



CAPÍTULO 2

Política Fiscal

EL DETERIORO FISCAL DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

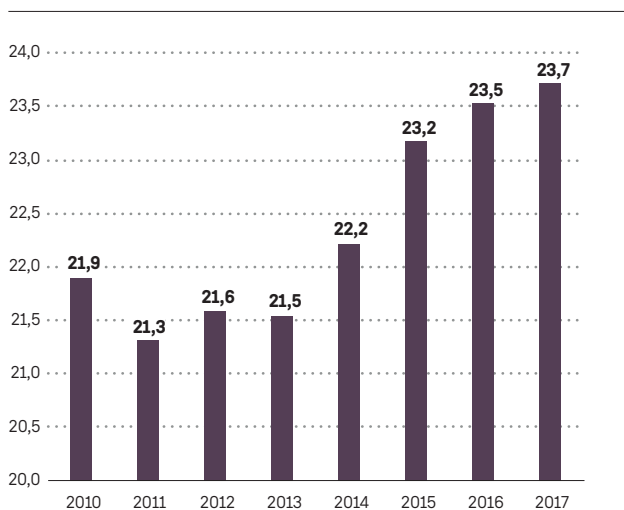
La historia moderna de Chile se ha caracterizado por su responsabilidad en el manejo de las cuentas fiscales. Desde 1990, administraciones con distintas sensibilidades políticas han mostrado una especial preocupación por usar de manera eficiente los recursos del Estado, expandiendo el gasto público a un ritmo coherente con el crecimiento de la economía y evitando que la posición financiera del país se deteriore. De esta forma, se consolidó un amplio consenso sobre la importancia de implementar una política fiscal sostenible en el tiempo, lo cual a su vez fue un pilar fundamental para el desarrollo del país durante las últimas décadas.

Sin embargo, en años recientes, Chile sufrió un deterioro en sus cuentas fiscales. Mientras entre 2010 y 2013 el gasto del Gobierno Central se expandió de manera armoniosa con el crecimiento de la economía, manteniéndose estable en torno a 21,5% del PIB, hacia 2017 el gasto público se ubicó en 23,7% del PIB, representando un aumento de más de dos puntos en tan solo cuatro años (figura 2.1). Las razones detrás de tal expansión del gasto son múltiples, pero en lo medular, las cifras señalan que la política fiscal fue más expansiva que en períodos anteriores, particularmente durante los años 2014 y 2015, a lo que se suma que el crecimiento económico fue de tan solo 1,7% entre 2014 y 2017.

Una alta expansión del gasto público, combinada con un menor crecimiento económico, no puede sino manifestarse en un acelerado aumento del déficit fiscal y la deuda pública. Así, el déficit fiscal en 2013 se ubicaba en 0,6 puntos del PIB, mientras que a 2017 casi se había quintuplicado, alcanzando 2,8 puntos del PIB. Si bien la dinámica seguida por el balance fiscal no es atribuible a un único factor, y la menor recaudación proveniente de los ingresos del cobre también contribuyó a su deterioro, las cifras de Dipres señalan

FIGURA 2.1

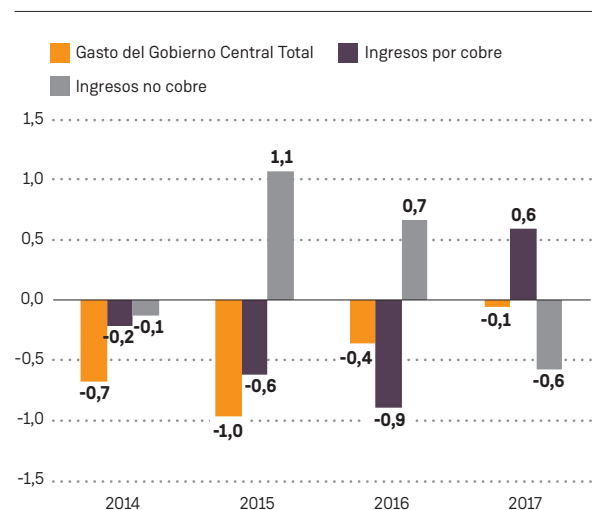
Gasto del Gobierno Central Total (%PIB)



Fuente: Dipres

FIGURA 2.2

Descomposición del deterioro del Balance Fiscal (%PIB)



Fuente: Dipres

que la principal explicación del aumento del déficit está en la expansión del gasto público y no por el lado de la recaudación (figura 2.2). Los datos también confirman que el deterioro del balance fiscal por motivo de un excesivo gasto fiscal ocurrió principalmente entre 2014 y 2015.

La deuda pública se duplicó durante los últimos años, pasando de 12,7 puntos del PIB en 2013 a 23,6 puntos del PIB en 2017. Si bien el nivel de deuda bruta aún se compara relativamente bien con otros países emergentes, su dinámica reciente no es sostenible en el tiempo y es urgente estabilizar tal ritmo de expansión. Por su parte, el gasto en intereses aumentó desde US\$ 1.616 millones en 2013 a US\$ 2.247 millones en 2017, lo que compromete la capacidad de gasto del Estado en el futuro y condiciona el financiamiento de las crecientes necesidades sociales que deberá enfrentar nuestro país.

Una consecuencia palpable del deterioro fiscal y la desaceleración de la actividad económica es el empeoramiento de nuestra situación crediticia. Así, tras varios períodos en que el gasto público se expandió más que el PIB, se materializaron rebajas en la clasificación de riesgo del país por parte de Fitch y S&P durante 2017, y más recientemente por parte de Moody's (julio 2018).

COMPROMISOS FISCALES CONCRETOS Y RESPONSABLES

Ante este escenario de deterioro fiscal heredado, los esfuerzos de la conducción económica del gobierno del Presidente Sebastián Piñera se han enfocado en revertir esta situación y asegurar la sostenibilidad de la política fiscal. De esta forma, en sus primeros seis meses, este Gobierno asumió invertir compromisos concretos en materia fiscal. Tales compromisos imponen importantes exigencias en la administración de los recursos públicos, pero también impulsan la responsabilidad, y no condicionan el funcionamiento normal de los servicios públicos ni el financiamiento de los programas sociales.

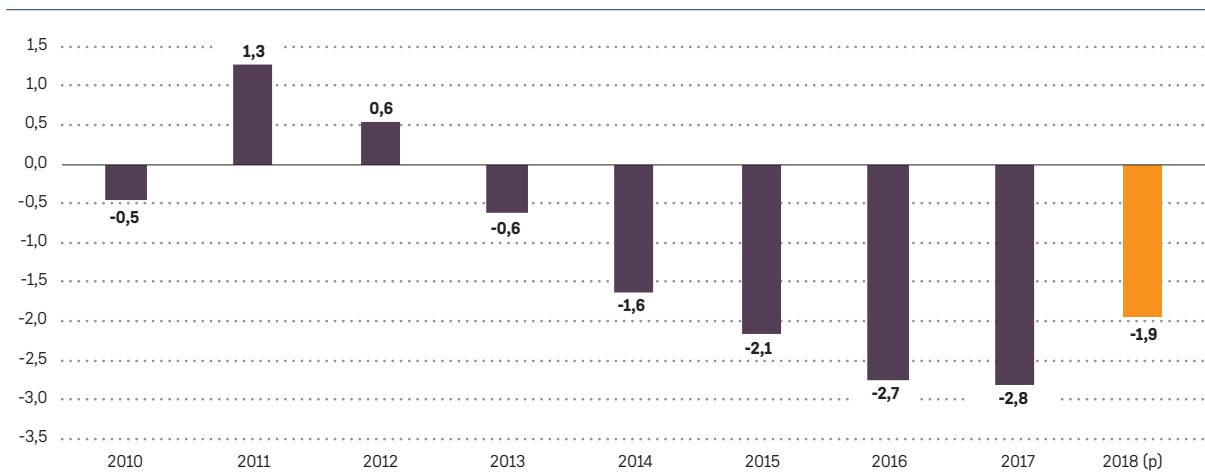
Plan de austeridad fiscal

Para atenuar el acelerado incremento del gasto público observado durante los últimos años y reducir el déficit fiscal, el Gobierno ha anunciado un Plan de austeridad fiscal, que se compone de un conjunto de medidas de reducción de gastos en distintos ámbitos del sector público. Este programa reducirá el gasto en unos US\$ 4.400 millones durante los próximos cuatro años.

Este Plan de austeridad fiscal se materializa en una reducción homogénea promedio de US\$ 1.100 millones por año (1,5% del presupuesto fiscal vigente), los que incluyen para 2018 US\$ 446,4 millones en consumo de bienes y servicios, la compra de activos no financieros y viáticos; US\$ 363 millones de reducción en los fondos presidenciales de libre disposición; y US\$ 238,2 millones de programas públicos con desempeño insuficiente y provisiones del Tesoro Público, entre otros aspectos. Así, de la mano del Plan de austeridad fiscal y del aumento en las proyecciones de crecimiento económico para 2018, se anticipa una reducción del déficit fiscal de 0,9 puntos del PIB para este año (figura 2.3).

FIGURA 2.3

Balance Fiscal Efectivo (%PIB)



Fuente: Dipres.

Compromiso de convergencia gradual al balance estructural

En Chile la política fiscal se guía por una regla de balance estructural y una Ley de Responsabilidad Fiscal que mandata a cada administración a definir una estrategia fiscal para su período de gobierno. Por muchos años, Chile mantuvo un superávit estructural que consolidó su reputación de un país ordenado y confiable en el manejo de las cuentas fiscales. Sin embargo, principalmente por motivo de la crisis financiera *sub-prime*, entre 2008 y 2009 se incurrió en un déficit estructural, que llegó a ubicarse en 3,1 puntos del PIB. Si bien este déficit fue reduciéndose gradualmente durante los años venideros, acercándose al equilibrio estructural hacia 2013, cuando alcanzó 0,5 puntos del PIB, esta tendencia se revirtió en los años sucesivos.

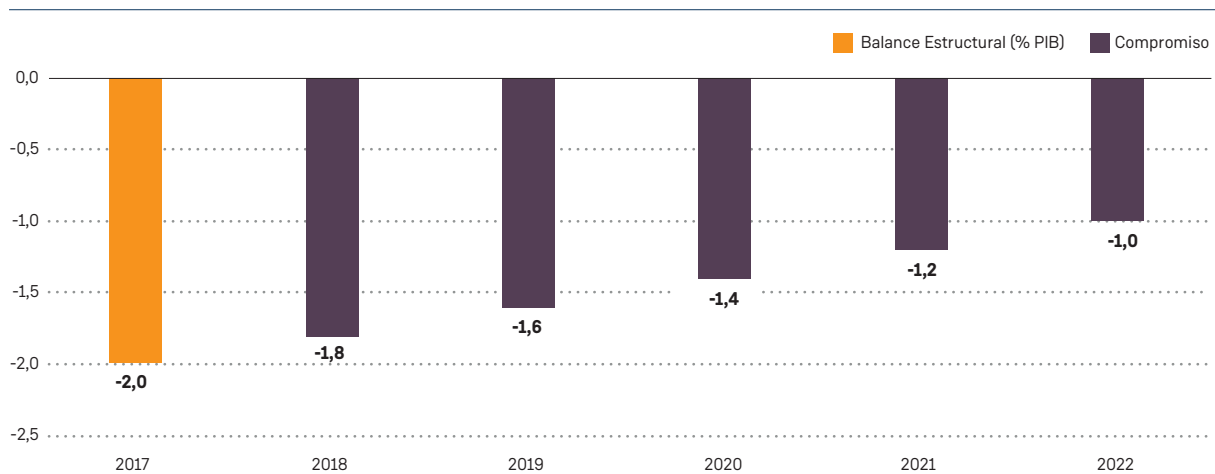
En 2017 Chile registró un déficit estructural de 2 puntos del PIB. Además, la situación fiscal al comenzar 2018 era aún más delicada que lo previsto, por la existencia de presiones de gasto sin financiamiento (US\$ 5.500 millones para 2018-2021) que se identificaron tras una revisión exhaustiva de las cifras fiscales. Considerando las presiones de gasto y conjugando la necesidad de asegurar la provisión de servicios públicos, el compromiso es reducir el déficit estructural en 0,2 puntos del PIB cada año, llegando a un punto del PIB en 2022 (figura 2.4). De esta manera se asegura una convergencia gradual y sostenida al balance estructural.

SITUACIÓN FISCAL EN 2018

Tal como se detalla en el Informe de Finanzas Públicas que acompaña el Proyecto de Ley de Presupuestos 2019, para 2018 se estima que los ingresos totales del Gobierno Central sean levemente superiores a lo contemplado en la Ley de Presupuestos, como consecuencia tanto del mayor precio del cobre promedio del año, como de la mayor actividad de los servicios públicos que originó un incremento de la categoría “Otros

FIGURA 2.4

Compromiso de Balance Estructural (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

ingresos”. Lo anterior será parcialmente contrarrestado por los ingresos tributarios de los contribuyentes no mineros, que serán menores a lo esperado debido principalmente a que el resultado de la operación renta fue menor al previsto en la Ley de Presupuestos.

En la actualización de proyecciones de julio de 2018, se contemplaba un gasto mayor al del presupuesto, debido al reconocimiento de las presiones de gastos identificadas al comienzo de esta administración. Dado esto, se realizó un esfuerzo de contención y reasignación por parte de la Dirección de Presupuestos (Dipres). Así, el crecimiento del gasto 2018 comparado con la ejecución del gasto 2017 implica un crecimiento de 3,3% real anual, tomando en cuenta la ley vigente, que incluye el ajuste fiscal. Si a la proyección de gasto de 2018 se le añaden presiones, el crecimiento es de 5,1%.

Con todo lo anterior, para 2018, se estima un déficit efectivo equivalente a 1,9% del PIB proyectado para 2018, cifra igual al déficit proyectado con ocasión de la elaboración de la Ley de Presupuestos de 2018. Para el balance cíclicamente ajustado, se estima un déficit equivalente a 1,8% del PIB, en línea con el compromiso asumido por el Gobierno en materia de consolidación fiscal.

INSTITUCIONALIDAD FISCAL

Consejo Fiscal Asesor

En abril de 2013, durante el primer Gobierno del Presidente Piñera, se creó por decreto del Ministerio de Hacienda¹, el Consejo Fiscal Asesor (CFA). Este Consejo ha tenido desde entonces un rol relevante en la

1 Decreto N°545 de 2013, del Ministerio de Hacienda.

discusión de temas relacionados con la política fiscal y ha contribuido a dar mayor transparencia a los cálculos y a la presentación al público de las cifras relacionadas tanto con el Balance Cíclicamente Ajustado (BCA), como con los parámetros de largo plazo en base a las cuales se elabora el Presupuesto (precio de referencia del cobre y PIB tendencial).

El CFA ha revisado periódicamente los cálculos hechos por los equipos técnicos del Ministerio de Hacienda, ha realizado recomendaciones a la autoridad y ha sido consultado en múltiples ocasiones por los Ministros en materias tales como modificaciones metodológicas, la política de acumulación y desacumulación de fondos soberanos y la creación del Fondo de Infraestructura, entre otros temas.

La anterior administración nombró a los miembros del CFA por un período de cuatro años, el que finalizó el 30 de mayo pasado. Terminado ese período, el Ministro de Hacienda, Felipe Larraín, nombró a los integrantes del actual CFA, el que es presidido por Klaus Schmidt-Hebbel. Su Vicepresidenta es Andrea Tokman y completan el Consejo Gonzalo Sanhueza, Aldo Lema y Jorge Rodríguez.

Durante 2018, el CFA se ha reunido en ocho ocasiones. Dos antes del cambio de administración y seis durante el actual Gobierno que asumió el 11 de marzo. En sus reuniones de 2018, el Consejo hizo una revisión exhaustiva del cálculo de los parámetros de largo plazo del presupuesto; respaldó la propuesta de volver a la utilización de parámetros fijos en el cálculo del BCA; revisó la correcta aplicación de la metodología de ajuste cíclico de los ingresos, tanto en el cierre del año 2017, como en la actualización de proyecciones 2018; y, a principios de año, detectó un error en el cálculo del BCA y se opuso a un cambio metodológico propuesto por la autoridad que mejoraba la estimación del déficit cíclicamente ajustado para el año 2017.

Proyecto de Ley Consejo Fiscal Autónomo

Consciente del aporte que ha significado el CFA para la transparencia y el debate público en materia de política fiscal durante los últimos cinco años, pero también de los espacios que existen para fortalecer esta institución, el Gobierno del Presidente Piñera envió al Congreso en junio de 2018 el Proyecto de Ley que crea un Consejo Fiscal Autónomo.

El proyecto original se ha fortalecido con el debate que ha ocurrido durante estos meses en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados, dado que el Gobierno ha estado disponible para incorporar propuestas de los parlamentarios. La iniciativa fue aprobada por la unanimidad de los integrantes de la señalada Comisión, y luego aprobada con amplia mayoría por la Cámara de Diputados, encontrándose a la espera de ser vista y aprobada por el Senado.

Elementos centrales del proyecto

El Consejo Fiscal Autónomo tendrá por objeto contribuir al manejo responsable de la política fiscal del Gobierno Central.

Estará integrado por cinco miembros, expertos de reconocido prestigio profesional o académico en materias fiscales y presupuestarias, que serán designados por el Presidente de la República, previo acuerdo del Senado adoptado por los dos tercios de sus miembros en ejercicio, en sesión especialmente convocada al efecto.

Los consejeros durarán cinco años en sus cargos, pudiendo ser reelegidos sólo por un nuevo período consecutivo. Se renovarán por parcialidades, a razón de uno por año.

El Presidente del Consejo será designado por el Presidente de la República de entre los miembros del Consejo y durará tres años en este cargo o el tiempo menor que le reste como consejero, pudiendo ser designado para nuevos períodos. El Vicepresidente será elegido por el Consejo de entre sus miembros.

El nuevo Consejo Fiscal Autónomo, a diferencia del actual Consejo, será remunerado y tendrá recursos para contratar personal y para realizar estudios.

El Proyecto de Ley, además, amplía y formaliza las funciones del Consejo, estableciendo que este deberá:

- a. Evaluar y monitorear el cálculo del ajuste cíclico de los ingresos efectivos efectuado por la Dipres.
 - b. Participar como observador en los procedimientos establecidos para recabar la opinión de expertos independientes sobre los factores que determinen el nivel de tendencia de los ingresos y gastos del Gobierno Central, así como revisar dichos cálculos y manifestar su opinión sobre los mismos.
 - c. Formular observaciones y proponer al Ministerio de Hacienda cambios metodológicos y/o procedimentales para el cálculo del balance estructural.
 - d. Manifestar su opinión sobre eventuales desviaciones del cumplimiento de las metas de balance estructural y proponer medidas de mitigación.
 - e. Evaluar la sostenibilidad de mediano y largo plazo de las finanzas públicas y difundir los resultados de sus evaluaciones.
 - f. Asesorar al Ministro de Hacienda en las materias fiscales que éste le encomiende de manera expresa y que tengan relación con su objeto.
 - g. Realizar informes en relación a los estudios, análisis y otros temas que le competen de acuerdo a esta Ley y enviar tales informes al Congreso, dentro del plazo de cinco días hábiles desde su elaboración.
 - h. Contratar los estudios y asesorías que se requieran para el cumplimiento de sus funciones.
 - i. Proponer, una vez al año, al Ministro de Hacienda, los nombres de los integrantes de los Comités Consultivos del precio de referencia del cobre y del PIB tendencial que ocuparán los cupos que por alguna razón hayan quedado vacantes.
-

Entre otras materias, el Proyecto de Ley se refiere a las causales que podrían llevar a la cesación de funciones de un Consejero; las compatibilidades e incompatibilidades del cargo; garantiza al Consejo el acceso a la información relevante y establece la obligación de informar al Congreso y publicar sus estudios e informes. Asimismo, señala que la autoridad deberá considerar la equidad de género en la composición del Consejo.

La creación por ley de un Consejo Fiscal Autónomo es una iniciativa que constituye un importante paso para fortalecer la institucionalidad económica de nuestro país. El Proyecto ha sido valorado transversalmente por el mundo académico y político, así como también por diversos organismos internacionales que hace años recomendaban avanzar en el fortalecimiento del actual CFA. Su aprobación por parte del Congreso permitirá que Chile cuente con un Consejo Fiscal con características en la frontera de las mejores prácticas internacionales, y se posicione en un lugar de liderazgo mundial en materia de institucionalidad fiscal.

GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

La política de endeudamiento cumple un doble rol en el manejo de las finanzas públicas: por un lado, permite allegar recursos para financiar las necesidades del presupuesto fiscal, y, por otro, permite generar referencias de precio para el mercado financiero, esenciales para su buen funcionamiento general. En efecto, las referencias de precios establecidas por el Fisco en sus emisiones de deuda pública son un fuerte sustento para determinar las curvas de rendimiento para el resto del mercado, incluyendo las emisiones de bonos de las empresas y el resto de las operaciones de endeudamiento, permitiendo a las empresas nacionales recurrir a crédito en mejores condiciones y con más fácil acceso.

La política y estrategia de deuda del Fisco definida por el Ministerio de Hacienda considera estos factores, imponiéndose como tarea fundamental nutrir y completar las curvas de rendimiento relevantes para la economía en forma continua, a través de una política de emisión apropiada. Por otro lado, la política de emisiones se diseña en armonía con la meta de lograr un buen funcionamiento del mercado de renta fija local, apoyando su liquidez, profundidad e integración con el mercado externo. Durante los últimos años se han logrado importantes hitos que han permitido aumentar la liquidez atrayendo nuevos actores al mercado de renta fija local, en particular inversionistas extranjeros. Esto ha generado un mayor dinamismo, lo cual se espera tenga un efecto positivo en la competencia y las tasas de interés, con su consiguiente impacto positivo en la economía chilena.

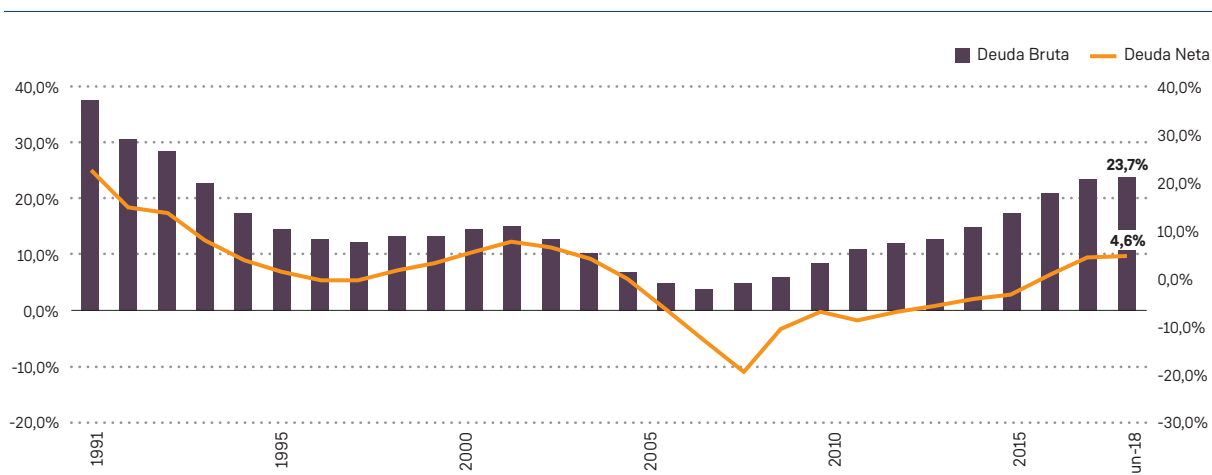
El fortalecimiento de las mencionadas referencias de precios, a través del mejoramiento de su liquidez, logrado por el aumento de sus tamaños y otras medidas, es fundamental para el buen funcionamiento de mercado, reduciendo la incertidumbre en la determinación de tasas y ayudando a la transparencia y desarrollo económico de un país.

Deuda bruta y neta

El *stock* de títulos de deuda de Tesorería en el mercado local ha aumentado progresivamente a partir de 2003, cuando alcanzaba solo 0,4% del PIB, hasta el 18,6% alcanzado a junio de 2018. Incluyendo la deuda emitida en mercados externos y la contraída con entidades multilaterales, a junio de 2018 la deuda bruta alcanzó un monto equivalente a 23,7% del PIB. No obstante, si se considera los activos financieros mantenidos por el fisco, la deuda neta a junio de 2018 alcanza una posición deudora de 4,6% del PIB. En los últimos años, la deuda neta ha experimentado un alza relativamente significativa, pero sigue siendo muy baja en el contexto internacional (figura 2.5).

FIGURA 2.5

Evolución deuda bruta y neta del Gobierno Central (%PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Medidas para mejorar la liquidez y la integración financiera

Desde 2009, el Ministerio de Hacienda ha implementado medidas tendientes a mejorar la liquidez y profundidad del mercado de renta fija chileno, entendiendo como tal la posibilidad de que un inversionista pueda liquidar fácilmente un monto significativo de un instrumento en relación al monto emitido de éste, sin que ello impacte significativamente en el precio del mismo. Más recientemente, durante 2015 se ajustó el período para la liquidación de los bonos de Tesorería en el mercado primario, acercándolo a estándares internacionales y además aumentando el monto total de colocación por subasta, versus la anterior modalidad donde un bono era colocado por montos pequeños en múltiples subastas. De esta forma, se permitió crear bonos líquidos desde la primera subasta, los cuales son atractivos desde el comienzo para los inversionistas.

En 2016 estas medidas fueron complementadas con un programa de intercambio en el mercado local, el cual consistió en un ordenamiento de las curvas de rendimiento local, tanto en UF como en pesos. Para este ordenamiento se realizó el intercambio de aquellos bonos cuyo monto emitido y liquidez era relativamente bajo (Bonos no *Benchmark*), los cuales se reemplazaron mediante una oferta de intercambio por reapertura de bonos existentes, cuyo monto de emisión y liquidez es relativamente mayor (Bonos *Benchmark*). En 2017, se continuó fortaleciendo los bonos *benchmark* a través de reaperturas de los mismos para aumentar sus tamaños y, por ende, su liquidez.

Durante 2018, y considerando que el plazo para el vencimiento de los bonos 2021 se tornaba muy corto y ya no cumplía como referencia aproximada a cinco años, se procedió a crear una nueva referencia con vencimiento en 2023, para cada curva de rendimiento. Por otra parte, se creó una nueva referencia en 2030 para cada curva, la cual representa un plazo intermedio entre los años 2026 y 2035. De esta forma los actuales Bonos *Benchmark* en cada curva son: los bonos con vencimiento en los años 2023, 2026, 2030, 2035 y 2043 para la curva denominada en pesos, y los bonos con vencimientos en los años 2023, 2026, 2030, 2035 y 2044 para la curva denominada en UF.

El margen de endeudamiento considerado en la Ley de Presupuestos 2018 considera un máximo de US\$ 9.500 millones. La planificación de emisiones en 2018 consideró mantener la composición del *stock* de deuda existente por tipo de moneda (nacional vs. extranjera)², por lo que se planificó una emisión neta por US\$ 2.000 millones en moneda extranjera, ejecutada en enero de 2018, y US\$ 7.000 millones en moneda local; los US\$ 500 millones restantes serían usados mediante créditos con organismos multilaterales. Respecto a las emisiones en moneda local, la mayor parte se ejecuta mediante operaciones a través del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Chile (SOMA), entidad que actúa en calidad de Agente Fiscal para este tipo de operaciones. Los montos considerados este año en las colocaciones a través del SOMA se muestran en los Cuadros 2.1 y 2.2

CUADRO 2.1

Colocaciones de bonos en pesos a través de SOMA en 2018 (millones de pesos).

Instrumento	Monto de las colocaciones
BTP-2023	305.000
BTP 2030	240.000
BTP 2035	155.000
BTP 2043	120.000

BTP: Bono de la Tesorería denominado en Pesos

Fuente: Ministerio de Hacienda.

CUADRO 2.2

Colocaciones de bonos en UF a través de SOMA en 2018 (miles de UF).

Instrumento	Monto de las colocaciones
BTU 2023	22.600
BTU 2021	20.400
BTU 2035	13.500
BTU 2044	11.300

BTU: Bono de la Tesorería denominado en UF

Fuente: Ministerio de Hacienda.

2 A fines de 2017, la deuda bruta del Gobierno alcanzaba 23,6% del PIB, con una composición de moneda de 81% en moneda local y 19% en moneda extranjera.

Bonos Euroclearable y colocación vía Construcción de Libro (Book-Building)

En línea con las medidas tomadas para impulsar la productividad en 2016³, que, a su vez, permitieron transar instrumentos de renta fija de Tesorería y el BCCh en las plataformas de custodios internacionales (ICSD o *International Central Securities Depositories*, en inglés), en enero y junio de 2017 el Ministerio de Hacienda realizó las primeras emisiones bajo la modalidad de construcción de libro o *Book-Building*.

Durante junio de 2018, y como parte del esfuerzo del Ministerio de Hacienda por darle continuidad a las políticas que apoyen el desarrollo del mercado de renta fija local, se colocaron vía la construcción de libro otros dos bonos en pesos. La modalidad de construcción de libro constituye el estándar más común bajo el cual actúan los inversionistas institucionales en colocaciones de bonos, facilitando así su participación. Mediante este procedimiento, se construye un libro de órdenes con ofertas locales y del extranjero de manera simultánea, asignando una tasa única tanto para inversionistas locales como extranjeros, los cuales compiten por la colocación. Además, en el caso de los inversionistas internacionales, el bono se deposita, transfiere y liquida directamente en la plataforma *Euroclear*, uno de los principales custodios internacionales.

Los bonos colocados en junio de 2018 fueron con vencimiento en los años 2023 (BTP-2023) y 2030 (BTP-2030), por un monto aproximado equivalente en pesos a US\$ 1.625 millones, lo cual forma parte del programa de endeudamiento en moneda local para 2018. En dicha colocación, los montos adjudicados fueron de \$ 440.000 millones (equivalente a US\$681 millones) y \$ 610.000 millones (equivalente a US\$ 944 millones) para el BTP-2023 y BTP-2030, respectivamente, alcanzando tasas de adjudicación de 4,12% para el BTP-2023, y de 4,85% para el BTP-2030. En cuanto a la participación de inversionistas extranjeros, ésta fue de aproximadamente un 10% del total adjudicado.

Cabe señalar que, como producto de estas operaciones y las medidas continuas para apoyar la liquidez, la participación de extranjeros ha aumentado notablemente, alcanzando a junio de 2018 un 14,2% del total de la deuda del fisco emitida localmente, lo que contrasta con el 3,4% que existía a fines de 2016 (figura 2.6).

Colocaciones en moneda extranjera en los mercados internacionales

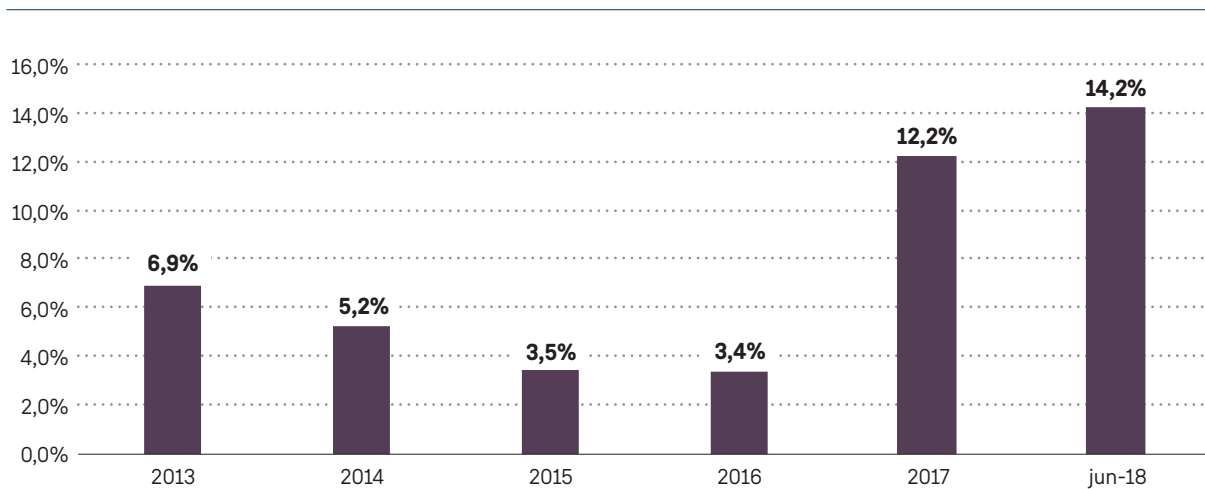
Junto a las medidas realizadas en el mercado local, el Ministerio de Hacienda también ha generado referencias en moneda extranjera y en el mercado internacional, que sirven de guía para que empresas chilenas accedan a mejores condiciones de financiamiento en el mercado internacional.

De esta forma, y en línea con el margen de endeudamiento autorizado por el Congreso en la Ley de Presupuestos 2018, en enero de 2018 se concretó la colocación de bonos soberanos en euros y dólares por un total de US\$ 2.998 millones en los mercados internacionales. En el caso de los bonos en euros, el día 1 de

3 Ley N° 20.956

FIGURA 2.6

Deuda Local en poder de no residentes



Nota: El porcentaje constituye una aproximación, en tanto la deuda total se encuentra a valor nominal, y la porción en manos de no residentes, a valor de mercado.

Fuente: Ministerio de Hacienda (en base a datos de BCCh y Dipres).

febrero de 2018 se emitió un monto total de €830 millones (equivalente a US\$ 998 millones, aproximadamente), mediante la emisión de un bono con vencimiento en 2029 a una tasa de 1,44%.

En una segunda operación, el día 6 de febrero del 2018, se concretó una nueva emisión de bonos en dólares con vencimiento en el año 2028, por un monto de US\$ 2.000 millones, la cual incluía una porción emitida para recompra de deuda en años anteriores, por un monto aproximado de US\$ 989 millones, a una tasa de 3,247%.

Relación con agencias de rating crediticio e inversionistas

La República de Chile mantiene hace varios años una relación profesional con las tres principales clasificadoras de riesgo: *Moody's Rating Services*, *Standard & Poor's (S&P)*, y *Fitch Ratings*. Las agencias clasificadoras cumplen un rol importante para el Estado de Chile; validan su clasificación crediticia; constituyen un importante antecedente para la emisión de deuda pública; y favorecen así la inversión internacional. De hecho, las clasificaciones contribuyen a ampliar la información respecto de nuestro país en los mercados de capitales internacionales, atraer inversionistas extranjeros, y facilitar el endeudamiento en el exterior de las empresas chilenas tanto públicas como privadas.

Las clasificadoras de riesgo analizan la situación crediticia del país al menos una vez al año. Para ello, coordinan visitas y reuniones a distintos Ministerios (Hacienda, Economía, Energía, etc.), BCCh, centros de estudios públicos y privados, empresas y líderes de opinión, para discutir sobre la evolución reciente de la economía chilena, avances en la agenda programática del Gobierno, y sus perspectivas sobre la trayectoria

de deuda y crecimiento de mediano plazo. Posteriormente, estas agencias publican un informe en donde explicitan su evaluación y su razonamiento. En la actualidad Chile tiene las siguientes clasificaciones de riesgos: A1 con Moody's, A con Fitch, y A+ con S&P, todas con perspectiva estable. La reciente rebaja de rating, aplicada por Moody's el día 26 de julio de 2018, se suma a las rebajas de rating aplicadas el 11 de agosto y 13 de julio de 2017 (Fitch y S&P, respectivamente). Pese a ello, el Ministerio de Hacienda se ha planteado la meta de recuperar su clasificación crediticia dentro de los próximos cuatro años.

El Ministerio de Hacienda mantiene una relación constante con los inversionistas, para lo cual dispone de dos secciones especiales dentro de la página web institucional del Ministerio de Hacienda: i) Oficina de la Deuda Pública y ii) *Investor Relations Office*. La primera contiene datos relevantes sobre la gestión de la deuda pública: calendarios y resultados de las colocaciones, estadísticas y características de la deuda pública, noticias e información relevante para los inversionistas. La segunda contiene información y estadísticas económicas relevantes para los mismos.

Esta última sección ha sido renovada durante la actual administración, y su diseño ha recogido las mejores prácticas en la materia, entre otras las del *Institute of International Finance*, asociación orientada a promover las mejores prácticas mundiales en el ámbito financiero, y que realiza, dentro de sus múltiples tareas, una evaluación transversal de las páginas web de varios países dedicadas a fomentar la relación con los inversionistas. Los cambios implementados en la web institucional han permitido a los inversionistas un mejor manejo de la información económica, así como un contacto más fluido con el acontecer nacional.

FONDOS SOBERANOS

Manejo de activos

Chile cuenta con dos fondos soberanos: el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)⁴. Los recursos del FEES pueden ser usados para financiar al Gobierno en períodos en que los ingresos caen por causa del ciclo económico o menores precios del cobre. El FRP acumula recursos para solventar el gasto futuro que deba realizar el Gobierno como responsable del pilar solidario del sistema de pensiones chileno. Ambos fondos son administrados bajo una institucionalidad que tiene por objetivo asegurar un marco adecuado de gestión. El Ministro de Hacienda representa al Fisco en la administración de estos recursos y fija las políticas de inversión. Por su parte, el BCCh y administradores externos ejecutan las operaciones financieras⁵. Para asesorar al Ministerio de Hacienda en

4 La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) establece que el FRP debe recibir anualmente un aporte mínimo de 0,2% del PIB. Si el superávit fiscal efectivo es superior a esta cifra, el FRP recibe un aporte equivalente a dicho superávit hasta un máximo de 0,5% del PIB. Por su parte, el FEES recibe el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP, descontando cuando corresponda las amortizaciones de deuda pública.

5 En la actualidad existen tres administradores externos: BlackRock, Mellon y Allianz.

la política de inversión de los fondos existe un grupo externo compuesto por profesionales independientes de amplia trayectoria en los ámbitos económicos y financieros, denominado Comité Financiero⁶.

La política de inversión del FEES busca maximizar el valor acumulado del fondo, sujeto a un bajo nivel de riesgo y una liquidez adecuada que permita disponer de los recursos en forma oportuna cuando sea necesario. En el caso del FRP, se definió en 2017 un nuevo objetivo para la política de inversión. La nueva meta establece que el fondo deberá ser invertido de tal forma que su retorno esperado anualizado en pesos sea de al menos 2% por sobre la inflación chilena en un período de diez años, con una probabilidad de al menos 60%⁷.

Desde su inicio el 6 de marzo de 2007, hasta el cierre estadístico de este informe, el FEES ha recibido aportes por US\$ 21.766 millones. Los últimos aportes se realizaron entre 2010 y 2013, por un total de US\$ 3.665 millones. Desde entonces, no se han realizado aportes a este fondo.

A la fecha y desde su inicio, se han efectuado retiros del FEES por US\$ 10.853 millones. Del total de retiros efectuados, US\$ 9.278 millones fueron usados para financiar el plan de estímulo fiscal y déficit fiscal del país del año 2009; y US\$ 1.575 millones se utilizaron para financiar los aportes requeridos por ley al FRP en los años 2010 y de 2014 a 2016.

En el caso del FRP, desde su inicio ha recibido aportes por US\$ 8.372 millones y el primer retiro desde el fondo se efectuó en septiembre de 2017 por US\$ 314 millones.

Con ello, a agosto de 2018 el valor de mercado de los fondos soberanos alcanzaba US\$ 24.644 millones, de los cuales US\$ 14.727 millones correspondían al FEES y US\$ 9.918 millones al FRP.

Desde su creación y hasta fines de agosto de 2018, las inversiones del FEES y del FRP generaron ganancias netas por US\$ 3.814 y US\$ 1.860 millones, respectivamente. Lo anterior, se ha traducido en rentabilidades anualizadas en dólares desde el inicio de 2,51% para el FEES y 3,56% para el FRP, y de 4,55% y 5,62%, respectivamente, cuando se miden en moneda nacional.

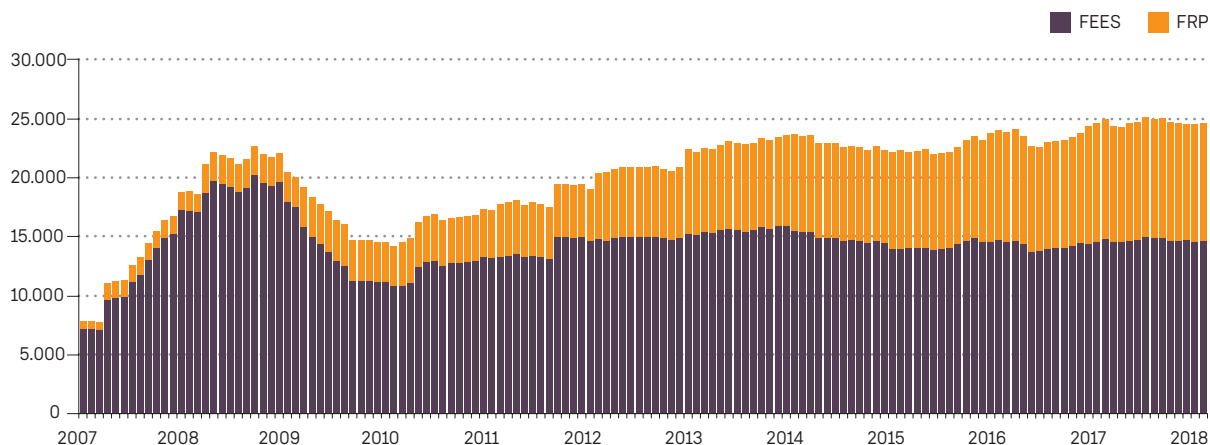
La actual política de inversión del FEES, implementada a partir de agosto de 2013, sigue un mandato pasivo que establece que se debe invertir 92,5% del fondo en instrumentos de renta fija soberanos y 7,5% en acciones. A su vez, se determina una composición de monedas para el portafolio de renta fija consistente en 40% en dólares, 25% en euros, 20% en yenes y 7,5% en francos suizos; monedas de reserva contra las cuales típicamente el peso se deprecia en los momentos en que podrían necesitarse recursos del fondo.

6 Para más detalles ver <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html>

7 El objetivo de inversión anterior consistía en maximizar el retorno en dólares sujeto a que el fondo no experimentara pérdidas mayores al 10% en un año en el noventa y cinco por ciento de las veces.

FIGURA 2.7

Evolución de los Fondos Soberanos



Fuente: Ministerio de Hacienda.

En el caso del FRP, teniendo en cuenta el nuevo objetivo de inversión definido para el fondo, se aprobaron a fines de 2017 las recomendaciones del Comité Financiero para modificar la composición estratégica de activos del fondo de la siguiente manera: 1) aumenta la participación de acciones de 15% a 40%; 2) disminuye las participaciones de los portafolios de bonos soberanos y otros activos relacionados, de 48% a 23%; de bonos indexados a inflación de 17% a 5%; y de bonos corporativos de 20% a 13%; y 3) incorpora tres nuevas clases de activos con las siguientes participaciones: 6% del fondo en bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU., 8% en bonos de alto rendimiento y 5% en activos no listados del sector inmobiliario. En contraste con el FEES, el FRP tiene una exposición global a monedas que está dada por la composición de los respectivos comparadores referenciales.

La implementación de la nueva política de inversión del FRP será en dos etapas. En la primera de ellas, prevista para 2018, se contratará a los administradores externos responsables de invertir en bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento⁸. Asimismo, se aumentará de manera gradual la exposición a acciones, disminuyendo, a su vez, aquellas que correspondan a renta fija soberana y corporativa. Esto, con el objetivo de comenzar a constituir la nueva composición estratégica de activos.

En cuanto al avance de esta primera etapa, es importante destacar que en mayo de 2018 se contrató a RVK, Inc. (RVK), firma consultora que apoyará al BCCh en el proceso de selección de los administradores externos, y a su vez, colaborará con la supervisión de los actuales y futuros administradores de los fondos soberanos. Esta firma consultora fue elegida a través de un proceso de selección llevado a cabo por el

8 Se espera financiar dichos mandatos a comienzos de 2019.

BCCh, en su calidad de Agente Fiscal de los Fondos Soberanos, siguiendo las mejores prácticas internacionales. Desde fines de agosto de 2018, el BCCh, con el apoyo de RVK y del Ministerio de Hacienda, se encuentra analizando las propuestas recibidas por gestores de activos internacionales que están postulando para administrar los portafolios de bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. y bonos de alto rendimiento.

En la segunda etapa, que comenzará a llevarse a cabo durante 2019, se realizará un proceso de selección de gestores para lograr la exposición al sector inmobiliario y para implementar una estrategia de cobertura cambiaria para el portafolio de renta fija del fondo. Asimismo, en esta fase se deberán seleccionar los administradores para los portafolios de acciones y bonos corporativos, teniendo en consideración el tiempo transcurrido desde la contratación de los actuales. Junto con lo anterior, en esta etapa se seguirá aumentando la exposición accionaria y ajustando las demás participaciones hasta alcanzar la nueva composición estratégica de activos del fondo. Cabe señalar que la cobertura cambiaria se implementará en forma gradual.

Con respecto al FEES, el Ministro de Hacienda decidió en julio de 2018 realizar un nuevo estudio de su política de inversión, teniendo en cuenta que el anterior fue realizado en el año 2011 y que las buenas prácticas recomiendan realizar revisiones periódicas a dichas políticas. En dicho estudio se pretende analizar el objetivo del fondo, su interacción con la política fiscal, y la combinación de activos financieros que sea coherente con el objetivo del fondo.

Adicionalmente, se han implementado nuevas iniciativas con el fin de mejorar aún más la transparencia de los fondos soberanos. Destaca la creación en junio de 2018 de un boletín que es enviado a todos los usuarios suscritos y que da a conocer toda la información nueva que se publica en el sitio web de los fondos soberanos (por ejemplo, informes, comunicados de prensa). Este boletín se prepara tanto en español como en inglés con el fin de que tanto el público nacional como el internacional tenga acceso a dicha información. Adicionalmente, en el Informe Anual de los Fondos Soberanos de 2017 se publicó una nueva autoevaluación de la forma en que los fondos chilenos cumplen con los Principios de Santiago, considerados como las mejores prácticas para este tipo de entidades. Estos esfuerzos han permitido posicionar al FEES y el FRP entre los fondos más transparentes del mundo⁹.

9 Desde el tercer trimestre de 2009 hasta la fecha, el Sovereign Wealth Fund Institute ha otorgado a Chile el puntaje máximo en su índice Linaburg-Maduell, que mide la transparencia de los principales fondos soberanos.

