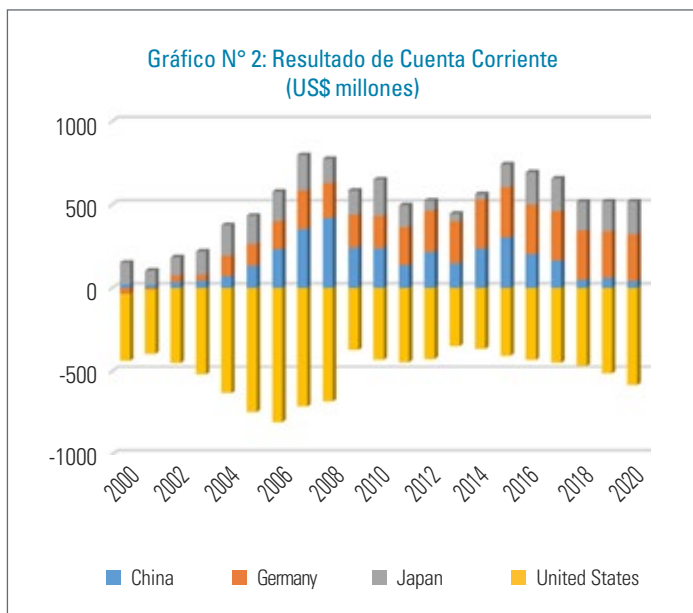


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del United States Census Bureau.

Un punto relevante es que, pese a las medidas proteccionistas impuestas por Trump, la balanza comercial total de Estados Unidos no ha evidenciado mejoras. De hecho, registró el mayor desequilibrio entre importaciones y exportaciones de los últimos 10 años. Y, en lo que respecta a la balanza comercial bilateral que mantiene con China, los efectos han sido mínimos (Ver Gráfico N° 1).



De todas formas, más allá de que no se observan grandes cambios en la balanza comercial, lo verdaderamente relevante es el análisis de la cuenta corriente, cuyo déficit ha tendido a aumentar. Estados Unidos vuelve a ser muy dependiente del financiamiento externo. Es en este aspecto donde está la principal inconsistencia de la política económica del gobierno de Trump, que por una parte quiere fomentar las exportaciones, pero por otra implementa una política fiscal muy expansiva, que genera una apreciación del dólar y un deterioro en la cuenta corriente. Llama también la atención que China ya no es el principal financista del déficit externo americano como ocurría antes de la crisis Subprime, sino que es Alemania. Otra muestra más de que la política comercial no tiene fundamentos sólidos desde el punto de vista técnico.



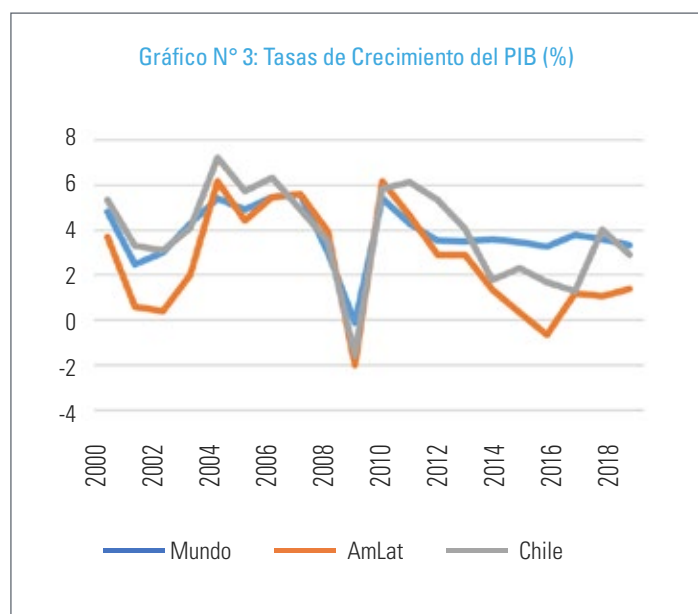
Fuente: IMF.

Por último, es necesario señalar que más allá de sus efectos económicos, las motivaciones del gobierno americano se encuentran más dentro del ámbito político, vinculadas a la posibilidad de reelección. Adicionalmente, Trump no está equivocado en señalar que China es proteccionista y que el respeto a la propiedad intelectual no es muy sólido en ese país. Lo que parece cuestionable es la forma que elige para enfrentar esos problemas.

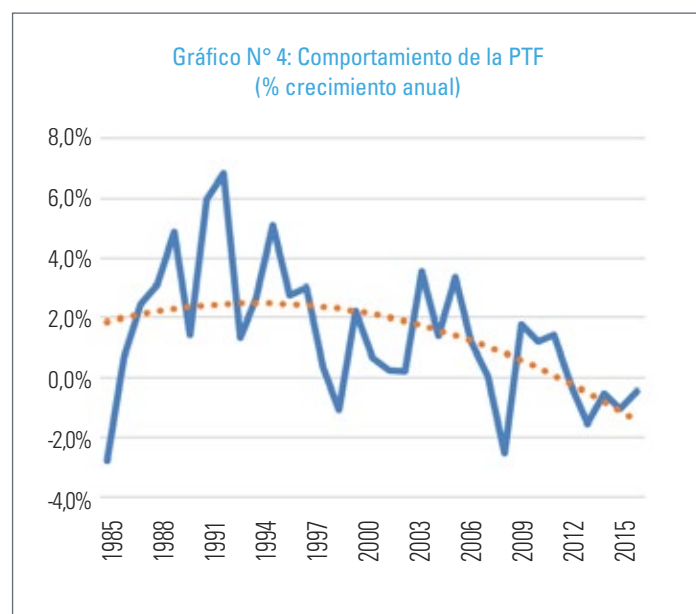
## ¿POR QUÉ CHILE CRECE MENOS DE LO ESPERADO?

El IMACEC de los últimos meses ha estado por debajo de las expectativas, con un crecimiento acumulado en el período enero-abril de 1,7% y de 2,2% si consideramos la actividad sin minería. Las estimaciones para el año se encuentran algo por debajo de 3%, frente a un crecimiento de la economía mundial de 3,3% estimado por el FMI. Sin duda, Chile está creciendo a tasas bajas. Y, para un país cuya estrategia central es la integración a los mercados globales, un resultado por debajo del promedio mundial es definitivamente malo. ¿Es este mal resultado responsabilidad de los últimos gobiernos? El crecimiento no sólo depende de lo que ocurre contemporáneamente, sino también de decisiones y situaciones muy anteriores, junto con lo que se espera que ocurra en períodos cercanos y lejanos; es decir, las expectativas juegan un rol central. En materia de crecimiento, corre la llamada “profecía autocumplida”.

Un buen diagnóstico del problema es clave para encontrar la solución, y lo cierto es que la pérdida de dinamismo de la economía chilena lleva más de 20 años. Así lo evidencia un componente fundamental del crecimiento; la llamada productividad total de factores (PTF). La PTF es aquella fracción del aumento de producción que no puede ser explicado por incrementos de factores productivos (trabajo y capital). En lenguaje simple, ésta busca medir si estamos haciendo las cosas mejor, y las cifras muestran que no lo estamos haciendo. A pesar de la profunda revolución tecnológica que vivimos, Chile no logra producir con mayor eficacia y eficiencia. El aumento del PIB de estas dos últimas décadas se explica fundamentalmente por mayor trabajo y capital. En el período de mayor crecimiento del país (1986-1997), con un aumento del PIB de 7,2%, la PTF creció a una tasa promedio anual de 3,4%. En las dos décadas siguientes, el crecimiento de la PTF se redujo a 0,5% promedio anual, y el del PIB a un 3,7%. Las cifras de la última década son aún peores, con una caída promedio de la productividad de 0,2% (hasta 2017), y un crecimiento del PIB de 3%. Parte de ese resultado del PIB se explica por el ciclo de los commodities que enfrentamos entre 2003 y 2012, el cual generó un boom de inversión minera que tuvo un escaso impacto en productividad.

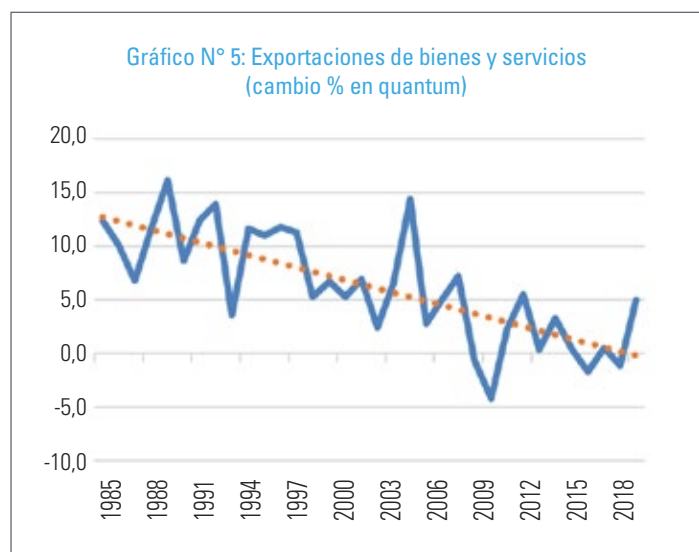


Fuente: BCCH, FMI.



Fuente: CLAPES UC.

El comportamiento de las exportaciones medidas en quantum, que deben ser un motor de desarrollo en una economía pequeña y abierta, son un reflejo claro de los problemas de productividad señalados. Entre 1985 y 1997 crecieron a un promedio anual de 11%, con el mundo creciendo a un 3,4%. En los 20 años siguientes el crecimiento del mundo subió a un 3,8%, pero nuestras exportaciones redujeron su tasa de expansión a un 3,4%, y a un 1,4% en la última década.



Fuente: BCCH.

Por lo tanto, aun cuando el comportamiento de la economía internacional es importante en los resultados macro del país, y siendo cierto además que en la medida que los países se desarrollan la meta de crecer se hace más difícil, la principal causa del bajo crecimiento en Chile es que no estamos haciendo bien las cosas, lo que, en parte importante, se debe al rol de las políticas públicas.

¿Qué responsabilidad tienen entonces los últimos gobiernos? Bachelet hizo un buen primer gobierno en materia de política social, pero no puede decirse lo mismo del impacto de sus políticas en términos de crecimiento económico; nada muy relevante pasó en esa materia. En su segundo gobierno, con sus reformas laboral y tributaria, en un contexto ideológico

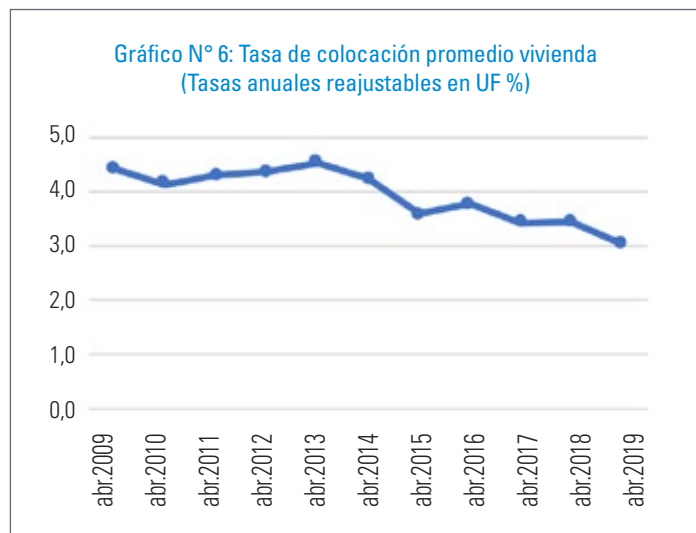
centrado en los derechos, se dañó la productividad, tal como evidencia el comportamiento negativo de la PTF. Piñera, por su parte, tanto en su primer como en su segundo gobierno, ha intentado poner el discurso del crecimiento en el centro, pero, sin mayoría parlamentaria, es poco lo logrado hasta ahora.

¿Cómo se resuelve entonces el problema? El crecimiento no es una tarea fácil; requiere ahorro, esfuerzo, disciplina, trabajo bien hecho, y liderazgo político para hacer los cambios institucionales que permitan que se den esas condiciones. Pareciera ser entonces que el principal déficit que tenemos se encuentra en la esfera política.



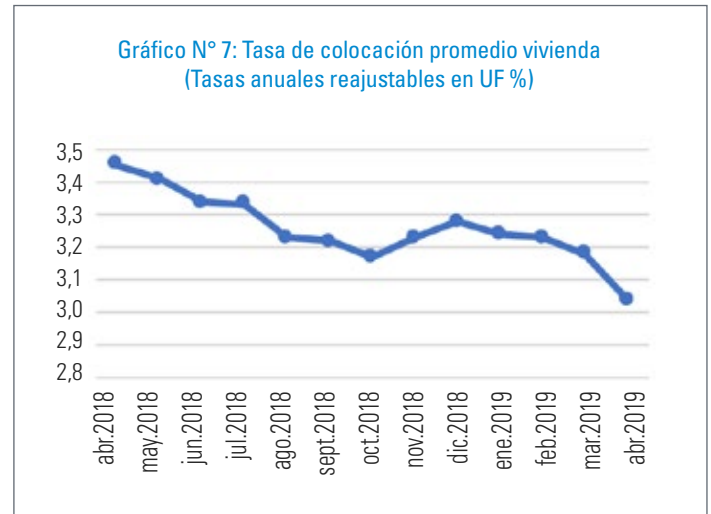
## CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO PARA VIVIENDAS SE MANTIENEN MUY FAVORABLES

El último Informe Mensual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Banco Central de Chile reveló que las tasas de créditos hipotecarios alcanzaron su nivel más bajo de los últimos veinte años. El siguiente gráfico muestra las tasas anuales promedio para créditos hipotecarios.



Fuente: Banco Central de Chile.

Si analizamos el comportamiento de las tasas de crédito hipotecario para un período más corto (Gráfico N°7), podemos ver que en el último par de meses se ha producido una caída importante, relacionada con lo que ha pasado con las tasas de largo plazo en dólares a nivel internacional.

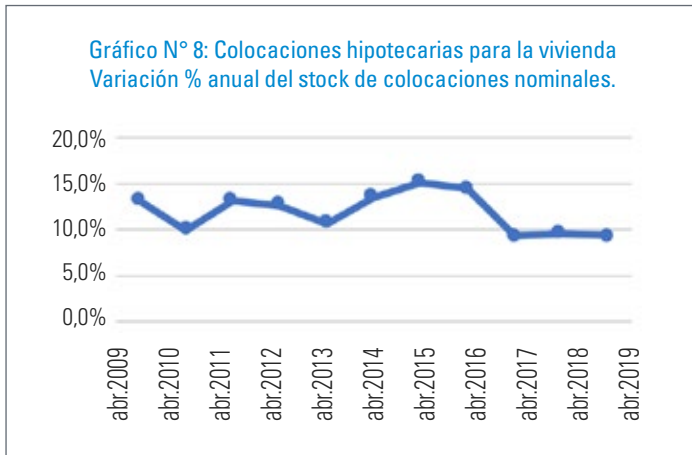


Fuente: Banco Central de Chile.

Es interesante notar que la tasa anual promedio para financiar la compra de viviendas se ubicó en un nivel históricamente bajo de 3,04% en el mes de abril, lo cual equivale a una caída de 20 puntos base en lo que va del año.

Lo anterior es particularmente relevante ya que más de mitad de la deuda de los hogares chilenos (55%) corresponde a créditos hipotecarios para la vivienda (SBIF, 2019).

Este fenómeno ha venido acompañado de una significativa expansión de las colocaciones hipotecarias para la vivienda. El gráfico a continuación muestra la variación anual del stock de colocaciones hipotecarias. En él se aprecia una variación interanual de 9,4%, levemente superior a la del mes anterior (9,2%).



Fuente: Banco Central de Chile.

Es posible que el mayor dinamismo en el mercado hipotecario, observado desde el año 2017, haya estado asociado a la disminución en las tasas de interés que ha tenido lugar a partir de enero de 2016. Surge entonces la duda de si se mantendrá este dinamismo en el largo plazo. Expertos afirman que se espera un aumento de las tasas de interés para financiar la compra de viviendas. La última encuesta sobre créditos bancarios elaborada por el Banco Central es coincidente con lo anterior, señalando que la demanda de crédito para el segmento hipotecario deja de incrementarse terminado el primer trimestre. Los resultados indican que la mayoría de los bancos no reporta cambios en la percepción de la demanda (91%), mientras que la fracción de respuestas que considera una demanda más dinámica disminuye de 18% a 9%.

En lo que respecta a la dinámica de pago de los deudores bancarios, ésta se ha mantenido relativamente estable durante los últimos diez años. Asimismo, las tasas de incumplimiento bancario se han mantenido en un nivel bajo y estable. Esto último difiere de lo que ha sucedido con los créditos de consumo, en donde sí se ha evidenciado un alza en el impago bancario.



## FONDO ÚNICO VERSUS VARIOS ADMINISTRADORES Y VARIOS FONDOS

Al igual como ha ocurrido con otras reformas importantes, es lamentable que la discusión de la reforma de pensiones, probablemente una de las más importantes que el país debe realizar, se haya contaminado con consignas políticas, sin los fundamentos técnicos necesarios que requiere una discusión de este tipo.

La necesidad de aumentar la tasa de cotización es evidente, y el destino de esos recursos, en pro de mejorar las pensiones, debe ser sujeto de un análisis serio de las alternativas en torno a tres elementos fundamentales: rentabilidad, riesgo de las inversiones y costos de administración de los fondos. Sin fundamentos técnicos, y sólo para hacerse cargo del slogan "Ni un peso más para las AFP's", el gobierno se ha comprometido con la oposición a que el aumento de la cotización irá destinado a un ente estatal, aunque no se conocen aún detalles de la iniciativa. La administración estatal de fondos previsionales existe a nivel mundial, con resultados razonables, aunque se deben señalar los principales riesgos que conlleva esta situación. El más evidente es el conflicto de interés al invertir los recursos de los trabajadores. Como una medida obvia de prudencia, las AFP's no pueden invertir en instrumentos emitidos por empresas relacionadas ¿Se establecerá entonces que el ente estatal no puede invertir en instrumentos emitidos por el Tesoro Público, por el Banco Central y por empresas estatales? Probablemente no será así, con el argumento de que son instrumentos de bajo riesgo, lo que deja abierta la puerta a que el ahorro de los trabajadores termine financiando el déficit fiscal, o peor aún, proyectos de dudosa rentabilidad, pero atractivos políticamente.

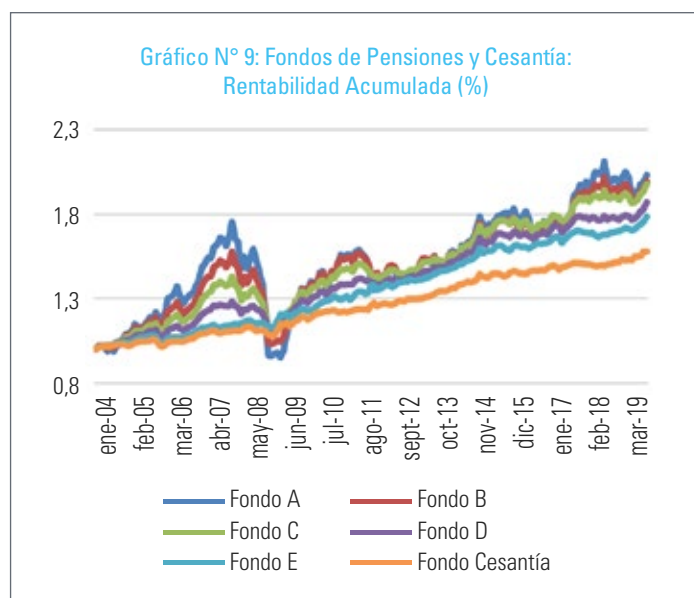
Un segundo riesgo es la forma en que se elegirán los directivos de este ente estatal ¿serán criterios políticos o técnicos? Probablemente sería una mezcla, con el riesgo de que finalmente no sean los más idóneos para ocupar esas posiciones. Adicionalmente, un fondo de este tipo debería constituir algunas garantías (al igual como hacen las AFP's), lo que demanda recursos fiscales, que seguramente tienen usos más rentables desde el punto de vista social.

El mayor riesgo es que se decida usar parte de estos fondos para la llamada "solidaridad intergeneracional", que no es otra cosa que crear un reparto,

un impuesto al trabajo formal, a pesar que no sólo es insostenible desde el punto de vista demográfico, sino que también es un impuesto ineficiente e inequitativo. Debe señalarse también el efecto macro negativo de una alternativa de este tipo, por cuanto el sistema de capitalización genera efectos positivos en las tasas de ahorro e inversión, por lo tanto en el crecimiento, y también por ende, en la ocupación formal y las remuneraciones. Estos beneficios se pierden bajo un sistema de reparto.

Independiente de lo anterior, dado que en Chile la administración del fondo de cesantía (AFC) opera como un fondo único, cuya administración es licitada, puede ser un aporte en esta discusión hacer una comparación entre este fondo de cesantía, y los multifondos de las AFP's. En todo caso, debe mencionarse que existen algunas diferencias importantes entre ambos; lo primero es el cobro de comisiones, que en el caso de las AFP's se hace sobre el sueldo imponible, y en el caso de la AFC se cobra sobre el saldo administrado. Las diferencias de los sistemas de cobro dificulta la comparación de las rentabilidades netas, aunque sí se pueden comparar las rentabilidades brutas. Es interesante señalar, en todo caso, que la comisión del AFC es de 0,49% del fondo, y si se expresan las comisiones cobradas por las AFP's, incluyendo el seguro de invalidez y sobrevivencia, se tiene que representan un porcentaje casi equivalente del fondo administrado, 0,5%.

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad real acumulada de los multifondos desde enero de 2004, y la de la cuenta individual de cesantía.



Fuente: Superintendencia de Pensiones.





Se puede ver que efectivamente los fondos más riesgosos han sido más rentables, y el fondo de cesantía aparece como el de menor rentabilidad acumulada (el fondo A acumula una rentabilidad de 107% en esos 64 meses, mientras que la rentabilidad real acumulada del fondo de cesantía es de algo menos de 60%). ¿Se pueden explicar estas diferencias producto de que los multifondos invierten a largo plazo, mientras que el fondo de cesantía tiene un perfil más de corto plazo? La respuesta no es para nada clara. Lo cierto es que la composición de la cartera del fondo de cesantía y del fondo E es bastante similar, como muestra el siguiente cuadro.

Cuadro N° 1: Composición de Cartera de Fondo E y Fondo de Cesantía

	Fondo E Abril 2019%	Fondo de Cesantía Marzo 2019%
<b>INVERSIÓN NACIONAL TOTAL</b>	<b>93,9</b>	<b>89,4</b>
<b>RENDA VARIABLE</b>	<b>2,6</b>	<b>0,5</b>
Acciones	2,5	0,0
Fondo de Inversión y Otros	0,1	0,5
<b>RENDA FIJA</b>	<b>91,4</b>	<b>88,9</b>
Instrumentos Banco Central	4,5	4,5
Instrumentos Tesorería	32,1	16,4
Bonos de Reconocimiento y MINVU	0,1	0,2
Bonos Empresas	10,6	10,4
Bonos Bancarios	25,6	16,0
Letras Hipotecarias	0,2	0,6
Depósitos a PLazo	16,9	39,6
Fondos Mutuos y de Inversión	1,0	1,3
<b>INVERSIÓN EXTRANJERA TOTAL</b>	<b>6,2</b>	<b>10,6</b>
<b>RENDA VARIABLE</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>
Fondos Mutuos	0,1	0,4
Otros	2,2	0,4
<b>RENDA FIJA</b>	<b>3,7</b>	<b>9,9</b>
<b>SUBTOTAL RENDA VARIABLE</b>	<b>4,9</b>	<b>1,2</b>
<b>SUBTOTAL RENDA FIJA</b>	<b>95,1</b>	<b>98,7</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

El fondo de Cesantía tiene una menor proporción de renta variable, y una mayor proporción de depósitos bancarios, siendo estas las diferencias más significativas, y que probablemente expliquen en parte los diferenciales de rentabilidad. A pesar de que en principio los fondos de pensiones tienen un horizonte de plazo más largo que el de cesantía, en la práctica eso no es tan cierto, debido a que las necesidades de liquidez del fondo de cesantía son seguramente más predecibles que las de los fondos de pensiones, producto de los cambios de fondo y de administradoras, que como vimos en el informe CEF N° 22 de abril pasado, son bastante significativos.

Vemos que la rentabilidad del Fondo E es superior a la del fondo de cesantía en el período analizado (78% versus 58%), diferencia que no parece despreciable. La pregunta que surge es que si este diferencial en rentabilidad tiene más que ver con la composición de cartera, o con el hecho de que la competencia entre administradoras genera incentivos para la búsqueda de rentabilidad. Este es el tipo de preguntas que debería analizarse en la discusión del destino del ahorro previsional. Por otra parte, en pro de una mejor administración de los fondos, es importante que se establezcan benchmarks que permitan evaluar la calidad de la administración.

Por último, es efectivo que en este tipo de negocios existen economías de escala (no tanto en la administración de cartera, pero sí en los aspectos más operacionales) que podrían justificar la idea del fondo único. Sin embargo ¿es deseable una situación en que la administración de un monto elevado de recursos de terceros, los trabajadores en este caso, se concentre en muy pocas manos? El 4% de ahorro de los trabajadores representa en régimen una cifra en torno a US\$ 85.000 millones<sup>1</sup>, no parece prudente un exceso de concentración.

Un aspecto que se ha señalado, y que puede ser interesante, es estudiar un sistema que separe la parte operacional (recaudación, respaldo, etc) que podría ser entregada a un ente único para aprovechar economías de escala, de la parte de inversiones, que podría ser licitado (por el total o por clase de activo) periódicamente.

<sup>1</sup> A modo de comparación, el gasto del gobierno central estimado para 2019 es de US\$ 71.000 millones.



# “THE RATE OF RETURN ON EVERYTHING, 1870–2015”

Santiago Truffa<sup>2</sup>

## Resumen

¿Cuál es la tasa real de retorno de diversos activos en la economía? Esta es una pregunta muy relevante, ya que conocer esta tasa de retorno informa aspectos fundamentales en debates como el aumento en la desigualdad y el estancamiento secular (cuando a la economía tiene un déficit de demanda de largo plazo) o el premio por riesgo, por nombrar sólo algunos. Este trabajo, toma el estudio publicado por Jordà y coautores (Jordà et. al., 2019) y destaca algunos de sus resultados, un descubrimiento desconcertante, fue que los retornos de activos de vivienda fueran similares a los retornos del capital, pero presentando una menor volatilidad.



Este artículo resume un paper de Oscar Jorda, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick y Alan M. Taylor sobre un tema tremendamente central en el mundo macrofinanciero: ¿Cuál es la tasa real de retorno de diversos activos en la economía? Esta es una pregunta muy relevante, ya que conocer esta tasa de retorno informa aspectos fundamentales en debates como el aumento en la desigualdad y el estancamiento secular por nombrar algunos.

Para entender la evolución de la desigualdad, según Pikety 2014, resulta fundamental entender la diferencia entre el retorno de los activos reales (“ $r$ ”), y la tasa de crecimiento de la economía (“ $g$ ”). Esto porque si los activos reales crecen más rápido que la economía (y por ende los salarios), luego quienes inicialmente concentraban la riqueza, verán dicha riqueza crecer a una tasa mayor que lo que pueden crecer los salarios, lo que explicaría en parte el aumento en la desigualdad que economías desarrolladas han experimentado en los últimos años. ¿Qué tienen que decir las tasas de retorno a largo plazo de las diferentes clases de activos sobre cómo estos factores empujan la desigualdad?

Después de la última crisis financiera, destacados economistas han buscado reavivar la hipótesis de estancamiento secular. El estancamiento secular se refiere a una economía con una falta de demanda crónica (secular o de largo plazo). Históricamente, una economía en auge con un bajo desempleo y un alto crecimiento, genera inflación en los salarios y en los productos. Sin embargo, una economía que se enfrenta al estancamiento secular se comporta como si estuviera operando por debajo de su capacidad, incluso cuando la economía parece estar en auge; la inflación no aparece. El ahorro de los hogares supera la inversión de las empresas, que en una economía saludable causaría una caída en las tasas de interés, estimulando el gasto y la inversión, lo que hace que ambas se equilibren. Sin embargo, una economía que enfrenta un estancamiento secular puede requerir una tasa de interés inferior a cero para equilibrar los ahorros y la inversión. El excedente de ahorros sobre la inversión puede generar una apreciación del precio en activos financieros o bienes raíces. ¿Qué dice la evidencia respecto a esto?

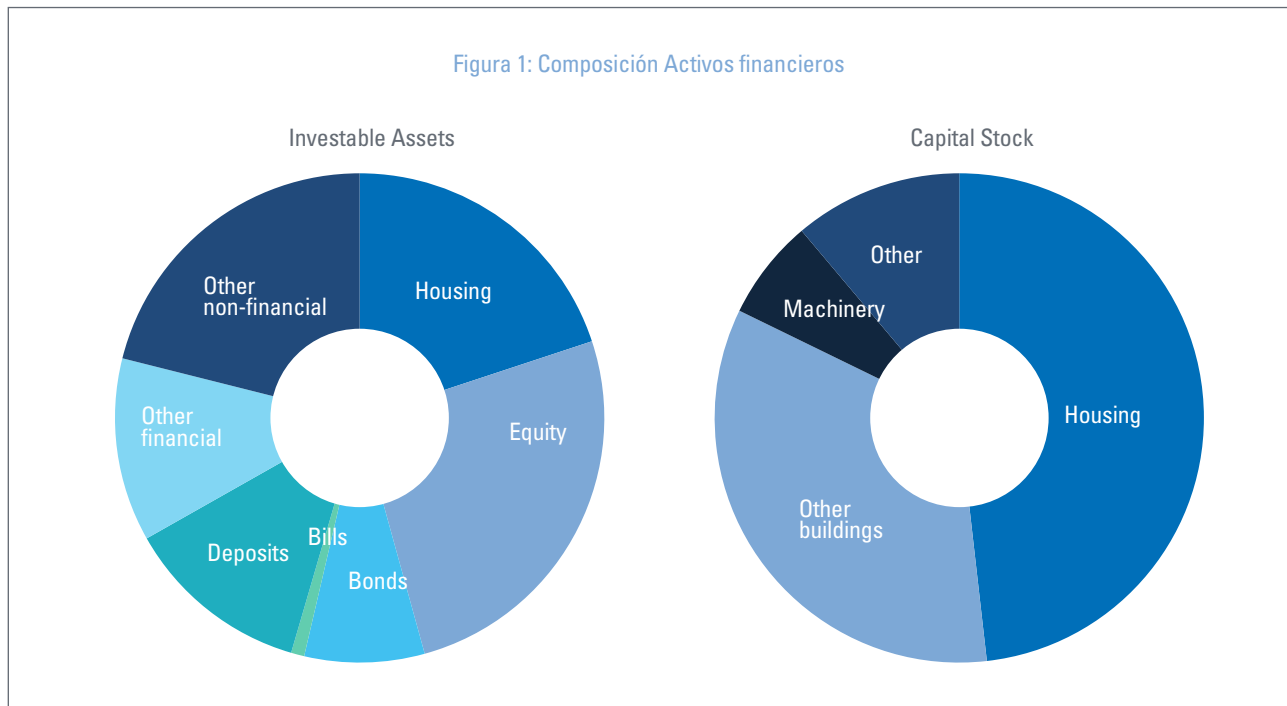
Un tema en común que une estas preguntas tan fundamentales es la noción de que la tasa de retorno es clave para comprender las fluctuaciones económicas de largo, mediano y corto plazo. ¿Pero qué tasa de retorno? ¿Y cómo lo medimos?

Aunque los activos inmobiliarios representan en promedio, aproximadamente la mitad de la riqueza nacional en una economía (ver figura 1), poco sabemos del retorno de estos activos en el largo plazo, tanto desde la perspectiva de cambios en los precios, como de las rentas o flujos que estos generan.

<sup>2</sup> Profesor Asociado área de Dirección Financiera ESE Business School, Ph.D. en Business Administration UC Berkeley, USA.



Figura 1: Composición Activos financieros



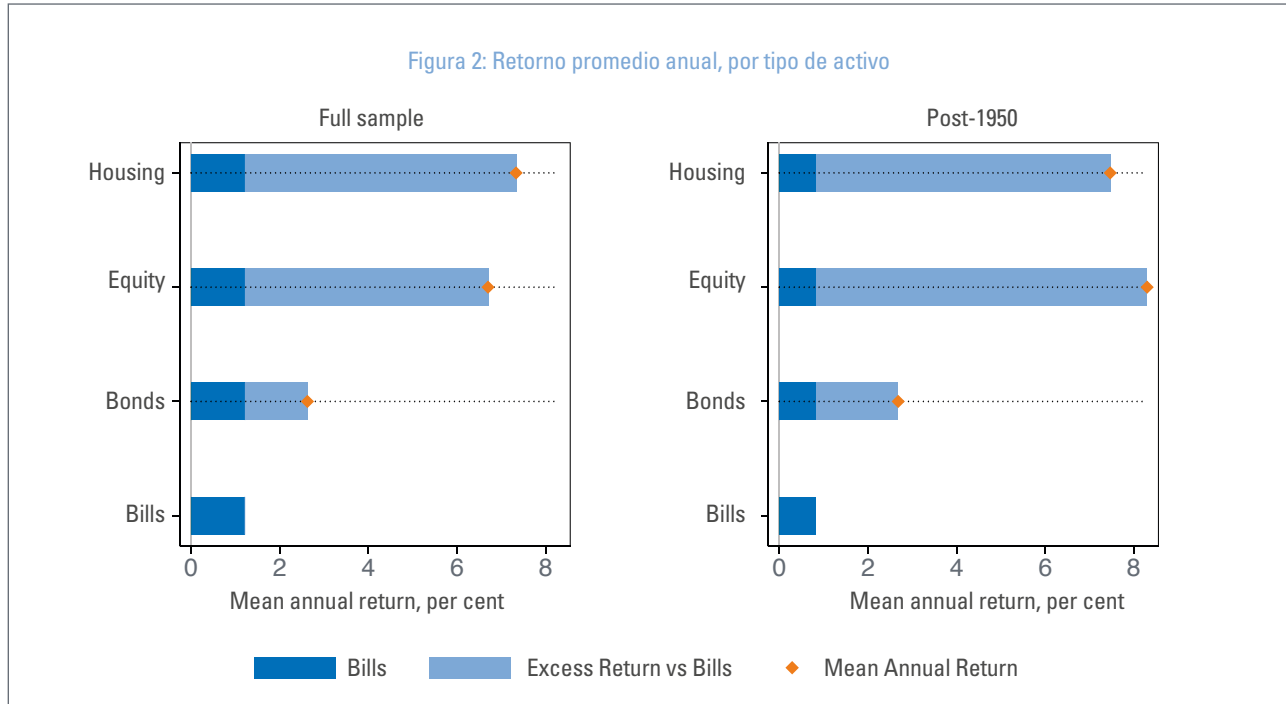
Fuente: Knoll et al. 2019

Esto es precisamente el vacío que este trabajo busca llenar. Juntando una base de datos de precios de viviendas, y de precios de arriendos para las dieciséis economías más avanzadas a partir de 1870, los autores calculan las tasas de retorno totales desglosados en ingresos por rentas (arriendos) y ganancias de capital (cambios de precios) para viviendas. Para dar un contexto a estos retornos, los autores también calculan las tasas de retorno para otros tres tipos de activos, como son las acciones, los bonos de gobierno y la deuda de corto plazo.

Los autores encuentran primero que todo, que las tasas de retorno de los bienes raíces residenciales y las acciones han mostrado ganancias totales reales muy similares y altas, en promedio alrededor del 7% por año (ver figura 2). En general, los retornos de la vivienda son similares a los retornos de capital, pero mucho menos volátiles, lo que resulta desconcertante (ver figura 3, ver figura 4). Esto se explicaría ya que si bien las ganancias de capital a largo plazo en la vivienda son relativamente bajas, alrededor del 1% por año en términos reales, y menor que las ganancias de capital en el mercado de valores, el componente de retorno por rentas o arriendo es considerablemente más alto y más estable que el retorno de dividendos de las acciones, por lo que los retornos totales son de una magnitud comparable. La baja covarianza entre el retorno de las acciones y las viviendas, revela que podría haber importantes ganancias agregadas de diversificación por la tenencia de las dos clases de activos.

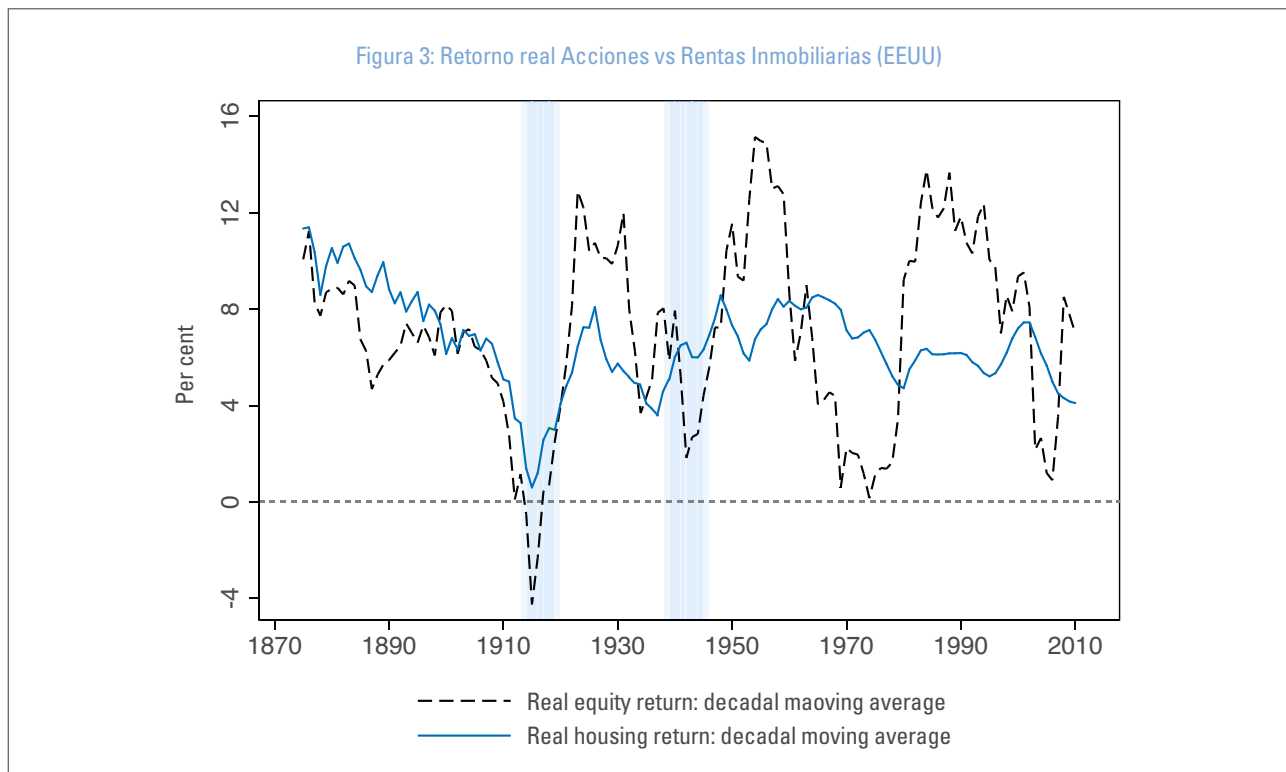


Figura 2: Retorno promedio anual, por tipo de activo



Fuente: Knoll et al. 2019

Figura 3: Retorno real Acciones vs Rentas Inmobiliarias (EEUU)

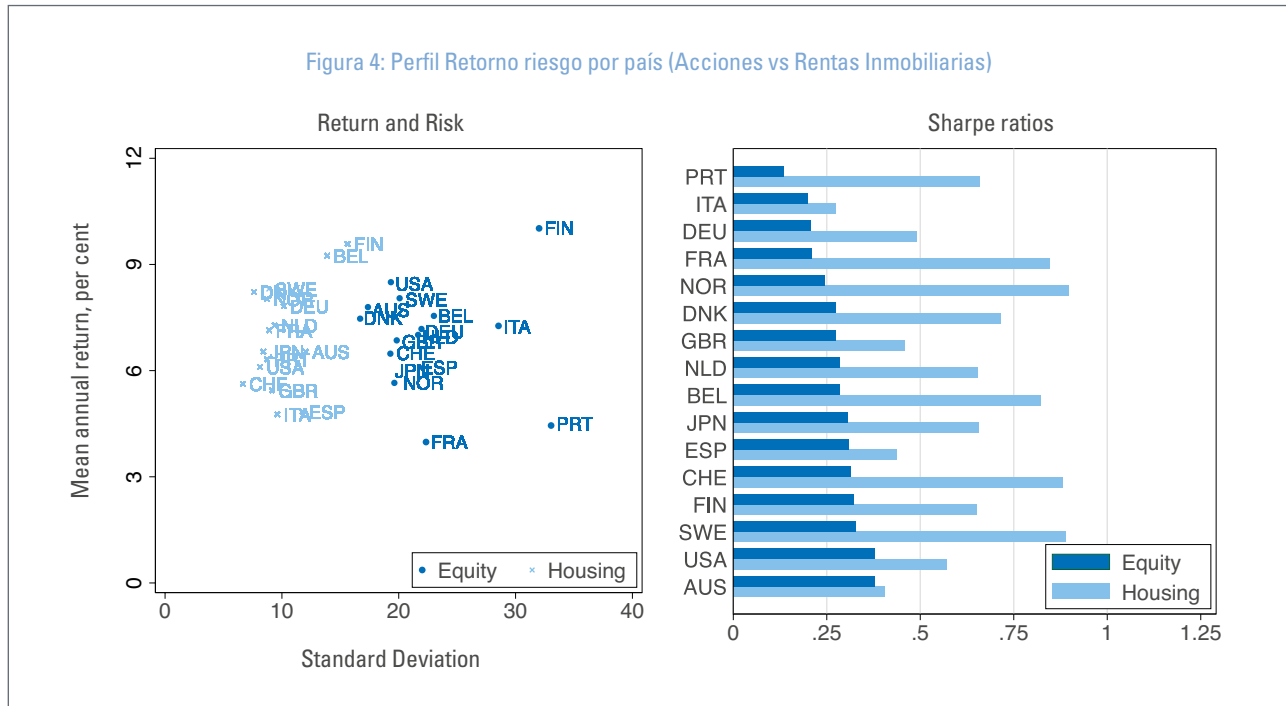


Fuente: Knoll et al. 2019





Figura 4: Perfil Retorno riesgo por país (Acciones vs Rentas Inmobiliarias)



fuelle: Knoll et al. 2019

En segundo lugar, el rendimiento real de activos más seguros, como bonos y la deuda de corto plazo, ha sido muy volátil a largo plazo, más de lo que uno podría esperar. Los rendimientos de activos más seguros han sido bajos en promedio en la muestra completa, cayendo en el rango de 1% a 3% para la mayoría de los países. La combinación de bajos rendimientos y alta volatilidad ha ofrecido una compensación de riesgo-retorno relativamente pobre para los inversionistas, pero por otro lado, estos bajos rendimientos también han aliviado la presión sobre las finanzas de los gobiernos.

### ¿Cómo informan estos resultados algunos de los debates mencionados?

Usando estas medidas de retornos de activos para calcular la diferencia entre retornos reales y crecimiento, los autores encuentran, en la notación de Pikety 2014, que "r >> g" es válido para más países, más años y más dramáticamente. De hecho, las únicas excepciones a esa regla ocurren en los años en o cerca de la guerra. En tiempos de paz, "r" siempre ha sido mucho mayor que "g". En el período anterior a la Segunda Guerra Mundial, esta brecha fue en promedio del 5% (excluyendo la Primera Guerra Mundial). A partir de hoy, esta brecha sigue siendo bastante grande, alrededor de 3% a 4%, aunque se redujo a 2% en la década de 1970 antes de ampliarse en los años previos a la crisis financiera mundial.



El estancamiento secular por su parte, se asocia con bajas tasas de retorno, impulsadas por un exceso de ahorros o una falta general de voluntad para pedir prestado e invertir. En este sentido, los autores encuentran que el retorno de activos seguros cayó bruscamente durante la década de 1930, cuando Hansen (1939) propuso originalmente la hipótesis del estancamiento secular. Esa época también coincidió con una crisis demográfica y fue precedida por un gran aumento en la desigualdad de ingresos en el período previo a la Gran Depresión. El retorno de activos seguros ha estado cayendo nuevamente desde mediados de la década de 1980 como muchos lo han notado. Comprensiblemente, esto ha llevado a algunos observadores a sugerir que las economías avanzadas están nuevamente en peligro de entrar en un estancamiento secular. Pero la imagen cambia radicalmente cuando consideramos la tendencia en los retornos de activos riesgosos además de los retornos de activos más seguros. A diferencia de los retornos seguros, los retornos riesgosos se han mantenido altos y en general estables durante la mayor parte de los últimos 100 años, y muestran pocas señales de un declive secular. A pesar de que el rendimiento de los activos más seguros ha disminuido recientemente, como lo hizo al inicio de la muestra, permanece cerca de su promedio histórico. Estas dos observaciones ponen en duda la validez de la teoría del estancamiento secular.

En resumen, este trabajo ofrece una investigación de la larga historia de los retornos de los principales activos reales en las principales economías desarrolladas aportando nuevos hechos estilizados y documentando rigurosamente muchos patrones amplios que han estimulado tanta investigación en áreas centrales de la economía y las finanzas en los últimos dos siglos. Los retornos de los activos riesgosos han sido altos y estables en los últimos 150 años, existiendo importantes oportunidades de diversificación entre clases de activos riesgosos. Podría decirse que el resultado más sorprendente de este estudio es que los rendimientos a largo plazo de la vivienda y los retornos accionarios parecen muy similares. Sin embargo, si bien los rendimientos son comparables, los bienes raíces residenciales son menos volátiles a nivel nacional, abriendo nuevos e interesantes rompecabezas a la hora de entender las primas por riesgo que gobiernan este mercado.



## Selección proyectos de Ley mundo financiero y económico con movimientos en el mes de mayo-junio

	Fecha	Proyecto	Boletín *	
SENADO	Votados	05-06-19	Se aprobó el proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que permite a las empresas de menor tamaño demandar indemnización cuando sean perjudicadas por el acto de competencia desleal que indica.	6956-07
		05-06-19	Se aprobó el proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que permite a los profesionales de la educación poner término a su relación laboral sin perder la bonificación por retiro voluntario.	12646-03
		14-05-19	Se aprobó proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que modifica la ley N° 19.628, sobre protección de la vida privada, con el objeto de prohibir que se informe sobre las deudas contraídas para financiar la educación en cualquiera de sus niveles.	12415-04
	Informados Comisión de Hacienda	04-06-19	Se escucha la exposición de las Asociaciones de Funcionarios del INE acerca del proyecto de ley que crea una nueva institucionalidad del sistema estadístico nacional.	10372-03
		04-06-19	Comisión escucha la exposición del Subsecretario de Educación acerca del proyecto de ley que establece la condición socioeconómica de los estudiantes a los que deberán otorgarles estudios gratuitos las instituciones de educación superior que accedan al financiamiento institucional para la gratuidad a contar del año 2019, de acuerdo con lo dispuesto en el Título V de la Ley de Educación Superior.	11687-04
	C. DIPUTADOS	Votados	05-06-19	Modificación de la ley N°20.551, que regula el cierre de las faenas e instalaciones mineras. Segundo trámite constitucional aprobado
13-05-19			Se aprobó el informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en moción, con urgencia "simple", que "Modifica el decreto con fuerza de ley N° 30, de 2004, del Ministerio de Hacienda, sobre Ordenanza de Aduanas, en materia de sanciones al contrabando de tabaco y de sus derivados"	12215-05
Informados Comisión de Hacienda		03-06-19	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "simple", que "Sobre información y rendición de cuentas de gastos reservados".	12332-05
		02-05-19	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en moción, con urgencia "suma", que "Modifica el Código Sanitario para regular los medicamentos bioequivalentes genéricos y evitar la integración vertical de laboratorios y farmacias."	9914-11
Vistos Comisión Hacienda		05-06-19	Continúa la votación en particular del proyecto de ley, iniciado en Mensaje que moderniza la legislación Tributaria con urgencia calificada de "Simple"	12.043-05

\* Más información ingresando el número de boletín a [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl); [www.congreso.cl](http://www.congreso.cl) o [www.camara.cl](http://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.ese@uandes.cl**

### **PROFESOR DIRECCIÓN FINANCIERA**

Julio Aznarez, Ph.D. y Master en Economía y Dirección de Empresas, IESE, Universidad de Navarra.  
**jaznarez.ese@uandes.cl**

### **INVESTIGADOR**

Carmen Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile  
**ccifuentesv.ese@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.