

Informe Especial



¿Por qué es clave avanzar en la profundización del mercado de capitales? Una perspectiva económica para MK4.

Liderado por:

María Isidora Undurraga
Economista Senior

Con apoyo de:

Sergio Lehmann
Economista Jefe
Corporación Bci

Francisca Pérez
Economista Principal

Antonio Moncado
Economista Senior

Daniel Navarrete
Economista Senior

1

En Chile, reformas como la creación de la UF, la autonomía del Banco Central, el sistema de capitalización y los marcos MK permitieron que la profundidad del mercado de capitales chileno se multiplicara por cinco entre 2008 y 2020. Sin embargo, los retiros previsionales —que redujeron los activos de las AFP del 82% al 58% del PIB—, el debilitamiento institucional y políticas que introdujeron rigidez provocaron un retroceso importante en la liquidez y desarrollo del mercado.

2

El desarrollo del mercado de capitales impulsa el crecimiento de largo plazo y la productividad, principalmente al proveer la asignación correcta de recursos hacia los sectores dinámicos de la economía, financiar la innovación de mayor riesgo a través de la renta variable y fortalecer la resiliencia económica, actuando como un amortiguador y mecanismo de financiamiento frente a restricciones de crédito y shocks externos.

3

Si bien Chile mantiene una capitalización bursátil sobre PIB superior a la región y un mercado de derivados y divisas de 8,4 veces el PIB según el BIS, el Índice de Desarrollo Financiero del FMI revela un estancamiento desde 2008 que amplió las brechas con Brasil y países desarrollados, haciendo relevante impulsar reformas para recuperar la tracción histórica.

4

El modelo aquí desarrollado estima que recuperar el nivel de junio 2020 impulsaría el nivel de la inversión real al largo plazo entre +3,6% a 4,0%, mientras que de cerrarse la brecha con las economías desarrolladas en materia de profundidad financiera, elevaría el nivel de la inversión entre 7 a 8,6%, aportando un impulso estructural de entre +0,13% a +0,30% adicionales al crecimiento del PIB tendencial anual durante una década.

5

Dentro de los cuatro ejes de MK4, destacamos la creación del Fondo Nacional para la Vivienda como una oportunidad clave para ampliar el acceso a la vivienda. Anticipamos que su implementación podría comprimir el spread hipotecario (frente a bonos UF a 20 años) en hasta 30 pb respecto del promedio histórico. Sin embargo, consideramos fundamental una adecuada supervisión de la CMF, que la entidad originadora retenga parte del riesgo crediticio y que se aplique un esquema de primera pérdida según el perfil de cada segmento.

6

En un contexto donde se discute cómo impulsar el crecimiento y devolver el atractivo de nuestra economía, el mercado de capitales es un pilar fundamental. Avances en su profundización, buscando hacer de Chile un centro financiero de referencia para la región, simplificando la regulación, haciéndolo más moderno y elevando la liquidez del mercado, lleva a beneficios económicos y fortalece el bienestar de la sociedad.



bciestudios@bci.cl



bci.cl/inversiones/bci-estudios



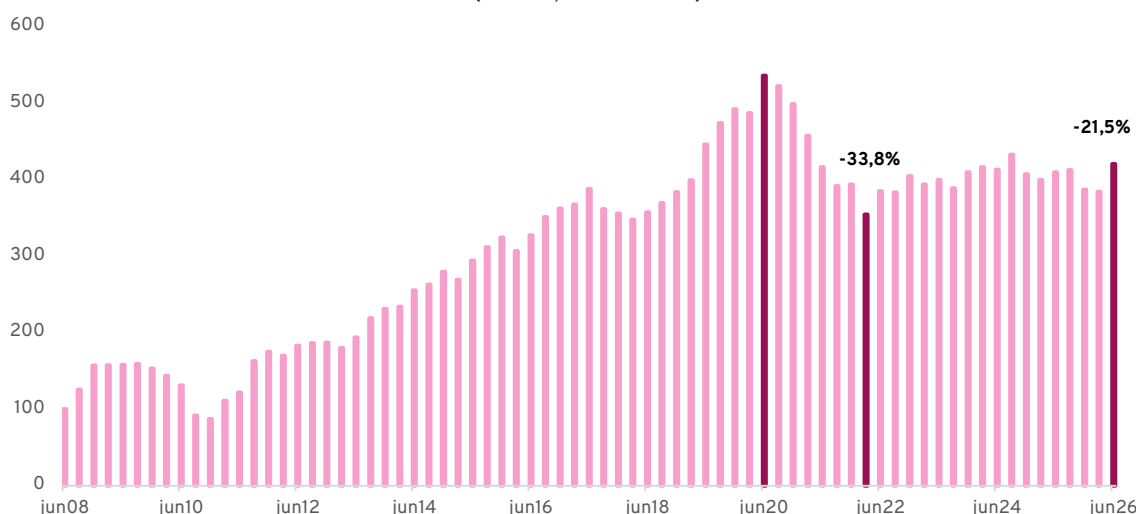
Mercado de Capitales: Recuperar el terreno perdido.

La evidencia mundial es clara, la profundidad del mercado de capitales (MK) actúa como un motor de crecimiento de largo plazo y como un amortiguador clave ante shocks macroeconómicos.

En Chile conocemos esto muy de cerca. Desde hace décadas nuestra economía se embarcó en un proceso continuo de liberalización, profundización y desarrollo del mercado de capitales, donde destacaron iniciativas emblemáticas como la creación de la UF (que potenció el ahorro y el crédito), la autonomía del Banco Central (enfocada en el control de la inflación) y la apertura externa del régimen de inversión de los fondos de pensiones. La siguiente era de desarrollo del MK llegó en los años 2000 impulsada por las reformas conocidas como MK1, MK2 y MK3, las cuales introdujeron exenciones al impuesto a las ganancias de capital, mercados adaptados para PYMEs, incentivos a la industria de Venture Capital, el fortalecimiento del rol prestamista de la Corfo y una oferta de instrumentos más amplia. Todas estas medidas contribuyeron decisivamente al desarrollo económico y a la expansión del mercado. En este proceso, el rol de las AFP fue fundamental, con activos administrados que pasaron de representar un 0,9% del PIB en 1981 a cerca de un 60% en 2007. En suma, entre 2008 y el inicio de la pandemia –y a pesar de haber contado con solo una gran reforma en ese lapso– nuestro mercado de capitales creció un 436%. Sin embargo, a partir de la crisis del COVID-19, la irrupción de políticas de corto plazo provocaron un retroceso del mercado. En particular, los retiros de fondos previsionales implicaron una caída importante en cuanto a profundidad –de acuerdo con el índice elaborado por BCI Estudios (cuya metodología se detalla en el anexo)–. Como resultado, llevamos cerca de seis años con un mercado que, si bien muestra una recuperación parcial, aún se encuentra por debajo de los niveles de 2020 y no logra retomar la tendencia ascendente previa a la pandemia. Por ello, en un contexto en el que la discusión pública se centra en cómo volver a crecer, resulta relevante poner este debate sobre la mesa y dar cuenta de por qué es necesario avanzar en esta dirección.

Un mercado de capitales profundo favorece el bienestar, la eficiencia, la inversión y el acceso al crédito, beneficios ampliamente respaldados por la evidencia empírica. Por esta razón, el presente informe evalúa cuánto más podría crecer la economía chilena si se profundiza el mercado de capitales, al tiempo que comienza la discusión en torno a la más reciente propuesta del gobierno: la llamada "MK4".

Índice de Profundidad del Mercado de Capitales (*)
(Índice, 2008=100)



Fuente: Elaboración propia a partir de cifras del Banco Central de Chile.

(*): Metodología detallada en Anexo

¿Cuáles son los beneficios de un mercado de capitales más profundo?

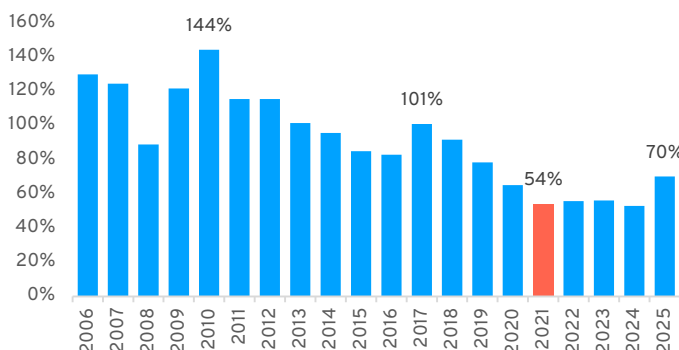
- **Crecimiento de largo plazo y productividad:** King & Levine (1993) estudian más de 80 países entre 1960 y 1989 y demuestran que el desarrollo financiero inicial precede y predice el crecimiento económico de los siguientes 10 a 30 años. Con esto confirman la tesis de Schumpeter (1911), quien planteaba que los servicios de los intermediarios financieros (movilizar ahorro, evaluar proyectos, gestionar riesgo, etc.) son esenciales para estimular la innovación y el desarrollo. Por su parte, Beck, Levine & Loayza (1999) obtienen que los bancos tienen un fuerte impacto causal en el crecimiento del PIB y la productividad, pero hallan una relación tenue y ambigua con el ahorro y la acumulación de capital. Con esto confirman que el sector financiero impulsa la economía principalmente al mejorar la asignación de recursos y la eficiencia (visión schumpeteriana), y no necesariamente elevando el ahorro. Bekaert, Harvey & Lundblad (2001) estudian el impacto de la liberalización del mercado de renta variable en hasta 95 países y encuentran que esta provoca, en promedio, un aumento de 1 punto porcentual en el crecimiento económico real per cápita anual durante los 5 años posteriores a la apertura.
- **Eficiencia en la Asignación del Capital:** Wurgler (1999) examina el canal de la eficiencia asignativa analizando datos de 28 industrias manufactureras en 65 países durante 33 años. Demuestra que los mercados financieros desarrollados mejoran significativamente la asignación del capital, aumentando la inversión en industrias en expansión y reduciéndola en sectores en declive. Además, halla que esta eficiencia es mayor en países con mercados bursátiles que incorporan más información específica de las empresas, una menor presencia de empresas estatales y una sólida protección legal a los inversionistas (lo que limita la sobreinversión en sectores en decadencia).
- **Financiamiento de la Innovación y Proyectos de Riesgo:** Hsu, Tian & Xu (2010) investigan la relación entre el desarrollo de los mercados financieros y la productividad en innovación (medida vía patentes) en 34 países entre 1976 y 2006, diferenciando según la naturaleza del financiamiento. Por un lado, encuentran que el mercado de renta variable resulta ser el vehículo más propicio para estimular la innovación, dado que tolera mayores niveles de incertidumbre y permite a los inversionistas participar de las ganancias si el proyecto tiene éxito. Adicionalmente, demuestran que el impacto positivo del mercado accionario sobre la innovación es aún más pronunciado en economías emergentes y en países con marcos legales que protegen fuertemente a los accionistas.
- **Amortiguador de Shocks:** Kpodar, Le Goff & Singh (2019) estudian países de bajos ingresos y encuentran que el desarrollo del sector bancario actúa como un amortiguador de shocks, reduciendo la transmisión de shocks de términos de intercambio hacia la volatilidad del PIB. Carvajal & Bebczuk (2019) sintetizan la literatura empírica sobre cómo el desarrollo de los mercados de capitales (tanto de renta fija como de renta variable) fortalece la estabilidad financiera y la resiliencia de la economía ante shocks adversos. Destacan que los mercados de bonos corporativos actúan como una "rueda de repuesto" durante episodios de restricción del crédito bancario, permitiendo a las empresas sustituir préstamos por emisiones de deuda para sostener la inversión. Asimismo, la evidencia muestra que las economías con mercados de capitales más profundos experimentan recuperaciones post-recesión más rápidas y sólidas, reduciendo el riesgo. Por último, señalan que los mercados de capitales ayudan a calzar plazos de largo plazo —lo que mitiga el riesgo de refinanciamiento— y que la flexibilidad contractual de la renta variable opera como un amortiguador que absorbe shocks de liquidez sin desencadenar eventos de insolvencia.

Chile: Trayectoria y Shocks recientes

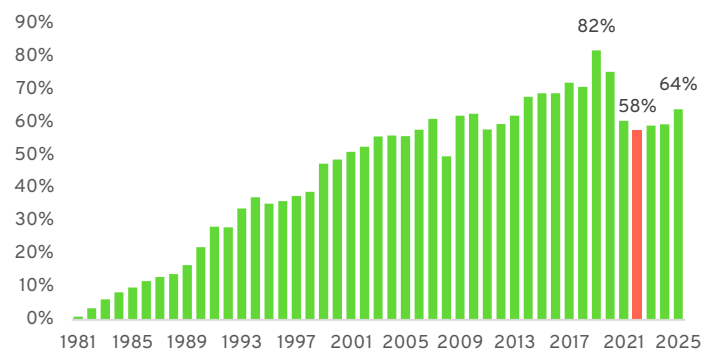
Uno de los hitos más relevantes en el desarrollo del mercado de capitales chileno fue sin duda la creación de la UF en 1967, la cual permitió desarrollar un mercado de deuda de largo plazo en moneda local sin sufrir los procesos de dolarización de otras economías de la región. El Premio Nobel Robert Shiller (2002) destaca este punto, dando cuenta de un crecimiento de los activos financieros desde un 7,5% del PIB en 1974 a un 190% del PIB en la década de 2000. A esto se sumó el desarrollo del sistema de capitalización individual, el cual explicó entre un 31% y 46% del aumento total de la profundidad financiera entre 1981 y 2001, representando un aporte de +0,2 pp a la productividad y +0,5 pp al PIB tendencial por año, según estimaciones de Corbo y Schmidt-Hebbel (2003). Asimismo, Walker y Lefort (2002) muestran que este proceso logró una reducción significativa del costo del patrimonio para las empresas chilenas y creó capital institucional mediante la profesionalización de directorios, mejorando la protección a accionistas minoritarios e impulsando la innovación en instrumentos como bonos corporativos y letras hipotecarias. A pesar de los avances impulsados por reformas como MK1, MK2 y MK3, durante la última década el mercado de capitales local fue perdiendo profundidad. La capitalización bursátil, que en 2010 alcanzaba un 144% del PIB, cayó a un piso de 54% en 2021, promediando un 58% en los últimos años.

El shock más severo proviene de la liquidez destruida en los Fondos de Pensiones, cuyos activos cayeron desde un 82% del PIB en 2019 a un 58% en 2022. Esta pérdida de profundidad estructural redujo la liquidez secundaria e impulsó las tasas de interés de largo plazo, dificultando el acceso a la vivienda. Paralelamente, en el mercado de renta fija local se observa un desplazamiento, mientras la deuda del Gobierno General escaló hacia el 28% del PIB, la emisión de bonos de empresas se

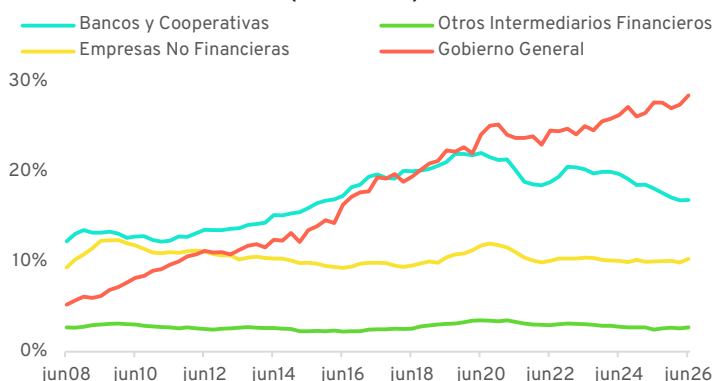
Chile. Capitalización Bursátil
(% del PIB)



Chile. Activos de Fondos de Pensiones
(% del PIB)



Chile. Emisiones de Bonos Mercado Local
(% del PIB)



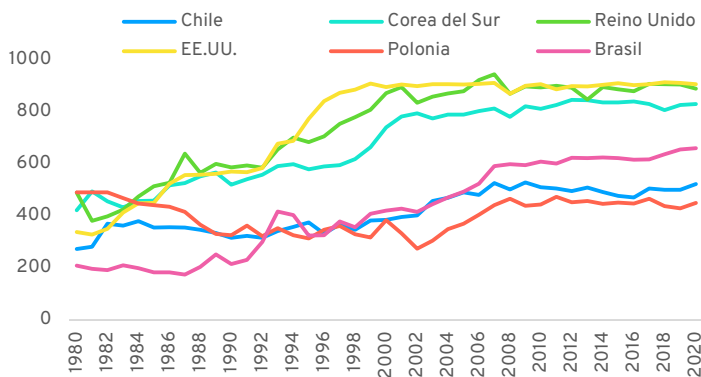
estancó en torno al 10%, luego de traer una tendencia ascendente hasta 2020. Ante la menor liquidez local, las grandes corporaciones se vieron obligadas a desplazar su emisión de bonos hacia mercados offshore, encareciendo el financiamiento interno para las PYMEs que no tienen acceso al mercado internacional. Así, hoy más que nunca, resulta indispensable volver a discutir cómo impulsar el mercado de capitales para reactivar la inversión, el empleo y el crecimiento de largo plazo, mejorando así el bienestar de todos los chilenos.

Fuente: Banco Central de Chile, Superintendencia de Pensiones y Bci Estudios.

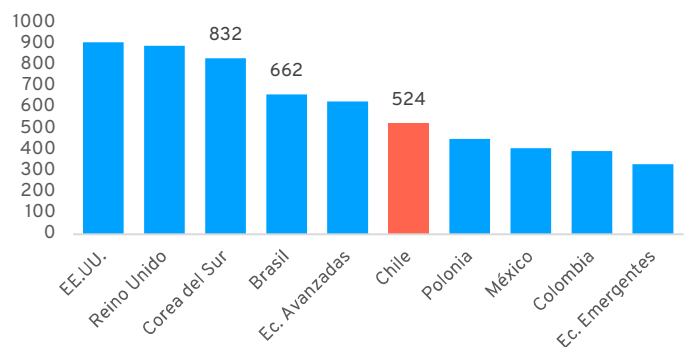
Chile en el contexto internacional

Respecto del desarrollo del mercado de capitales chileno en la comparativa internacional, el Fondo Monetario Internacional publica el Índice de Desarrollo Financiero, el cual mide la profundidad, eficiencia y acceso de los mercados financieros de cada economía. Como es de esperar por lo ya mencionado, Chile desarrolló de manera marcada su mercado de capitales entre 1980 y el año 2000, pasando de 274 a 386 puntos –un incremento del 41%– y ubicándose muy cerca de Brasil (421 puntos). Sin embargo, hacia 2008 este crecimiento comenzó a estancarse, abriéndose una brecha con Brasil y una distancia aún más amplia frente a otras economías como Corea del Sur, Reino Unido y Estados Unidos (que superan los 800 y 900 puntos). Por su parte, en cuanto a la capitalización bursátil como porcentaje del PIB, Chile aún mantiene una posición favorable respecto de otras economías latinoamericanas como Colombia, Argentina, México e incluso Brasil.

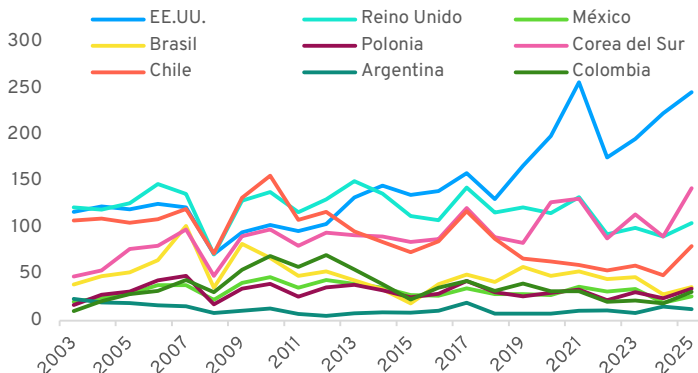
Financial Development Index (Index)



Financial Development Index para 2020 (Index)

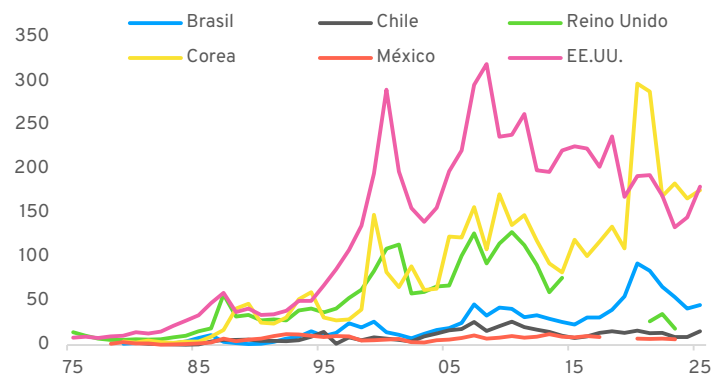


Capitalización Bursátil (*) (%PIB)



(*) Estas cifras son publicadas por Bloomberg, distinta fuente a la serie de la página anterior

Acciones Transadas (%PIB)



Fuente: Bloomberg, FMI, Banco Central de Chile, BIS y Bci Estudios.

Sin embargo, cuando se analizan las cifras de acciones transadas, Chile está bastante al debe, registrando un promedio de apenas 12% del PIB durante los últimos cinco años. En otros ámbitos, como el mercado de derivados, nuestro mercado ha mostrado avances relevantes donde la última encuesta del Banco de Pagos Internacionales da cuenta de que las transacciones anualizadas de spot y derivados FX alcanzan 8,4 veces el PIB, ubicándose muy por sobre el promedio de las economías latinoamericanas (3,3 veces) y emergentes (4,0 veces), sumado al dinamismo en derivados de tasas de interés (4,8 veces el PIB). Así, la economía chilena se encuentra en una buena posición respecto de sus pares regionales, pero es necesario retomar la tendencia alcista que traíamos a comienzos de los años 2000. Para ello, es hora de avanzar en nuevas medidas para recuperar la tracción y consolidar un mercado financiero más eficiente, desarrollado y accesible.

Si retomamos los niveles de profundidad del mercado de capitales de 2020, podríamos crecer 0,13% adicional por año.

Para cuantificar el costo de la pérdida de profundidad financiera en la economía real, estimamos un Modelo de Corrección de Errores (MCE) vinculando nuestro *Índice de Profundidad del Mercado de Capitales* con la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF). Los principales hallazgos de este ejercicio econométrico son:

El Costo del Retroceso Reciente: Actualmente, el índice de profundidad financiera registra un retroceso del 21,5% respecto al máximo histórico alcanzado en junio de 2020. Nuestro modelo estima una elasticidad de largo plazo de la inversión ante cambios en la profundidad de 0,1454. De este modo, recuperar la profundidad previa a la pandemia (un aumento del 27,3% en el índice) generaría un incremento de entre 3,6% y 4,0% en el nivel de inversión real de la economía.

Impulso al Crecimiento Tendencial: Considerando la función de producción tradicional y el proceso de maduración del capital en un horizonte estándar de 10 años, un alza entre 3,6% a 4,0% en el nivel de la inversión aporta **0,13 a 0,14 puntos porcentuales** adicionales al crecimiento anual del PIB tendencial chileno.

Velocidad de Ajuste: Las mejoras en el sector financiero no se reflejan instantáneamente en la economía real. Las estimaciones realizadas establecen que la inversión física reacciona con rezago, corrigiendo los desequilibrios a una velocidad del 13,5% por trimestre. Esto implica que los estímulos que se apliquen hoy tardarían aproximadamente cinco trimestres en absorber la mitad de ajuste y cerca de dos tercios en dos años.

Convergencia Internacional: Al analizar metas de mayor alcance basadas en el Índice de Desarrollo Financiero del FMI, cerrar la brecha con Brasil (+26,3%), asumiendo que se mantuvo esa tendencia al último dato, elevaría la inversión entre 3,5% a 3,8%, aportando entre +0,12% y +0,13% al PIB tendencial. Por su parte, alcanzar el estándar de Corea del Sur (+58,8%) impulsaría la inversión entre 7,0% y 8,6%, lo que se traduce en un impacto de entre +0,24 y +0,30 puntos porcentuales sobre el crecimiento tendencial anual durante una década.

Escenario	Brecha IPMC	Efecto en Inversión	Impacto PIB Tendencial
Conservador	27,30%	+1,4%	+0,05 pp
Base	27,30%	+3,6 a +4,0%	+0,13 a +0,14pp
Favorable	27,30%	+6,0%	+0,21pp
Exitoso: Alcanzar a Corea del Sur	58,80%	+7,0% a +8,6%	+0,24 a +0,30pp

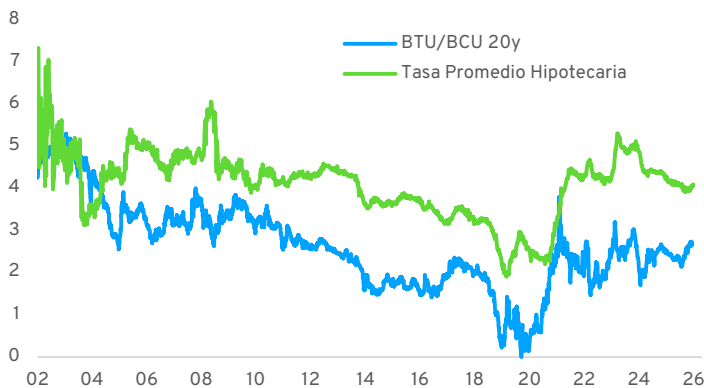
Nota: La brecha del 27,3% representa el incremento necesario para que el IPMC recupere su máximo histórico de junio de 2020. Los escenarios Conservador, Base y Favorable se construyen a partir del intervalo de confianza al 95% de la elasticidad de largo plazo con errores robustos HAC. El rango del escenario Base obedece a la formulación log-log exacta (+3,6%) frente a la aproximación lineal (+4,0%). El escenario Exitoso evalúa la convergencia a Corea del Sur medida a través del Índice de Desarrollo Financiero (FDI) del FMI.

FONAVI: una oportunidad para ampliar el acceso a la vivienda y reducir el costo de financiamiento hipotecario.

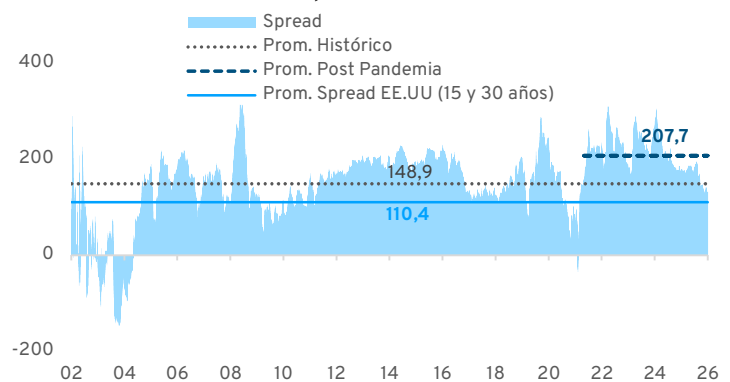
La Reforma al Mercado de Capitales contempla más de 30 medidas agrupadas en cuatro ejes centrales: (i) fomento a la inclusión, protección financiera y ahorro de los hogares; (ii) posicionamiento de Chile como centro financiero regional; (iii) simplificación regulatoria para un mercado más ágil y dinámico; y (iv) mayor acceso al financiamiento para empresas de cualquier tamaño, impulsando el crecimiento económico.

Dentro del primer eje destaca la creación del Fondo Nacional para la Vivienda (FONAVI). Este proyecto busca liberar capital regulatorio en la banca mediante la transferencia de carteras hipotecarias a un mercado secundario administrado por BancoEstado, permitiendo originar un mayor volumen de créditos. El esquema se inspira en el modelo estadounidense de Fannie Mae y Freddie Mac –entidades con 88 y 56 años de trayectoria respectivamente, que, tras ajustar sus marcos de gestión de riesgo luego de la crisis *subprime*, continúan proveyendo liquidez, reduciendo costos de fondeo y masificando el acceso a la vivienda.

Chile. Evolución Tasas Bonos UF a 20 años y Tasa Promedio Hipotecaria del sistema (%)



Chile. Spread entre tasa hipotecaria promedio del sistema y benchmark (puntos base)



Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile y Bci Estudios.

Para dimensionar su necesidad, al analizar la evolución de la tasa promedio hipotecaria frente a las tasas base (bonos UF a 20 años), se aprecia un *spread* bancario deteriorado tras la pandemia y los retiros previsionales, ubicándose sostenidamente por sobre los 207 pb. Esto representa una brecha significativa frente al promedio histórico de Chile de 148 pb y al referente de EE.UU. de 110 pb (promediando plazos de 15 y 30 años). Si bien los recientes subsidios a la tasa han mitigado el impacto en la cuota final del cliente, mantener este mecanismo fiscal es costoso e insostenible en el largo plazo. La implementación del FONAVI ofrece una solución estructural para reemplazar dicho subsidio, comprimiendo el *spread* de manera orgánica y profundizando el mercado de capitales. Con una adecuada ejecución, estimamos que el *spread* en Chile podría reducirse en hasta 30 pb respecto de nuestro promedio histórico, brindando un alivio concreto al acceso a la vivienda, convergiendo al promedio de EE.UU..

Desde Bci anticipamos este proyecto como una iniciativa positiva, siempre que la entidad originadora conserve una porción del riesgo crediticio para evitar la acumulación de riesgo sistémico, aspecto que debería ser supervisado de cerca por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Asimismo, para que el mecanismo sea viable y atractivo para la banca, consideramos clave segmentar las carteras y aplicar un esquema de primera pérdida (*first loss*) ad hoc según el perfil de riesgo de cada segmento, evitando deducibles fijos que desincentiven la participación.

Conclusiones

El presente informe señala que la profundidad del mercado de capitales es un pilar de productividad, resiliencia macroeconómica y el bienestar de Chile. La pérdida de profundidad observada tras los shocks recientes (un retroceso del 21,5% en el IPMC) ha tenido un impacto sobre el costo del financiamiento, el acceso a la vivienda y la capacidad de inversión de las empresas.

El análisis económico desarrollado da cuenta que recuperar el terreno perdido no es solo un objetivo deseable, sino un impulso de desarrollo. Retornar a los niveles de profundidad previos a la pandemia elevaría el nivel de inversión entre un +3,6% y un +4,0%, lo que aportaría entre +0,13 y +0,14 puntos porcentuales adicionales al crecimiento del PIB tendencial anual durante los próximos diez años.

En este contexto, la discusión sobre la reforma "MK4" es una oportunidad para recuperar profundidad y ampliar el acceso a la vivienda. Ante un debate público enfocado en cómo volver a crecer, profundizar el mercado de capitales y también simplificarlo, se posiciona como un eje relevante para construir una economía más competitiva, moderna, eficiente y con mayor bienestar para todos los chilenos.

Anexo Metodológico

1. Marco Metodológico y Objetivo:

El objetivo del presente desarrollo econométrico es cuantificar la relación de cointegración de largo plazo entre la profundidad del mercado de capitales local y la Formación Bruta de Capital Fijo (inversión) de Chile, evaluando además la velocidad de ajuste ante shocks de corto plazo.

El marco metodológico se compone de dos fases:

1. Construcción del Índice: Extracción del factor común de profundidad financiera mediante el Análisis de Componentes Principales (ACP) estandarizado.
2. Estimación Econométrica de Cointegración: Modelación del vector de equilibrio de largo plazo mediante el método de dos pasos de Engle-Granger y la estimación de un Modelo de Corrección de Errores con matriz de varianza-covarianza robusta (HAC/Newey-West).

2. Etapas I: Construcción del Indicador del Mercado de Capitales

2.1 Datos y Normalización

Se seleccionaron tres indicadores clave expresados en términos reales como porcentaje del PIB Rolling de 4 trimestres.

- **Bonos (%PIB):** Stock total emitido en el mercado local (Banco Central, Gobierno General, Bancos y Empresas No financieras).
- **Marketcap (%PIB):** Capitalización bursátil de las empresas cotizadas en la Bolsa de Santiago.
- **Fondos de Pensiones (%PIB):** Activos bajo administración de los Fondos de Pensiones.

Donde los primeros dos insumos fueron obtenidos del Banco Central de Chile y, el último, de la Superintendencia de Pensiones.

2.2 Agregación por Componentes Principales (ACP)

Se estimó el ACP sobre las variables estandarizadas. El primer componente principal (PC1) captura el 65,65% de la varianza conjunta del sistema, con cargas de 0,6986 para bonos, 0,3793 para Fondos de Pensiones y -0,6067 para MarketCap. Tras ajustar el signo del factor, para asegurar monotonicidad positiva con la profundidad financiera, la serie se reescaló a un índice positivo base 100 con inicio en Junio de 2008:

$$IPMC_t = \left(\frac{PC1_t - \min(PC1) + 1}{PC1_{jun08} - \min(PC1) + 1} \right) * 100$$

3. Etapas II: Resultados

$$\ln(FBKF_t) = 6,5560 + 0,1454 \ln(IPMC_t) + 0,4110 \ln(TI_t) + \varepsilon_t$$

- **Elasticidad Estructural:** Un incremento permanente del 10% en la profundidad del mercado de capitales, genera un aumento de 1,45% en el nivel de inversión real de largo plazo.
- **Velocidad de Ajuste:** Ante un shock que desvíe la inversión de su nivel de equilibrio, la economía corrige un 13,5% del desbalance por trimestre. Esto confirma un canal de transmisión que tarda aproximadamente 5 trimestres en absorber la mitad del impacto y cerca de dos tercios del impacto en dos años.

Anexo Metodológico

4. Cuantificación Macro e Impacto

El IPMC actual, en 421 puntos, se ubica un 21,5% por debajo de su nivel máximo histórico registrado en junio 2020 con 536 puntos. Retornar a la profundidad previa exige incrementar el índice en un 27,3%. Esto generaría un aumento de entre 3,6% a 4,0% en el nivel de inversión real de la economía.

$$\Delta\%FBKF_{LP} = 27,3\% * 0,1454 = 3,97\%$$

Recuperar la profundidad financiera previa a los retiros de pensiones gatillarían un incremento del 3,97% de la inversión.

4.2. Transmisión al PIB tendencial

Asumiendo un horizonte de 10 años y una función de producción Cobb-Douglas para Chile con una participación del capital del 35%, implica un aporte al PIB tendencial de 0,13-0,14pp adicionales por año durante 10 años.

4.3 Benchmark

Para este ejercicio se asume que las brechas relativas observadas al último dato oficial disponible (2020) en el Financial Development Index (FDI) del FMI se mantienen en la actualidad, utilizándose dicho diferencial porcentual como un proxy del potencial de profundización de largo plazo bajo la elasticidad estimada:

- **Brasil:** La brecha de desarrollo financiero con Brasil alcanza un +26,3% (662 vs. 524 puntos en el FDI del FMI). Cerrar esta brecha impulsaría la inversión en +3,5% a +3,8%, aportando entre +0,12 y +0,13 pp adicionales sobre el crecimiento tendencial anual.
- **Corea del Sur:** Esta economía se ubica en un +58,8% (832 vs. 524 puntos). Converger hacia este estándar elevaría la inversión entre +7,0% y +8,6%, lo que se traduce en un impulso estructural de entre +0,24 y +0,30 pp adicionales sobre el PIB tendencial anual a 10 años.

4.4 Chequeos de Robustez

Para garantizar la validez de los hallazgos, el modelo fue sometido a diversas pruebas que confirman la estabilidad de los resultados. La elasticidad estimada resulta prácticamente insensible a la metodología de agregación del índice, oscilando en un rango estable de entre 0,124 y 0,171 frente a ponderaciones alternativas (como promedios simples o pesos fijos) y al aislar de forma independiente los componentes de deuda pública y fondos de pensiones, manteniendo en todos los casos significancia estadística al 5%. Asimismo, las pruebas de causalidad de Granger son consistentes con una precedencia de la profundidad hacia la inversión ($p = 0,065$, significativo al 10%). Finalmente, la estimación en la submuestra previa a los shocks de 2019-2020 ratifica un vínculo estructural histórico (elasticidad de 0,168), mientras que los diagnósticos del Modelo de Corrección de Errores validan la estabilidad de la estimación con una velocidad de ajuste de entre 13,5% y 17,5% por trimestre.

Bibliografía

Banco Central de Chile. (2025). Mercado de capitales y estabilidad financiera (Cap. V). En *Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2025* (pp. 50–60). Banco Central de Chile.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2001). Does financial liberalization spur growth? (NBER Working Paper No. 8245). National Bureau of Economic Research.

Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (1999). Finance and the sources of growth (Policy Research Working Paper No. 2057). The World Bank.

Carvajal, A. F., & Bebczuk, R. (2019). Capital markets development: Causes, effects, and sequencing - A literature review (Background Note). World Bank Group.

Catalan, M., Impavido, G., & Musalem, A. R. (2000). *Contractual savings or stock market development: Which leads?* (Policy Research Working Paper No. 2421). The World Bank.

Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth (BIS Working Paper No. 381). Bank for International Settlements.

Corbo, V., & Schmidt-Hebbel, K. (2003). *Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile* [Documento de trabajo].

Costa, R. (2024, 6 de agosto). *Contexto e impactos macroeconómicos de los retiros de ahorros previsionales* [Presentación]. Comisión de Constitución, Legislación, Justicia y Reglamento de la Cámara de Diputadas y Diputados, Santiago, Chile. Banco Central de Chile.

Hsu, P.-H., Tian, X., & Xu, Y. (2010). Financial development and innovation: Cross country evidence (Working Paper). University of Connecticut, Indiana University, and University of Rhode Island.

King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right (Policy Research Working Paper No. WPS 1083). The World Bank.

Kpodar, K., Le Goff, M., & Singh, R. J. (2019). Financial deepening, terms of trade shocks, and growth volatility in low-income countries (IMF Working Paper No. WP/19/68). International Monetary Fund.

Shiller, R. J. (2002). Indexed units of account: Theory and assessment of historical experience. In F. Lefort & K. Schmidt-Hebbel (Eds.), *Indexation, inflation, and monetary policy* (pp. 105–134). Central Bank of Chile.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Bci Estudios.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de la División de Banco de Crédito e Inversiones denominada, Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de las inversiones o expectativas responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías. No obstante, esto no garantiza que las proyecciones previstas se cumplan. Todas las opiniones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con el Banco, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los activos o instrumentos financieros mencionados en este informe y podría invertir o vender en esos mismos activos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.

Bibliografía

Magnusson, C. M., & Torelli, L. (2026). Do capital markets matter for growth? Concepts, measurement and mechanisms (OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 50). OECD Publishing.

Walker, E., & Lefort, F. (2002). *Pension reform and capital markets: Are there any (hard) links?* (Social Protection Discussion Paper No. 0201). The World Bank.

Wurgler, J. (1999). Financial markets and the allocation of capital (Yale ICF Working Paper No. 99-08). Yale International Center for Finance.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Bci Estudios.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de la División de Banco de Crédito e Inversiones denominada, Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de las inversiones o expectativas responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías. No obstante, esto no garantiza que las proyecciones previstas se cumplan. Todas las opiniones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con el Banco, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los activos o instrumentos financieros mencionados en este informe y podría invertir o vender en esos mismos activos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.

