

## Fernando Marengo, economista jefe de BlackToro, firma ligada a asesoría de inversiones y gestión de patrimonio: "La percepción es que en Chile aumentó el riesgo"

El argentino destaca que el país sigue siendo el más atractivo de Latinoamérica a ojos de los extranjeros, pero advierte que no se ha logrado revertir el costo de medidas como el retiro de ahorros previsionales en el retorno de las inversiones.

JOAQUÍN AGUILERA R.

Desde hace casi cinco años que el economista argentino Fernando Marengo no visitaba Chile. Pero se mantiene informado sobre la contingencia económica del país —como de toda Latinoamérica— en su rol como economista jefe de BlackToro, firma especializada en asesoría de inversiones que ahora comienza a operar en el país.

En conversación con "El Mercurio" durante esta visita, reflexiona que si bien Chile sigue siendo un referente de estabilidad en la región, también sufrió un deterioro —que no ha logrado revertir— en las condiciones que consolidaron su posición de liderazgo hasta el 2018.

—¿Ha cambiado el perfil de riesgo con que los inversionistas analizan a Chile en los últimos cinco años? ¿Por qué?

"Absolutamente. En parte, por un tema cualitativo, todo el tema institucional y el riesgo del cambio en la reforma de la Constitución. Por el otro lado, hay temas cuantitativos, que es el haber perdido una parte de los fondos de pensiones, que era lo que le daba profundidad al mercado de capitales. Eso se ve, en parte, en el mercado de crédito hipotecario, pero también se ve en la volatilidad que empezó a experimentar el mercado de inversiones financieras. ¿Qué empezó a pasar? El inversor busca tasas de retorno ajustadas por riesgo y la percepción es que en Chile aumentó el riesgo. Entonces, cuando aumenta el riesgo, ¿estoy dispuesto a invertir en este Chile? Sí, pero el mercado demanda una tasa de retorno más alta de la que demandaba hace cinco años".

—¿Cuánto se ha logrado recuperar desde que comenzó esa mayor percepción de riesgo?

"Claramente, el 2019 fue un momento crítico que se profundizó en el 2021 con el retiro de (fondos de las) AFP y con el in-



tento de reforma de la Constitución. Está claro que, en el margen, lo que vemos es que hubo una recuperación y que las variables macro siguen estando estables, no tan estables como hace 10 años, pero sigue una estabilidad macro en Chile. El contexto global ayuda, con la baja de tasa de interés de la Reserva Federal, el precio del cobre y que haya una desaceleración de actividad económica, pero sin una crisis; claramente, ayuda una economía muy integrada al mundo, tanto real como financiero. Con eso yo diría que, si vemos contra 2018, la situación es claramente peor; si vemos contra 2019-2021, en el margen mejoró, pero todavía tienes un costo. En definitiva, la economía funciona en base a confianza, y la confianza demora mucho tiempo en construirse y se destruye de un día para el otro. Creo que Chile demostró el tiempo que le llevó construir la

confianza, estuvo décadas hasta poder beneficiarse de eso; el gran problema o la injusticia es que cuando uno toma una mala medida, el impacto puede durar más tiempo de lo esperado".

—¿En qué ve el mayor deterioro en la estabilidad de las variables macroeconómicas?

"La economía chilena era una economía de punta dentro de América Latina. Tenía la proyección del precio del cobre, que con eso se armaba la meta de déficit estructural, todo el excedente iba a parar inicialmente al fondo del cobre y al fondo de sustentabilidad social (fondos soberanos), y eso le permitía que, por un lado, el Banco Central tuviera reservas; por otro lado, el Gobierno tuviera ahorro, y una tercera fuente de liquidez, de solvencia, era la AFP teniendo el ahorro de los futuros jubilados. Entonces, cuando uno veía la economía chilena con

una situación de relativo equilibrio fiscal, pero acumulando lo que se llaman fondos anticíclicos, era una economía muy solvente. Ahora, en la medida en que una parte del ahorro que generaste con la ley de déficit estructural la perdiste en la pandemia, al mismo tiempo que permitiste el retiro de los fondos de pensión, esas dos cosas lo que te hacen es que perdiste parte de tu fondo anticíclico y te vuelve más volátil. Mayor volatilidad significa mayor riesgo, y el mayor riesgo los inversores buscan que incremente el retorno, lo cual es un problema para el sector real chileno, porque cuando el inversor busca más retorno quiere decir que demanda tasas de interés más altas. Entonces, el crédito es relativamente más caro y cuando el crédito es relativamente más caro el sector privado tiene que ser más productivo para poder enfrentar esos créditos".

—¿Qué posición ocupa Chile hoy en Latinoamérica, en términos de atractivo de inversión?

"Si vamos al nivel absoluto, claramente, Chile es el más atractivo o de los más atractivos de América Latina, sin ninguna duda. Ahora, si lo miramos con tasas de retorno ajustadas por riesgo, hoy Chile demanda un rendimiento más grande para sus inversiones. Pero, claramente, Chile no tiene desequilibrios macroeconómicos, o no son importantes. Creo que después de algunos años de volatilidad está volviendo a la prudencia".

"Cuando uno ve a América Latina en su conjunto, tenemos un Venezuela en un extremo, seguido por Ecuador; una Argentina que está tratando de cambiar, pero con un costo de 70 años de crisis; un Perú y una Colombia que hicieron un giro hacia la izquierda y que se empieza a ver el costo que tiene en impacto económico. Incluso en Brasil, la depreciación que está teniendo el real en las últimas semanas está fuertemente influenciada por un déficit fiscal de 10 puntos del producto, explicado por 7 puntos de pago de intereses. Chile sigue siendo el mejor o un muy buen alumno".

### Diferencias

—Varios empresarios locales han manifestado su interés por invertir en Brasil, por las facilidades que entrega. ¿Qué favorece el clima de negocios o la regulación en ese país?

"El mayor problema de las regulaciones, más allá de que la regulación sea mala o buena, es el cambio de las reglas de juego. Cuando uno va a invertir, ¿qué hace? Una proyección de cuál va a ser la evolución del negocio y el continuo cambio de las reglas afecta a esa rentabilidad esperada o a la estabilidad de mi inversión. Por el otro lado, creo que el sector privado chileno, después de los últimos cinco años, como que presenta algún grado desencanto, de frustración".

—¿Cómo analiza la gestión del Gobierno desde el extranjero?

"Lo que ocurre en todos los países del mundo es que la diná-

mica global es determinante y después cada país, con su política fiscal y monetaria, acentúa o atenúa los ciclos. Históricamente, Chile fue un país donde, como tenía una buena conducta, formaba fondos anticíclicos, con lo cual atenuaba los ciclos globales. Y eso es lo que le permitió a Chile, tanto en la crisis del 2008 como en la pandemia, hacer de los paquetes fiscales más grandes de estímulo en el mundo".

"Respecto puntualmente del Gobierno, con un déficit en cuenta corriente reducido, con un déficit fiscal reducido, no tiene grandes vulnerabilidades. La gestión del Gobierno es mucho más criticada por el chileno que por el extranjero".

—¿Qué nos falta para disminuir esos niveles de volatilidad y riesgo a los niveles que teníamos en 2018?

"Un desafío de Chile es la baja tasa de crecimiento. Cuando uno ve las proyecciones que hace el Banco Central, que dice que Chile de mediano plazo no puede crecer más del 1,8%, y ve el ritmo al cual crece la población, y ves que le va a pasar el ingreso por habitante, bueno, todo lo que es la parte de la crisis de 2019, que es el tema de distribución de ingresos y el tema social, se hace muy difícil resolverlo. ¿Cuál es el sector más dinámico? El sector minero por precio del cobre, pero también se ve que cada vez se invierte más en minería para producir mucho volumen, pero en el margen, menos de lo que se producía antes. Entonces, yo creo que uno de los desafíos que tiene Chile por delante es cómo aumenta esa tasa de crecimiento, ese potencial de mediano plazo, y eso es parte educación, es parte inversión y es parte productividad. Creo que, tanto en inversión como en productividad, si bien el sector minero es algo muy pujante, una parte del desafío de Chile es cómo hacer para desarrollar otros sectores de preponderancia. Y la confianza se va ganando de nuevo día a día portándose bien políticamente, no hacer reformas irracionales, seguir con la estabilidad macroeconómica, y todos los días tengo que dar muestras de que nuestro amor será para siempre".