

— CAPÍTULO 01 —

# ESCENARIO MACROECONÓMICO Y POLÍTICA FISCAL



La economía chilena ha continuado su expansión en los últimos trimestres, aunque a un ritmo moderado, por debajo de su potencial. Este desempeño ha estado influido por el proceso de gradual adaptación al nuevo escenario externo, caracterizado por el fin del súper ciclo de precios de las materias primas, el bajo crecimiento global y la significativa desaceleración del comercio mundial.

La caída del precio del cobre, que pasó de más de US\$ 4 la libra a fines de 2011 a US\$ 2,5 la libra en 2015 y US\$ 2,15 la libra promedio en lo que va de este año, ha impactado de manera directa e indirecta a la inversión y ha reducido el ingreso nacional con el consiguiente efecto en el consumo. El ajuste de la inversión de sectores asociados a la minería ha sido más profundo y prolongado al esperado, y en los últimos meses la producción minera ha disminuido significativamente. Las exportaciones no mineras han aumentado sólo ligeramente a pesar de la apreciación del dólar, en parte afectadas por factores puntuales asociados a fenómenos climáticos. A eso se suman los bajos niveles de confianza empresarial que han retrasado la recuperación de la inversión y, con ello, el crecimiento. Por el contrario, las políticas macroeconómicas han mantenido un claro sesgo expansivo, con la tasa de interés de política monetaria por debajo de medidas neutrales y aumentos relevantes de los déficits fiscales. Esta combinación ha contribuido de manera importante a suavizar el ciclo económico.

Sin embargo, el bajo crecimiento de la economía no sólo se debe a factores cíclicos. El crecimiento tendencial o de mediano plazo también se ha reducido y hasta ahora no se ha podido revertir su desaceleración. Así, si entre 1996 y 2005 el PIB se expandió a una tasa promedio de 4,6%, en los siguientes diez años lo hizo a una tasa de sólo 3,8%. Esto se ha reflejado, entre otras cosas, en las sucesivas revisiones a la baja del

crecimiento tendencial del Comité de Expertos que convoca el Ministerio de Hacienda para el cálculo del balance estructural. Una parte de esta revisión se explica por la desaceleración secular de la productividad agregada, afectada en parte importante por la baja en la ley de la minería. A esto se suma el menor ritmo de expansión de la fuerza de trabajo producto del envejecimiento de la población y, de manera preponderante, el debilitamiento de la inversión en años recientes.

Ante este escenario, la economía chilena continúa con el desafío de transitar por un proceso de ajuste cíclico y de aumentar su capacidad de crecimiento de mediano y largo plazo. La política económica del Gobierno se ha desplegado para apoyar ambos aspectos. Respecto de la fase de ajuste, se requiere que sectores transables distintos de la minería tengan un rol más relevante en la inversión y el crecimiento. La importante depreciación del tipo de cambio real ocurrida en los últimos años, que necesita apoyo de la política macroeconómica para ser persistente, es la señal de precios requerida para producir el reacomodo de recursos que necesita la economía. A diferencia de otros episodios históricos y de lo que ha sucedido con otras economías de la región, la depreciación del tipo de cambio no ha impactado las expectativas de inflación de mediano plazo y no ha significado alzas en las tasas de interés de largo plazo, las que por el contrario han disminuido. En esto ha sido determinante la credibilidad de nuestras instituciones macroeconómicas: una política monetaria orientada a una meta de inflación con un tipo de cambio flexible y una política fiscal sustentada en la regla de balance estructural.

Algunos indicadores sectoriales muestran que el reacomodo de la economía se ha estado produciendo. La inversión en sectores no mineros ha sido más dinámica que en años anteriores, mientras que el empleo y los salarios en las regiones del sur del país

—donde se ubican más claramente los sectores transables distintos de la minería— han crecido más que en el norte. Con todo, este reacomodo ha sido más lento de lo que se preveía debido, principalmente, al peor escenario externo. Por una parte, las economías desarrolladas han tenido una débil recuperación con posterioridad a la crisis financiera y varios países de América Latina, con los que Chile tiene importantes lazos comerciales, crecen poco o se encuentran en recesión. Por otra parte, los mercados financieros internacionales han estado sujetos a mayor incertidumbre y volatilidad producto del proceso de ajuste económico en China y fenómenos políticos, como el caso del *Brexit*. Todo esto ha restado dinamismo a sectores exportadores. A lo anterior, se suma la debilidad de la confianza empresarial en nuestro país, que refleja el escenario externo y el bajo dinamismo de la economía, pero que también tiene componentes idiosincráticos relacionados con la incertidumbre y efectos en la rentabilidad de la inversión de algunas de las reformas del Gobierno.

En este contexto, se estima que la economía crecerá 1¾% en 2016, menor que el 2¾% proyectado hace un año con ocasión de la Ley de Presupuestos. Esta nueva proyección es similar a la del Banco Central, que en su último Informe de Política Monetaria (IPoM) estimó que la economía crecerá entre 1,5% y 2%, y al Consensus Forecasts de septiembre que apunta a una expansión de 1,6% para este año. Dado el escenario externo, de bajo dinamismo y con fuentes de incertidumbre relevantes, el avance progresivo pero moderado del proceso de reacomodo de la economía, y el clima de confianza que aún permanece deprimido, la recuperación del crecimiento se prevé más lenta de lo que se anticipaba un año atrás. Así, se proyecta que en 2017 la economía se expandirá 2¾% y en 2018 lo hará 3¾%.

La gradual recuperación prevista en los próximos años se basa en varios factores. Por una parte, se proyecta una mejora en las condiciones globales, con un crecimiento mundial algo mayor que el de este año y un mejor desempeño de nuestros socios comerciales en la región. Por otra parte, el proceso de reacomodo de la economía local seguirá su curso, impulsado por un tipo de cambio real que se mantiene en promedio más depreciado que hace unos años. Para que esta depreciación real del peso sea sostenida se requiere una adecuada combinación de política macroeconómica, con la política monetaria jugando un papel de estímulo preponderante, una consolidación fiscal gradual y un continuo esfuerzo de contención de costos. En este contexto, el Banco Central ha modificado su sesgo a neutral, señalizando una trayectoria estable para la tasa de política monetaria (TPM). Por su parte, los precios de los activos prevén una trayectoria para la TPM sustancialmente por debajo de la que se proyectaba hace un año, coherente incluso con una reducción transitoria en los próximos meses. Las tasas de interés de largo plazo se mantienen en niveles reducidos reflejando, en buena parte, esta situación.

Junto con la depreciación del tipo de cambio real, las favorables condiciones financieras contribuirán a la recuperación de la inversión y el consumo. Asimismo, la acción del Estado, a través del presupuesto, las empresas públicas y el sistema de concesiones, también aportará de manera significativa al aumento de la inversión. A esto se suma el estímulo proveniente de la reducción que han experimentado los precios internos de la energía, tanto por la caída en el precio internacional del petróleo, como por los exitosos resultados de la implementación de la Agenda de Energía por parte del Gobierno. Por último, conforme avanza el proceso de reformas y se materializa un diseño adecuado, la incertidumbre debiera atenuarse. Esto también favorecerá la recuperación del crecimiento.

El menor crecimiento y la caída del precio del cobre han llevado a una sistemática revisión a la baja en los parámetros estructurales de la política fiscal. Este año, los respectivos comités los volvieron a reducir. El precio de referencia del cobre fue estimado en US\$ 2,56 la libra, por debajo de US\$ 2,98 la libra establecido el año pasado (aunque similar al fijado en la consulta extraordinaria de enero de 2016, de US\$ 2,57 la libra). El crecimiento tendencial fue situado en 3%, menor al 3,6% establecido en la consulta previa, pero similar a la cifra entregada por el Banco Central en su último IPoM. La revisión de estos parámetros implica una merma de ingresos estructurales del Gobierno del orden de 1% del PIB, que se suma a la reducción por las revisiones de los últimos años.

Así, con los nuevos parámetros estructurales, el Balance Cíclicamente Ajustado este año se ubicará en -1,7% del PIB, mejor que el -1,9% del PIB de 2015 estimado con los mismos parámetros. Con el PIB tendencial establecido en 2015 y el precio de referencia del cobre de enero 2016, la mejora es mayor en magnitud por cuanto se pasa de un déficit estructural de -1,6% del PIB en 2015 a uno de -1,2% del PIB este año.

Por su parte, debido a la ampliación de la brecha del producto y la caída en el precio del cobre, el déficit efectivo aumentará en casi 1% del PIB respecto de 2015 y se ubicará en 3,1% del PIB. Este mayor déficit, si bien está en línea con lo proyectado en la Ley de Presupuestos, contempla una significativa caída en los ingresos provenientes de la minería, a lo que se agrega el lento crecimiento de la economía, que también ha incidido en la recaudación, y algunos factores puntuales que han operado en la dirección contraria, aumentando de manera extraordinaria los ingresos del Gobierno. En concreto, durante este año se recibieron recursos adicionales por 0,3% del PIB debido a la norma transitoria que autorizó el re-

gistro de capitales en el extranjero, condicional a un pago tributario de 8%. De no haberse recibido estos ingresos, el déficit público este año alcanzaría 3,4% del PIB. Por otra parte, el gasto será menor al contemplado en la Ley de Presupuestos en aproximadamente 1% debido al ajuste fiscal anunciado en marzo, el que permitió recortar gastos corrientes y de capital por el equivalente a 0,25% de PIB. Con ello, y dada la ejecución efectiva del Presupuesto 2015 y la nueva proyección de inflación para este año, el gasto del Gobierno Central crecerá 4,2% en 2016.

La significativa revisión de los parámetros a la que ha estado expuesta la regla fiscal hizo que en 2015 se definiera una nueva estrategia de consolidación del balance estructural. En vez de lograr un equilibrio en 2018, como se consideraba en el programa de Gobierno, se estableció como objetivo reducirlo gradualmente en torno a ¼% de PIB por año. Esto señala una trayectoria clara para el déficit público y garantiza una posición fiscal sana en el mediano plazo, permitiendo al mismo tiempo que los estabilizadores automáticos operen plenamente a lo largo del ciclo. En otras palabras, es una estrategia de consolidación que combina adecuadamente disciplina fiscal y flexibilidad. Consistente con la misma, la meta para el próximo año es reducir el déficit estructural a 1,5%, lo cual requiere una expansión máxima del gasto público de 2,7% en el presupuesto 2017 respecto de la proyección de ejecución para este año.

Más allá de la recuperación cíclica, es imprescindible continuar los esfuerzos para aumentar la capacidad de crecimiento de largo plazo de la economía. Para ello es necesario avanzar en reimpulsar la inversión, estimular la productividad e incrementar la tasa de participación laboral.

Consciente de este desafío, la Presidenta Michelle Bachelet ha declarado a 2016 como el Año de la Pro-

ductividad. El objetivo es instalar la tarea de mejorar la productividad en el centro de la acción política y del debate público. Este es un problema país que trasciende a este Gobierno y, como tal, es una tarea que involucra el compromiso y la acción de diversos actores. En este contexto, en marzo se anunció un paquete de 22 medidas destinadas a mejorar el financiamiento para las empresas, simplificar trámites y potenciar la exportación de servicios, sector con enormes proyecciones (Capítulo 4). Más de la mitad de estas 22 medidas eran administrativas y están cumplidas en su totalidad. Del resto, un conjunto de nueve iniciativas fue integrada en el proyecto de ley que incluye una serie de medidas para impulsar la productividad, que tuvo una tramitación expedita y fue aprobado de manera amplia por el Congreso Nacional en agosto (Capítulo 3).

Estas iniciativas complementan una serie de acciones que el Gobierno ha venido desarrollando en ámbitos diversos para mejorar la productividad e impulsar la capacidad de crecimiento. La Agenda de Energía ha dado sus frutos y se han logrado rebajas sustantivas en el costo de la electricidad gracias a cambios regulatorios, mayor competencia y mejoras tecnológicas. Así, por ejemplo, en la última licitación para clientes regulados se logró un precio record de US\$ 47,6 por MWh, que representa una reducción de casi 65% respecto del valor máximo alcanzado en la última licitación de 2013 (Capítulo 3 y Recuadro 3.2). Este resultado no sólo significó una drástica caída en los precios regulados, sino que también viabilizó nuevos proyectos de inversión por montos superiores a US\$ 3.000 millones.

Por su parte, la Agenda de Productividad, Innovación y Crecimiento, que se lanzó los primeros días de Gobierno, ha seguido avanzando. A la fecha, se han implementado 39 de sus 47 medidas. Dentro

de éstas, destacan los 35 Centros de Negocios que ya están operando y el lanzamiento del Escritorio Empresas, ventanilla única electrónica que facilitará de manera sustantiva los trámites para operar una empresa. También como parte de esta Agenda, en agosto se promulgó la Ley N° 20.945 que Fortalece el Sistema de Libre Competencia, estableciendo multas severas y penas de cárcel a quienes se coludan, y otorgando mayores capacidades a la Fiscalía Nacional Económica (Recuadro 3.4).

Además, ha habido importantes avances en otras materias que apuntan a fortalecer la inversión y la productividad en el mediano plazo. En agosto se aprobó el proyecto de ley de medios de prepago, que permite la entrada de nuevos actores al mercado de medios de pago con provisión de fondos. Esto constituye un importante paso hacia la inclusión financiera y la modernización de este mercado (Capítulo 2). Asimismo, en agosto, se aprobó el proyecto de ley que moderniza el sistema de Alta Dirección Pública (ADP), que apunta a fortalecer el profesionalismo y el enfoque de mérito en la selección y el desempeño de los directivos públicos, reforzando la institucionalidad y fortaleciendo las condiciones para un manejo técnico en áreas clave del aparato estatal (Capítulo 6). Por último, la Reforma Educacional que impulsa el Gobierno en distintos ámbitos es el elemento fundamental para mejorar el acceso y dar un salto cualitativo en la calidad del capital humano, y con eso impulsar el crecimiento de largo plazo de la economía (Capítulo 5).

## 1.1. ESCENARIO EXTERNO

La economía mundial mantiene un bajo dinamismo, con un crecimiento de los países emergentes menor al de algunos años atrás y una recuperación frágil de los países desarrollados con posterioridad a la crisis financiera. China ha continuado su proceso

de desaceleración, lo que se ha traducido en caídas generalizadas en los precios de las materias primas y ha impactado a otras economías emergentes, varias de las cuales han enfrentado severas recesiones. Por su parte, la recuperación del mundo desarrollado ha perdido fuerza, afectada por episodios de volatilidad financiera y riesgos políticos.

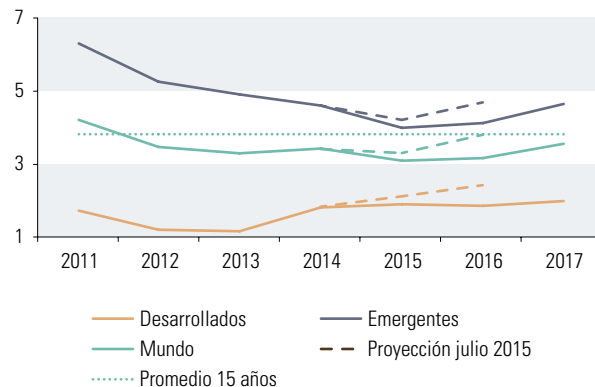
Durante 2015 la economía mundial creció sólo 3,1%, por debajo del 3,4% alcanzado en 2014 (Gráfico 1.1). Los países emergentes redujeron su ritmo de expansión desde 4,6% en 2014 a sólo 4,0%, mientras que los países desarrollados mantuvieron un crecimiento de 1,9%. Para 2016, se espera que las economías emergentes tengan una pequeña recuperación y crezcan 4,1%, que los países desarrollados se expandan sólo 1,8%, y el mundo como un todo mantenga un crecimiento de 3,1%. De esta manera, la economía global completará su quinto año de expansión por debajo de su promedio de los últimos quince años. Este acotado dinamismo contrasta con lo que se proyectaba hace un año, cuando se esperaba que en 2016 el mundo exhibiera un repunte más sólido y creciera 3,8%<sup>1</sup>.

El lento crecimiento global y la merma de la inversión en la mayoría de los países, se han traducido en una importante pérdida de dinamismo del comercio mundial. Hasta antes de la crisis financiera, éste se expandía a tasas por sobre 6%, pero desde 2012 ha crecido sólo 2% en promedio. Más aun, en lo que va de 2016 el comercio está prácticamente estancado (Gráfico 1.2).

La economía de Estados Unidos ha continuado su recuperación gradual después de la crisis financie-

**GRÁFICO 1.1**

Crecimiento del PIB  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: FMI

ra. A comienzos de 2015 tuvo un crecimiento lento, pero tendió a acelerarse con el transcurso de los meses para cerrar el año con una expansión de 2,4%, idéntica a la de 2014. El mayor dinamismo mostrado durante la segunda parte del año, sumado a un mercado laboral robusto y perspectivas de aceleración de la inflación, llevaron a la Reserva Federal (FED) a aumentar su tasa de política monetaria en diciembre, por primera vez desde mediados de 2006. Si bien este movimiento era esperado, la materialización de la primera alza después de un período prolongado en que la tasa de política monetaria se mantuvo en su cota mínima, hacía temer cierta disrupción en los mercados financieros. No obstante, la volatilidad fue acotada y sólo se observaron aumentos menores y transitorios en las primas por riesgo de las economías emergentes.

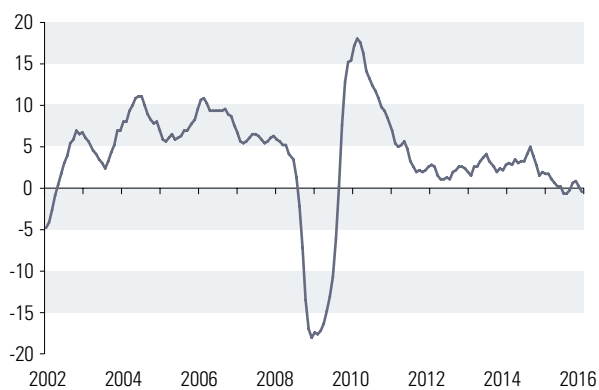
Este año, el ritmo de crecimiento de Estados Unidos ha vuelto a moderarse. El primer trimestre la economía creció 0,8%, en tanto que el segundo tuvo una expansión de 1,4%. El mercado laboral se ha mostrado más robusto, pero la inflación se ha mante-

1 FMI World Economic Outlook, julio 2015.



GRÁFICO 1.2

Crecimiento del Comercio Mundial  
(Variación anual del trimestre móvil, porcentaje)



Fuente: CPB World Trade Monitor

nido acotada, por debajo de la meta de 2%. En este escenario, el mercado ha ido modificando su visión respecto de la trayectoria de la tasa de interés de los fondos federales, estimándose que futuras alzas se producirán de manera más gradual que lo estimado anteriormente. En su reunión de septiembre, el *Federal Open Market Committee* (FOMC) mantuvo la tasa en el rango 0,25%-0,5%, pero señaló de manera clara que la probabilidad de un alza en su reunión de diciembre es mayor. Según la última proyección del FMI realizada en julio, la economía estadounidense se expandirá 2,2% en 2016, bastante por debajo del 3,0% que se esperaba hace un año.

La Zona Euro presentó una recuperación de su dinamismo durante 2015, creciendo 1,7%. Esta situación se mantuvo durante la primera parte de este año, con una expansión de 2,2% el primer trimestre, que superó las expectativas. Detrás de este mayor dinamismo estuvo el impulso generado por la demanda interna, que se mostró vigorosa. Con todo, la recuperación del crecimiento continúa frágil y la

inflación se ha mantenido baja, lo que llevó al Banco Central Europeo (ECB) a reducir su tasa de referencia de política en marzo e implementar un paquete de impulso monetario. El segundo trimestre del año la actividad de la Zona Euro volvió a desacelerarse y se expandió sólo 1,2%.

En junio de este año se produjo el referéndum en Reino Unido para decidir su permanencia en la Unión Europea. Contra los pronósticos, ganó la opción del retiro (*Brexit*) lo que se tradujo en una significativa depreciación de la libra esterlina, que perdió casi 15% de su valor en pocos días. El *Brexit* generó alta volatilidad en los mercados financieros europeos, caídas muy significativas en algunas bolsas e incertidumbre respecto de la evolución económica y política de la región. Si bien la volatilidad financiera ha disminuido después de este episodio y la Zona Euro ha mostrado señales de resiliencia, se espera que algún impacto tenga en su actividad. Así, el FMI proyecta que la Zona Euro tendría un crecimiento de 1,6% para este año, 0,1 puntos porcentuales por debajo de su crecimiento en 2015.

Tras décadas de expansión a tasas de dos dígitos, la economía china se encuentra en una fase de balanceo de sus fuentes de crecimiento, con mayor preponderancia del consumo en desmedro de la inversión y del sector externo. Lo anterior se ha traducido en una importante desaceleración del ritmo de crecimiento, que alcanzó 6,9% en 2015 después de haber crecido sobre 9% hasta 2011. Este año, tanto la política fiscal como la monetaria han tenido un carácter expansivo, buscando sostener la actividad. Sin embargo, el alto y creciente endeudamiento privado sigue generando incertidumbre, lo que ha frenado el consumo y la inversión. En este contexto, se espera que esta economía siga reduciendo su dinamismo y se expanda sólo 6,6% este año.

El proceso de desaceleración del crecimiento de China y el cambio en la composición de su gasto interna han reducido de manera sustantiva la demanda por materias primas, poniendo fin al llamado súper ciclo de precios de estos productos (Gráfico 1.3). En lo que va del año, la confirmación de la menor actividad china ha mantenido estos precios deprimidos, aunque se ha observado cierta tendencia a su recuperación. En el caso del cobre, tras romper la barrera de los US\$ 2 la libra en enero, su precio ha oscilado entre US\$ 2 la libra y US\$ 2,3 la libra durante todo 2016 y se espera que se mantenga el resto del año entre esos valores. Por su parte, el precio del petróleo Brent, luego de caer a mínimos bajo US\$ 30 el barril en el primer mes del año, ha recuperado parte de su valor y se ha movido en torno a US\$ 45 el barril.

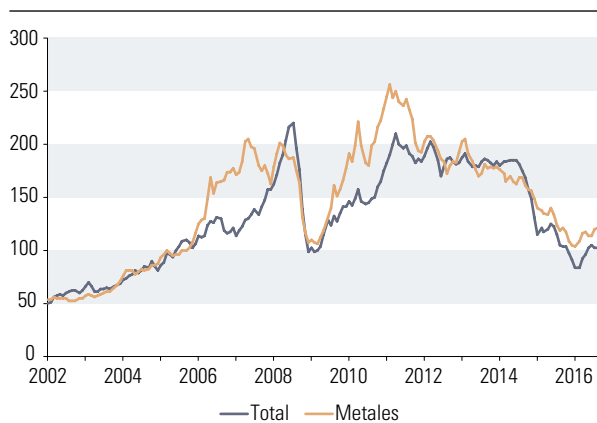
La desaceleración de China y la consiguiente baja en el precio de las materias primas han golpeado el crecimiento de las economías emergentes, con un impacto particularmente severo en los países exportadores de materias primas (Gráfico 1.4). En América

Latina, la caída en los términos de intercambio ha frenado el crecimiento, deteriorado las cuentas fiscales y ampliado los déficits de cuenta corriente. En la mayoría de los países de la región las monedas han tenido una fuerte depreciación, la que en varios casos se ha traducido en importantes incrementos de la inflación. Esto ha limitado las posibilidades de implementar políticas monetarias contracíclicas. Por su parte, el deterioro de las cuentas públicas ha obligado a varios gobiernos a realizar ajustes fiscales (Recuadro 1.4). En algunos países, esta situación se ha sumado a distorsiones microeconómicas y al mal manejo macroeconómico previo, lo que ha redundado en profundas recesiones.

La actividad en Brasil, la mayor economía regional y principal socio comercial de Chile en Latinoamérica, se contrajo 3,8% el 2015 y se espera que este año la actividad vuelva a reducirse. Sin embargo, hay señales de que la caída estaría tocando fondo: los datos del

**GRÁFICO 1.3**

Precio de Materias Primas  
(Índice 2005 = 100)



Fuente: FMI

**GRÁFICO 1.4**

Crecimiento de Países Exportadores de Materias Primas  
(Variación anual, porcentaje)



Nota: Se consideran países cuyas exportaciones mineras superan el 20% de sus exportaciones totales y el 5% del PIB, o cuyas exportaciones de combustibles superan el 50% de sus exportaciones totales y el 20% del PIB.

Fuente: Ministerio de Hacienda



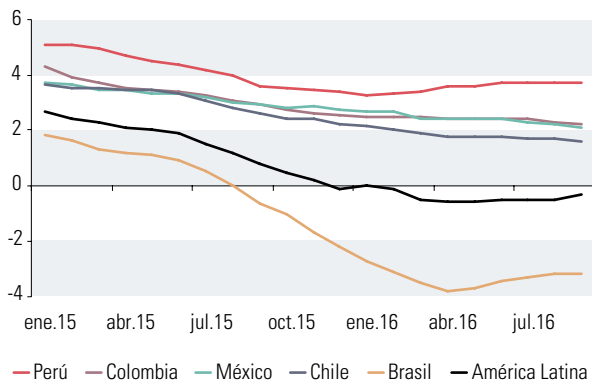
primer semestre del año muestran que la recesión es menos pronunciada que en 2015, y en lo más reciente se ha observado un repunte en los flujos de capitales hacia ese país. Así, se han moderado las expectativas de caída del producto para este año y para el próximo se espera que la economía vuelva a crecer. Otros países de la región, como Colombia y Perú, también se han desacelerado producto de la caída en los términos de intercambio (Recuadro 1.1). Con todo, las proyecciones de crecimiento para este año –que se habían corregido sistemáticamente a la baja desde hace varios trimestres– han tendido a estabilizarse, aunque en cifras por debajo de las observadas hace unos años (Gráfico 1.5).

Después del inicio del proceso de alza de tasas por parte de la FED en diciembre pasado, y de episodios de volatilidad financiera a comienzos de año que aumentaron la aversión al riesgo a nivel global, los precios de los activos de las economías emergentes se han recuperado en meses recientes. La perspectiva de un proceso más lento de normalización monetaria en Estados Unidos y el limitado efecto que hasta el

momento ha tenido el *Brexit*, han vuelto a aumentar el apetito por riesgo, lo que ha generado un retorno de flujos de capitales hacia estas economías. Así, en el año se observan ganancias bursátiles en varias de ellas (Gráfico 1.6) y apreciaciones de sus monedas respecto al dólar (Gráfico 1.7).

**GRÁFICO 1.5**

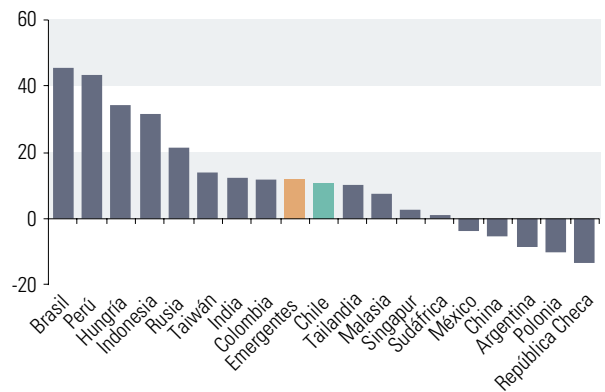
Expectativas de Crecimiento del PIB para 2016  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts

**GRÁFICO 1.6**

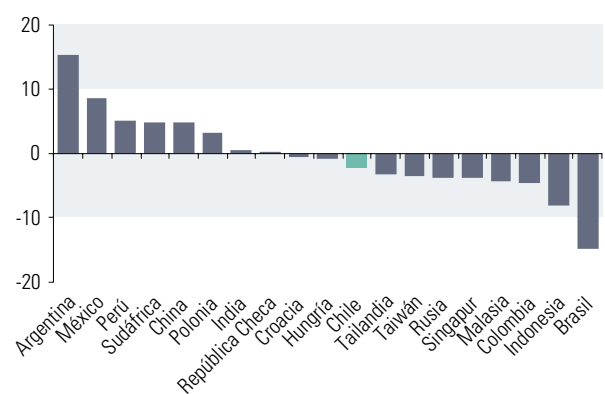
Índices Bursátiles de Países Emergentes en Dólares  
(Variación anual a septiembre 2016, porcentaje)



Nota: Emergentes corresponde a índice de bolsas de países emergentes.  
Fuente: Bloomberg

**GRÁFICO 1.7**

Paridades de Monedas Emergentes respecto del Dólar  
(Variación anual a septiembre 2016, porcentaje, (+) indica depreciación)



Fuente: Bloomberg

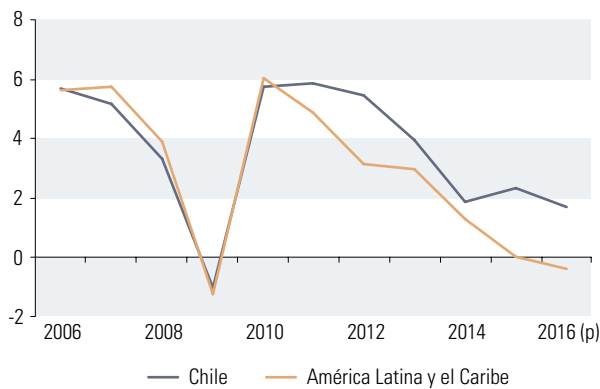
## 1.2. ESCENARIO INTERNO

### 1.2.1. Actividad, Demanda y Mercado Laboral

Al igual que la mayoría de las economías emergentes y de la región, Chile continúa transitando por una fase de reacomodo al nuevo escenario económico mundial. Este ajuste se ha traducido en una desaceleración significativa del crecimiento, que aún no muestra signos claros de repunte (Gráfico 1.8). Si bien la economía creció 2,3% en 2015, por sobre el 1,9% registrado en 2014, las perspectivas para este año se han deteriorado y se espera un menor dinamismo que el del año previo.

#### GRÁFICO 1.8

Crecimiento de Chile y América Latina y el Caribe  
(Variación anual, porcentaje)

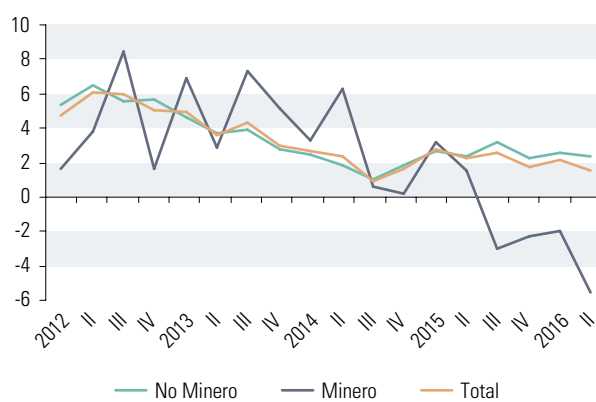


Fuente: FMI y Banco Central de Chile

La baja del precio del cobre ha tenido un impacto muy significativo en el sector minero, cuya actividad ha decaído considerablemente, con lo que se ha configurado una economía a dos velocidades. En 2015 el PIB minero se contrajo 0,2%, en tanto que las actividades no mineras tuvieron una expansión de 2,6% (Gráfico 1.9). En lo que va de este año, esta tendencia se ha acentuado. La actividad minera se contrajo 3,7% el primer semestre, en tanto que los

#### GRÁFICO 1.9

Crecimiento por Sectores  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

sectores no mineros se expandieron 2,5%, similar al año previo. Con esto, el PIB agregado creció 1,9% en la primera parte de este año.

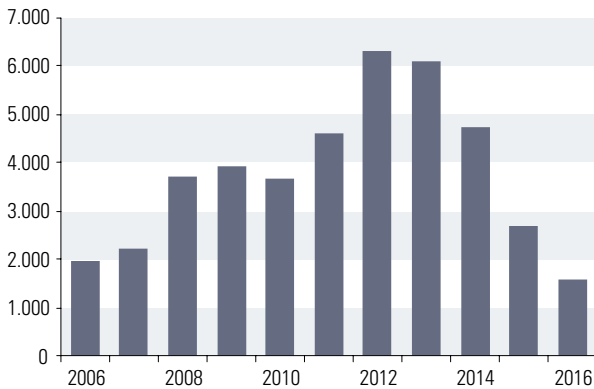
Más allá de sus efectos directos sobre la actividad sectorial, la caída en el precio del cobre ha tenido un impacto significativo en la demanda interna, tanto por sus consecuencias en la inversión como en el consumo debido a su incidencia en el ingreso nacional. En el caso de la inversión minera, se ha observado una sistemática caída en los proyectos privados desde el año 2013 (Gráfico 1.10). Esta situación no sólo se ha dado en Chile: en varios países exportadores de minerales se ha producido una severa contracción en su inversión, tanto minera como agregada (Recuadro 1.1).

En nuestro país, la formación bruta de capital fijo total se contrajo por segundo año consecutivo en 2015, cayendo 1,5%. Al descomponer según sectores de destino, se observa claramente que su caída se debe fundamentalmente a lo que sucede en el sector minero. En efecto, en los últimos dos años la formación bruta de capital en este sector se ha contraído 16%

promedio, con una incidencia en la inversión agregada en torno a -5 pp. tanto en 2014 como en 2015. Esto contrasta con los sectores no mineros, donde la inversión ha tendido a exhibir un mayor dinamismo en los últimos años, creciendo 1,1% en 2014 y 5,4% en 2015 (Gráfico 1.11).

**GRÁFICO 1.10**

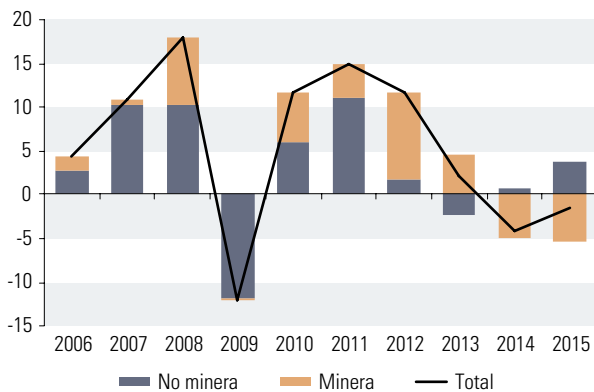
Inversión en Minería Privada  
(US\$ millones de 2016)



Fuente: Catastro Corporación de Bienes de Capital (CBC)

**GRÁFICO 1.11**

Inversión en Capital Fijo por Sectores  
(Variación real e incidencias anuales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

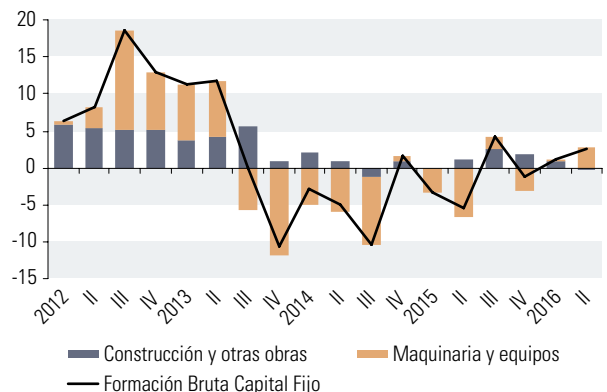
En lo que va del año, la formación bruta de capital fijo total se ha mostrado algo más dinámica, con una expansión anual de 1,9% el primer semestre. En ello ha incidido de manera importante el componente maquinaria y equipos, que tuvo un crecimiento de 5,2% en los primeros dos trimestres, que ha más que compensado la desaceleración del componente construcción y obras de ingeniería, cuya expansión fue de sólo 0,5% (Gráfico 1.12).

El consumo privado se ha moderado con el ciclo económico, en particular su componente durable. En 2015 tuvo una expansión de 2,5%, por debajo de su crecimiento en años previos y el primer trimestre de este año exhibió un leve repunte, expandiéndose 2,6%. Sin embargo, en el segundo trimestre volvió a perder dinamismo y creció sólo 1,7%, con un freno importante del consumo de bienes no durables (Gráfico 1.13).

En 2015 se produjo una reducción de inventarios del orden de 0,4% del PIB, que fue menor a la del año previo. Ello, sumado a la dinámica de la formación bruta

**GRÁFICO 1.12**

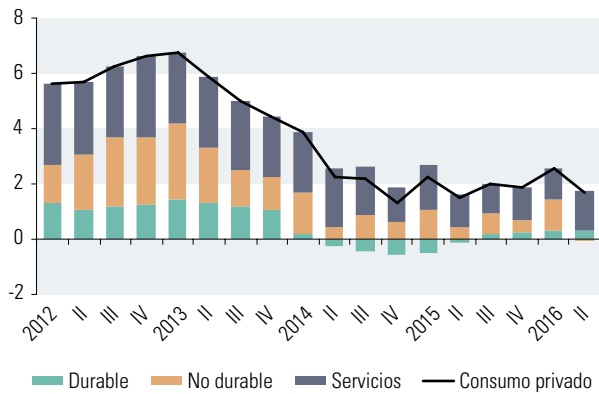
Formación Bruta de Capital Fijo  
(Variación real e incidencias anuales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.13**

Consumo Privado  
(Variación real e incidencias anuales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

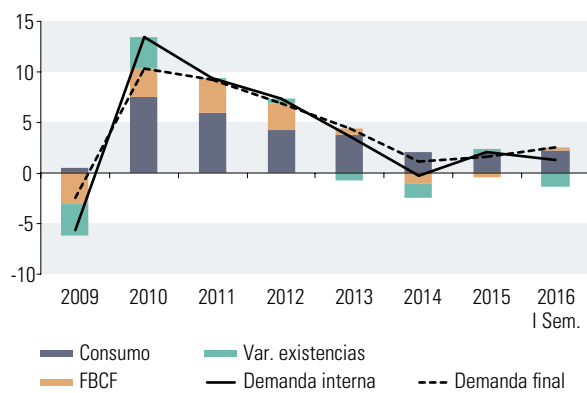
de capital fijo y del consumo se tradujo en una expansión moderada de la demanda interna, que creció 2% (Gráfico 1.14). En el primer semestre de 2016, el mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo y del consumo fue contrarrestado por una nueva y significativa caída de los inventarios, que hizo que la demanda interna redujese su crecimiento a sólo 1,3%.

El proceso de ajuste de la economía al nuevo escenario externo requiere que sectores transables distintos de la minería adquieran un mayor protagonismo en la actividad, lo que debiese reflejarse en la dinámica de las exportaciones netas. Hasta ahora, no se ha observado de manera clara un repunte en este componente. En 2015 las exportaciones netas tuvieron un aporte casi nulo al crecimiento, en tanto que durante el primer semestre de este año su incidencia en el PIB ha sido de sólo 0,7 puntos porcentuales (Gráfico 1.15). En esto subyace el pobre dinamismo de las exportaciones de bienes y en particular el bajo crecimiento de las exportaciones no mineras, que no han contrarrestado la caída de las exportaciones de cobre.

Durante este año las exportaciones agroindustriales han estado afectadas por fenómenos biológicos y climáticos, en tanto que otras exportaciones industriales han debido enfrentar la debilidad del crecimiento de los socios comerciales que las demandan.

**GRÁFICO 1.14**

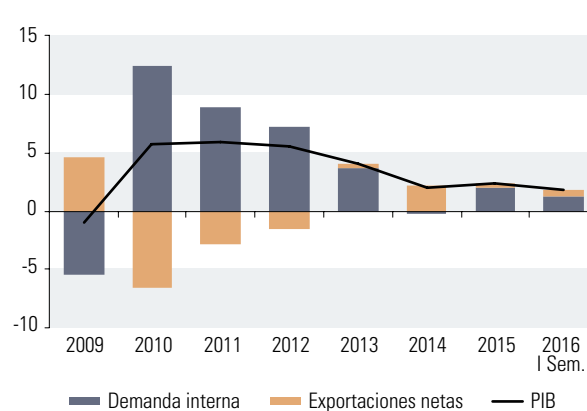
Demanda Interna y Demanda Final  
(Variación real e incidencias anuales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO 1.15**

PIB, Demanda Interna y Exportaciones Netas  
(Variación real anual e incidencias, porcentaje)

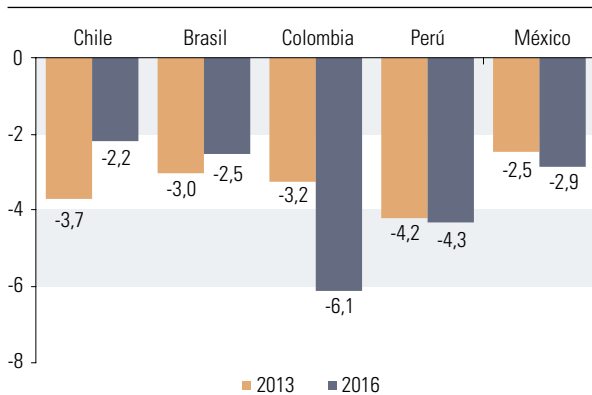


Fuente: Banco Central de Chile

Como resultado de lo anterior, y de la caída de nuestros términos de intercambio, el déficit en cuenta corriente se ha vuelto a ampliar después del significativo ajuste ocurrido en 2014, y hoy se ubica en niveles ligeramente sobre 2% del PIB. Con todo, esta cifra es relativamente acotada tanto desde una perspectiva histórica como en la comparación internacional (Gráfico 1.16).

**GRÁFICO 1.16**

Cuenta Corriente de Chile y Otros Países de América Latina  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de cada país

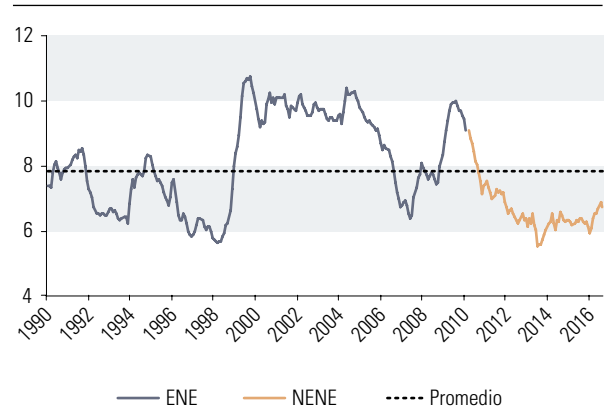
A pesar del bajo dinamismo que muestra la actividad, el mercado laboral se ha mostrado relativamente resiliente durante todo el proceso de ajuste de la economía. En los últimos meses el desempleo ha tenido un moderado aumento y en el trimestre móvil terminado en agosto se ubicó en 6,9%, aún por debajo de sus niveles históricos, pero superior al promedio exhibido en los últimos años (Gráfico 1.17).

Este moderado desempleo se debe, en parte, a un crecimiento acotado de la fuerza de trabajo con una tasa de participación relativamente estable en torno a 60% (Gráfico 1.18). Por otra parte, la economía ha seguido creando empleos, aunque a un ritmo menor que el de años previos. La tasa de empleo ha

tenido un moderado descenso, mientras que su crecimiento ha caído desde niveles cercanos a 2% hace algunos años a cifras en torno a 1%, lo que equivale a la creación de cerca de 90.000 puestos de trabajo en un año (Gráfico 1.19).

**GRÁFICO 1.17**

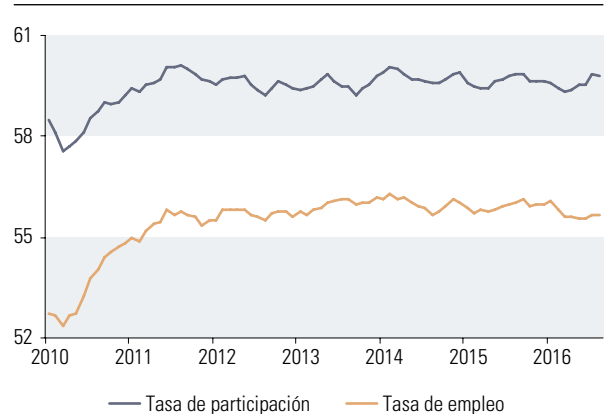
Tasa de Desempleo  
(Porcentaje, serie desestacionalizada)



Fuente: INE

**GRÁFICO 1.18**

Tasa de Participación y Tasa de Empleo  
(Porcentaje, series desestacionalizadas)



Fuente: INE

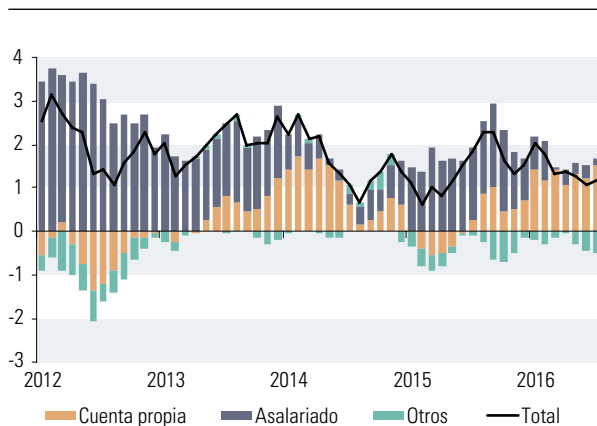
En el último año, la creación de empleo ha sido liderada por el trabajo por cuenta propia, que se incrementó 5,5% en el trimestre móvil terminado en agosto. El empleo asalariado, por su parte, creció sólo 0,2% en el mismo período, reflejando el bajo dinamismo de varios sectores de la economía.

Los salarios reales, por su lado, han acotado su ritmo de expansión y crecen a tasas en torno a 1% en los últimos meses (Gráfico 1.20). Este menor dinamismo de los salarios ha contribuido a moderar el impacto del ajuste de la economía en el empleo y ha contenido presiones inflacionarias por el lado de los costos.

La evolución del empleo a nivel de macro-regiones del país da cuenta de cómo el proceso de reasignación de la economía está operando. En efecto, entre agosto de 2014 y agosto 2016 el empleo en la zona norte ha crecido 2,2% en tanto en la zona sur se ha expandido 4,7% por sobre el promedio nacional (Gráfico 1.21).

**GRÁFICO 1.19**

Creación de Empleo  
(Variación anual e incidencias, porcentaje)

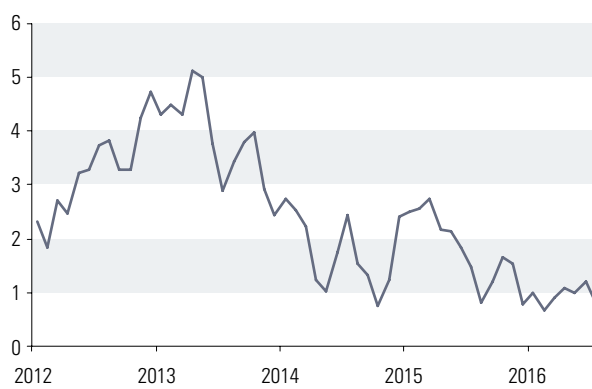


Fuente: INE

Por su parte, las zonas norte y centro son las que han mostrado un menor incremento salarial en el último tiempo, en contraste con las del sur que en la última parte de 2015 exhibieron un crecimiento real anual

**GRÁFICO 1.20**

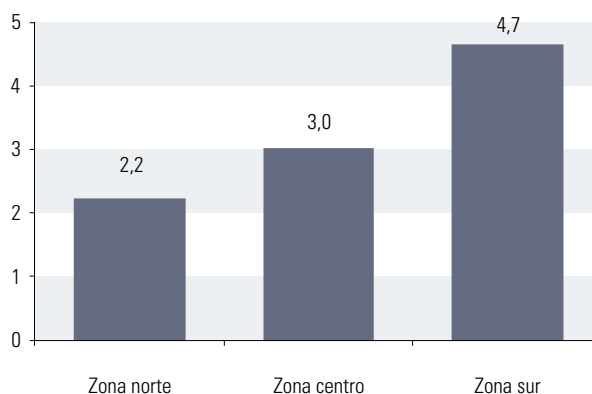
Salarios Reales  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: INE

**GRÁFICO 1.21**

Creación de Empleo por Zona Geográfica  
(Variación entre agosto 2014 y agosto 2016, porcentaje)



Nota: Zona norte: Arica y Parinacota, Tarapacá, Antofagasta, Atacama, Coquimbo. Zona Centro: Valparaíso, Metropolitana, O'Higgins. Zona Sur: Maule, Biobío, Araucanía, Los Ríos, Los Lagos, Aysén, Magallanes.

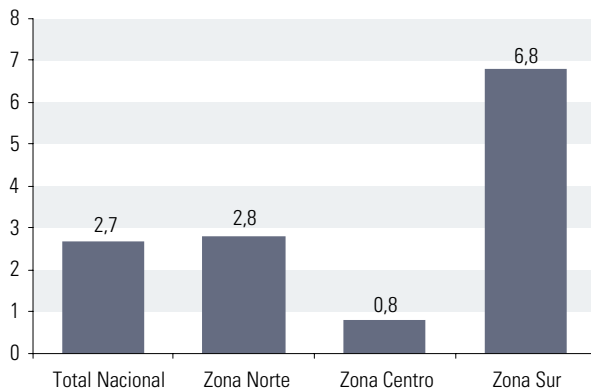
Fuente: INE



de 6,8% (Gráfico 1.22). Esto, junto con la caída en el desempleo en estas regiones, refleja una mayor demanda por trabajo. Estas son precisamente las zonas donde los sectores transables no mineros son más preponderantes y deberán expandirse a futuro.

**GRÁFICO 1.22**

Ingreso Medio Mensual de Ocupados  
(Crecimiento real entre oct-dic 2014 y oct-dic 2015, porcentaje)



Zona norte: Arica y Parinacota, Tarapacá, Antofagasta, Atacama, Coquimbo. Zona Centro: Valparaíso, Metropolitana, O'Higgins. Zona Sur: Maule, Biobío, Araucanía, Los Ríos, Los Lagos, Aysén, Magallanes.

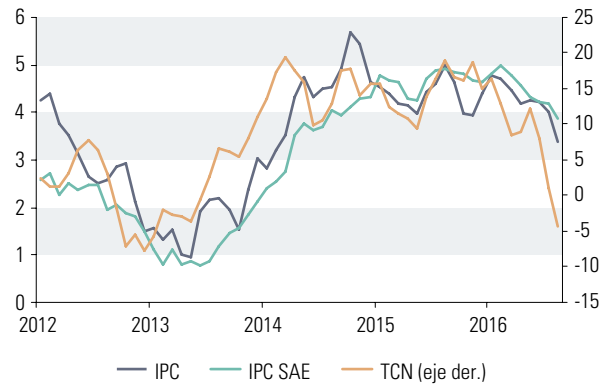
Fuente: INE

### 1.2.2. Inflación y Mercados Financieros

La inflación cerró 2015 con una variación anual de 4,4%, promediando 4,3% en el año. En tanto, la inflación subyacente –medida por el IPC sin energía ni alimentos– fue algo más alta y cerró en 4,7%. Dentro de esta última, la inflación de bienes culminó el año en 5% y la de servicios lo hizo en 4,4%. Esto revela que durante el año pasado se siguieron sintiendo los efectos en los precios de la fuerte depreciación del tipo de cambio ocurrida desde mediados de 2013 (Gráfico 1.23).

**GRÁFICO 1.23**

Inflación y Tipo de Cambio Nominal  
(Variación anual, porcentaje)



(\*) IPC SAE: IPC sin alimentos ni energía

Fuente: INE, Banco Central de Chile

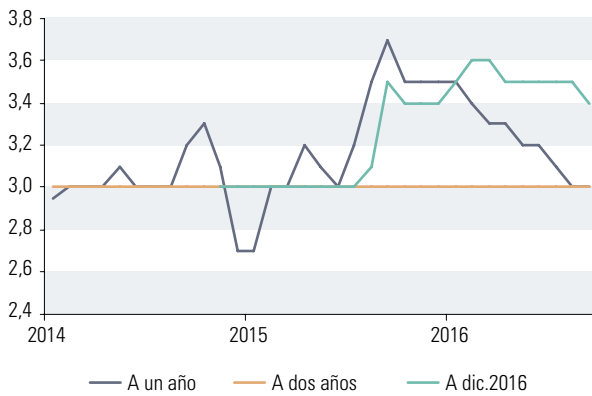
Durante el 2016, la inflación subyacente ha tenido una marcada tendencia a la baja debido a las holguras de capacidad de la economía y a la atenuación en el ritmo de depreciación del peso. La inflación total también ha descendido, pero de manera más atenuada debido a que alzas en los precios de frutas y verduras han compensado las caídas en el precio de los combustibles. Con todo, ya en junio la inflación se ubicó en la parte superior del rango de tolerancia del Banco Central y en agosto descendió a 3,4%, muy cerca de su meta.

Hacia delante, distintas encuestas a analistas y los precios de activos financieros indican que el proceso de reducción de la inflación continuará. Con ello, cerraría 2016 con un registro en torno a 3,5% y de aquí a un año estaría en la meta del Banco Central de 3% (Gráfico 1.24).

El hecho de que las expectativas inflacionarias a mediano plazo se hayan mantenido ancladas en 3% y que el consenso de mercado estimase que el alza en la inflación por sobre la meta es de carácter transi-

**GRÁFICO 1.24**

Expectativas de Inflación  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

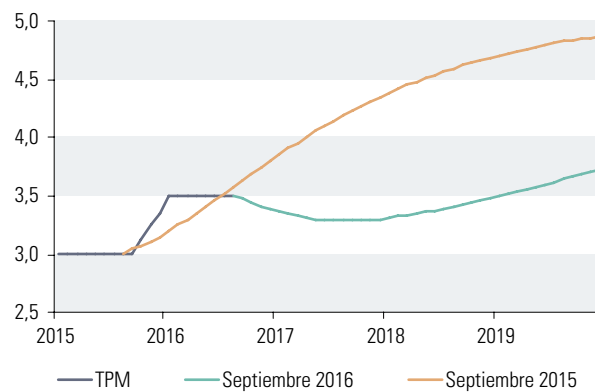
torio, han permitido al Banco Central mantener una política monetaria acomodaticia durante este ciclo. En octubre de 2013, el instituto emisor comenzó un proceso de reducción de su tasa de interés de política, llevándola hasta 3% en octubre de 2014. A fines del año pasado, y ante la persistencia de la inflación por sobre el rango de tolerancia y perspectivas de una recuperación más rápida de la economía, el Banco Central ajustó en octubre y diciembre su tasa de política monetaria (TPM) al alza, para dejarla en 3,5%. En su evaluación, el instituto emisor consideró prudente moderar el impulso monetario con el objetivo de asegurar una convergencia de la inflación dentro de su horizonte de política.

Si bien la tasa de política monetaria se ha mantenido estable desde esa fecha, hasta julio de 2016 el Consejo del Banco Central mantuvo un sesgo alcista en sus comunicados, indicando que en el escenario más plausible se requerirían alzas adicionales en dicha tasa. Dicho sesgo fue eliminado en la reunión de política monetaria de agosto y en el IPoM de septiembre señaló que como supuesto de trabajo se consideraba

una TPM estable en su horizonte de proyección. Por su parte, las tasas de interés de mercado se han ajustado de manera significativa a la baja y señalan una trayectoria para la TPM que podría contemplar un recorte en los próximos trimestres (Gráfico 1.25).

**GRÁFICO 1.25**

Curva Forward para la TPM  
(Porcentaje)

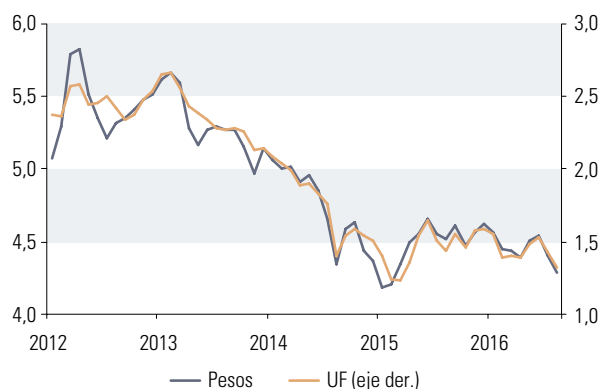


Fuente: Banco Central de Chile

El ciclo de política monetaria en los últimos años ha permitido que las tasas de interés de largo plazo se ubiquen en niveles históricamente bajos (Gráfico 1.26). Al cierre estadístico de este informe, las tasas nominales a 10 años se cotizaban en torno a 4,3%, en tanto que las tasas en UF a ese mismo plazo lo hacían a 1,3%. Las bajas tasas de los instrumentos de renta fija se han traspasado a las tasas de los créditos que enfrentan empresas y personas. Las tasas para créditos de consumo se ubican 300 puntos base por debajo de sus valores hace un par de años y las comerciales más de 150 puntos base respecto de sus valores a mediados de 2014. Por su parte, las tasas de los créditos hipotecarios se cotizan a UF +3,7% en la actualidad, muy por debajo de los valores en torno a UF +4,3% de comienzos de 2014.

**GRÁFICO 1.26**

Tasas de Interés, Bonos a 10 años  
(Porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

Lo anterior ha permitido que la demanda por crédito haya retomado cierto dinamismo. En efecto, tras alcanzar una expansión mínima en seis años el último trimestre de 2014, las colocaciones reales totales se recuperaron durante 2015 y en la actualidad se expanden a tasas que oscilan entre 5% y 6% (Gráfico 1.27).

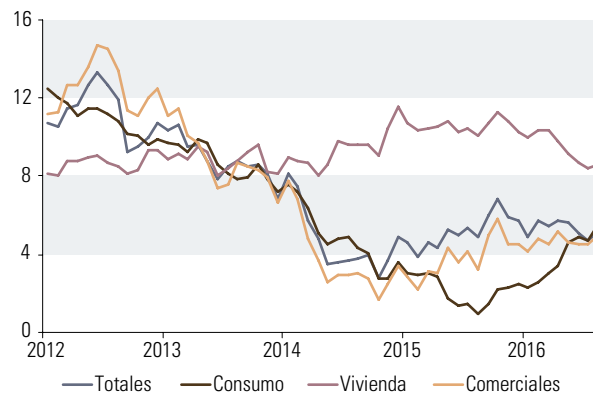
Parte importante de este cambio en la tendencia responde a una marcada recuperación de las colocaciones de consumo. Por su parte, la desaceleración del mercado inmobiliario en los últimos meses, debido al fin del impulso asociado al adelantamiento de compras por la incorporación del IVA a las operaciones de intermediación, se ha traducido en un menor ritmo de crecimiento de las colocaciones hipotecarias.

### 1.3. POLÍTICA FISCAL EN 2016

El presupuesto para este año se confeccionó teniendo como marco el proceso de consolidación estructural definido en el Decreto N°892 de julio de 2014, que estableció las bases de la política fiscal del período, y las modificaciones contenidas en el Decreto N°1378

**GRÁFICO 1.27**

Colocaciones Reales  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

de septiembre de 2015. En aquel momento, y debido a las drásticas revisiones a la baja de los parámetros estructurales, se constató que tanto el nivel como el crecimiento futuro de los ingresos estructurales serían menores que lo estimado y que el balance estructural para el año 2015 sería más deficitario. Por lo mismo, lograr un equilibrio estructural en 2018, como se había comprometido inicialmente, hubiese requerido de una disminución excesiva del crecimiento del gasto público, exacerbando de manera indeseada el ciclo económico en circunstancias que la situación financiera del Fisco es sana.

Este escenario llevó a reconocer que un manejo fiscal responsable que garantizase la solvencia de las finanzas públicas en el mediano plazo, y que permitiese mantener un acceso barato al financiamiento tanto al Gobierno como a las empresas y las familias, requería avances graduales pero concretos para acercar las cuentas fiscales hacia un equilibrio estructural. Por lo mismo, se determinó que la trayectoria futura del gasto público debía ser consistente con una reducción gradual de déficit estructural en

¼% de PIB por año, estimado con parámetros comparables de un año a otro. Así, el presupuesto para 2016 consideró una expansión del gasto consistente con el logro de dicha reducción del déficit estructural.

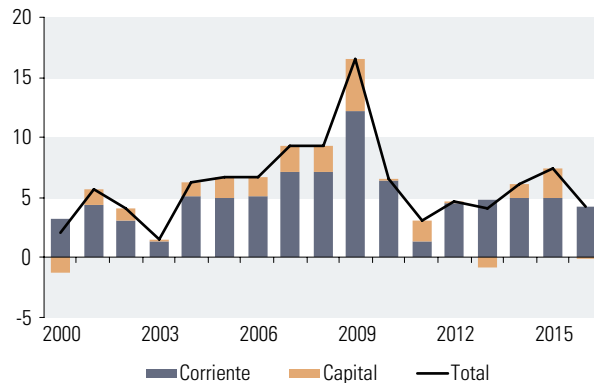
Debido al deterioro del escenario económico y perspectivas más pesimistas para China, el precio del cobre sufrió una drástica caída y llegó a cotizarse por debajo de US\$ 2 la libra a comienzos de este año. En ese contexto, y ante la posibilidad de un precio del cobre deprimido por más tiempo, en enero de 2016 se convocó de manera extraordinaria al Comité de Expertos del Precio de Referencia del Cobre, instancia que redujo en 13% el valor de largo plazo del metal, desde US\$ 2,98 la libra hasta US\$ 2,57 la libra.

Debido a lo anterior, y teniendo en cuenta que la brecha producto podría ubicarse en un rango entre -2% y -3% para este año, se consideró que lograr un déficit estructural comprometido requería un ajuste fiscal. Este se concretó en marzo y consistió en una reducción del gasto público del orden de US\$ 540 millones, equivalente a 0,25% del PIB y 1% del presupuesto. La mayor parte del ajuste recayó en gastos corrientes y cerca de un tercio se obtuvo recortando gasto de capital. Con este ajuste, el gasto crecerá 4,2% este año, más del doble que el PIB (Gráfico 1.28).

En lo que va de 2016, la tasa de crecimiento de los ingresos se ha reducido y se ha producido un cambio importante en su composición. Para el año, se estima que los ingresos aumentarán 0,3% alcanzando un 21,1% del PIB, similar a lo contemplado en la Ley de Presupuestos. Sin embargo, la contribución de los ingresos tributarios no mineros será mayor debido, principalmente, a la recaudación por el registro de capitales. Esto se compensa con el fuerte deterioro de los ingresos por cobre, afectados por la caída del precio del mineral y la merma en la producción (Gráfico 1.29). Con esto, el déficit efectivo se

**GRÁFICO 1.28**

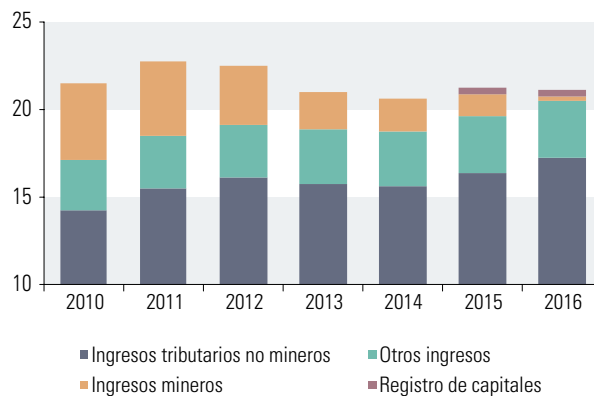
Crecimiento del Gasto Público  
(Variación anual e incidencias, porcentaje)



Fuente: Dipres

**GRÁFICO 1.29**

Ingresos Fiscales  
(Porcentaje del PIB)



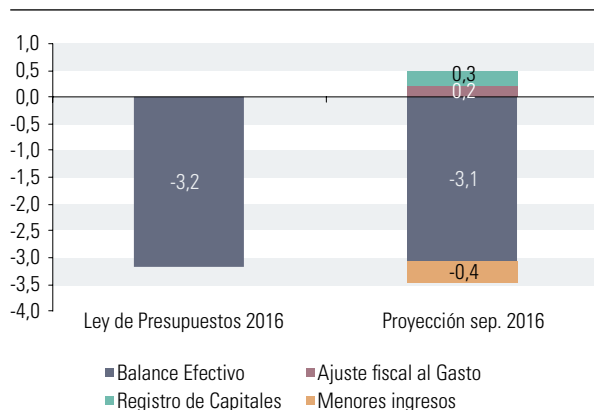
Fuente: Dipres

elevará hasta 3,1%, en línea con lo contemplado en la Ley de Presupuestos (Gráfico 1.30).

Dado este déficit, y considerando los parámetros estructurales de los comités del año pasado (y la actualización del precio de referencia del cobre de enero), esto es, un crecimiento tendencial de 3,6% y un precio

**GRÁFICO 1.30**

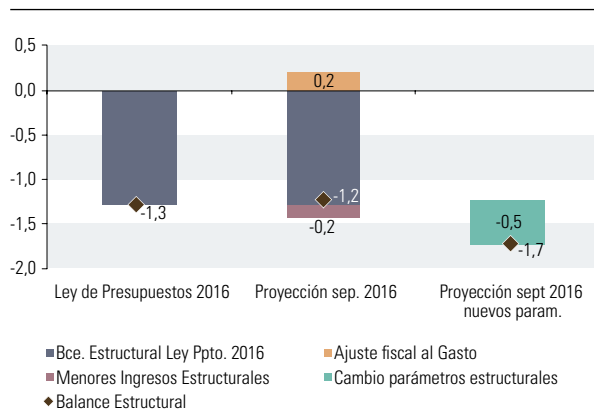
Balance Efectivo 2016  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres

**GRÁFICO 1.31**

Balance Estructural  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres

de referencia del cobre de US\$ 2,57 la libra, el balance estructural en 2016 llegaría a -1,2% del PIB, mejor que el balance estructural de -1,6% del PIB en 2015 calculado con los mismos parámetros.

Este año, las consultas a los comités de expertos arrojaron nuevas reducciones en los parámetros estruc-

turales. En el caso del precio de referencia del cobre se definió un valor de US\$ 2,56 la libra, marginalmente inferior al establecido en la consulta extraordinaria de enero. Por su parte, el crecimiento tendencial quedó en 3%, con lo que la brecha para este año alcanzará a 2,3% del PIB. Con estos parámetros, y considerando las nuevas proyecciones de ingresos efectivos, el balance estructural en 2016 alcanzará -1,7% del PIB (Gráfico 1.31). Por su parte, tomando los mismos parámetros estructurales, el balance estructural de 2015 sería de -1,9% del PIB (Recuadro 1.3).

#### 1.4. PERSPECTIVAS Y POLÍTICA FISCAL PARA 2017

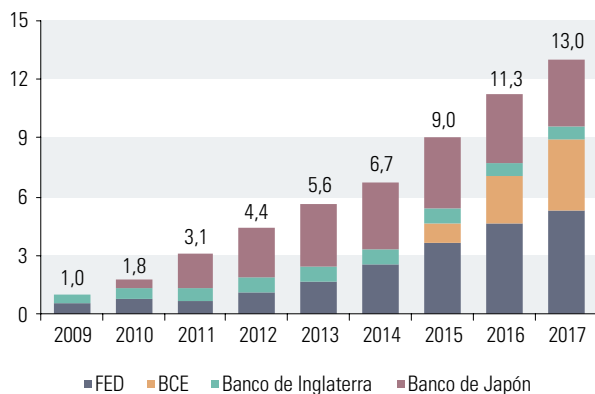
Para 2017 se espera una moderada recuperación en el ritmo de crecimiento mundial que pasará de 3,1% a 3,4%. Estados Unidos seguirá aumentando paulatinamente su dinamismo y crecerá 2,5%. Por el contrario, las economías de la Zona Euro reducirán ligeramente su ritmo de expansión desde 1,6% este año a 1,4% el próximo, influidas por los efectos del *Brexit*. Japón también tendrá un menor dinamismo y crecerá sólo 0,1%. Con ello, los países desarrollados mantendrán el mismo ritmo de expansión que el de este año y crecerán 1,8%. Debido a esto, se espera que las políticas monetarias de las principales economías avanzadas continúen siendo expansivas en 2017 (Gráfico 1.32).

En el caso de las economías emergentes, también se proyecta una trayectoria disímil entre distintos países. China continuará su proceso de ajuste y desaceleración y crecerá 6,2%, y América Latina aumentará su ritmo de expansión a 1,6%. Esto fundamentalmente influido por la recuperación de Brasil, que se espera avance 0,5%. Con ello, el conjunto de las economías emergentes crecerá 4,6%, por sobre el 4,1% de este año.

La incertidumbre respecto de la economía de China a comienzos de año y la apreciación del dólar a nivel

GRÁFICO 1.32

Liquidez Inyectada a la Economía Mundial al Cierre de Cada Año  
(Porcentaje del PIB Mundial)



Nota: Para 2016 y 2017 se asume que la Reserva Federal mantiene el stock de activos que poseía a fines de 2015 y que el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón continuarán con sus programas de compra de activos hasta diciembre de 2017.

Fuente: Bloomberg, FMI y Ministerio de Economía y Finanzas de Perú

global después del alza en la tasa de política por parte de la FED, llevaron a una sustantiva caída en los precios de las materias primas en enero de este año. Con posterioridad, la economía asiática mostró algo de mayor fortaleza, lo que redujo la incertidumbre y permitió cierta recuperación en los precios de las materias primas. El cobre, con fluctuaciones, ha pasado de cotizarse en US\$ 2 la libra en enero a valores en torno a US\$ 2,15 la libra en lo más reciente. Hacia delante, se proyecta un moderado incremento asociado a un mayor crecimiento global y de ajustes por el lado de la oferta, que harían que se ubique en torno a US\$ 2,2 la libra en 2017. El petróleo, tras haber registrado una recuperación importante durante el primer semestre, ha vuelto a retroceder y se ubica en torno a US\$ 45 el barril. Los altos niveles de inventarios, así como la dificultad que ha tenido la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para ajustar la producción de sus miembros, permiten proyectar que no habrá presiones al alza significativas hacia

delante. Con ello, para el próximo año se proyecta un precio promedio en torno a US\$48 el barril.

El escenario mundial presenta una serie de riesgos. La velocidad a la cual la FED continúe su proceso de normalización monetaria será clave para la evolución de los precios de los activos financieros y de las materias primas. Hasta ahora, el mercado ha intercalado una trayectoria de alzas gradual y moderada. Sin embargo, aumentos sorprendentes de la inflación o reducciones drásticas en la tasa de desempleo podrían significar trayectorias más empinadas para la tasa de la FED. Por su parte, los riesgos respecto de la economía china aún persisten. Su sistema financiero permanece frágil y perdura la incertidumbre respecto de su crecimiento en los próximos años. Por último, si bien el *Brexit* parece haber tenido efectos acotados en el corto plazo, aún está por verse la magnitud del impacto que tendrá sobre el sector real de las economías europeas.

CUADRO 1.1

Crecimiento del PIB Mundial  
(Variación real anual, porcentaje)

	2015	2016		2017	
		WEO (Jul-16)	CF (Sep-16)	WEO (Jul-16)	CF (Sep-16)
<b>Crecimiento del PIB Mundial</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>
Economías Avanzadas	1,9	1,8	-	1,8	-
EE.UU.	2,4	2,2	1,5	2,5	2,3
Zona Euro	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3
Japón	0,5	0,3	0,6	0,1	0,8
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	-	<b>4,6</b>	-
China	6,9	6,6	6,6	6,2	6,3
India	7,6	7,4	7,6	7,4	7,7
Brasil	-3,8	-3,3	-3,2	0,5	1,1
<b>América Latina</b>	<b>-0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>

Fuente: FMI, Consensus Forecasts



La economía chilena mostrará una gradual recuperación durante los próximos trimestres, aunque algo más lenta que la prevista hace un tiempo. Para 2017 las proyecciones del Ministerio de Hacienda apuntan a un crecimiento en torno al 2¼%, similar a las estimaciones de mercado y al punto medio del rango proyectado por el Banco Central en su último IPoM (Gráfico 1.33). En 2018, la economía crecerá 3¼%, por sobre su tendencia, con lo que comenzarán a cerrarse las brechas de capacidad.

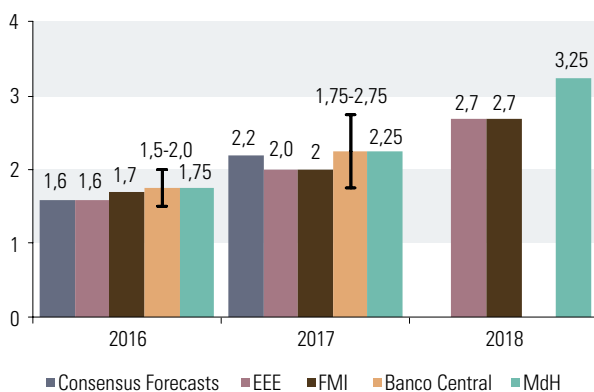
La recuperación del crecimiento en los próximos trimestres se sustenta en una serie de elementos. Por una parte, nuestros socios comerciales en la región debiesen comenzar a exhibir tasas de crecimiento más elevadas lo que redundará en una mayor demanda por exportaciones. En segundo lugar, la política macroeconómica seguirá dando un estímulo positivo a la actividad. El mix de tipo de cambio y tasas de interés continúa siendo muy propicio para la inversión. Si bien hasta ahora no se ha observado un gran dinamismo de esta variable, la persistencia de condi-

ciones favorables impulsará el desarrollo de proyectos en una serie de sectores. Además, después de la importante desacumulación de inventarios ocurrida en los últimos tres años, es esperable que se produzca una recomposición de los mismos que impulse la demanda interna. A eso se agrega el estímulo proveniente desde el sector público, tanto por la inversión del Gobierno Central y de las empresas públicas, como por la acción generada a través de concesiones y los planes especiales de vivienda. En tercer lugar, la importante y sistemática reducción en los costos de la energía irá aumentando la competitividad de las empresas, lo cual redundará en más demanda por sus productos y mayor actividad. Por último, un escenario de menor incertidumbre a medida que se han ido concretando las reformas estructurales permitirá mejorar la confianza, lo que debiese generar un nuevo impulso a la demanda interna.

Respecto de la inflación, se proyecta que este año cerraría en 3,5% y que el próximo continuaría el proceso de convergencia hacia la meta del Banco Central, para terminar en diciembre de 2017 en 3%. Estas proyecciones son similares a las del último IPoM del Banco Central y a la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre. La reducción en la inflación en los próximos meses respondería a una serie de factores. En primer lugar, el tipo de cambio real, con vaivenes, ha tendido a estabilizarse y es poco probable que vuelva a aumentar con la intensidad que lo hizo al concluir el súper ciclo de precios de las materias primas. En segundo lugar, la fuerte caída en los precios de los combustibles registrada desde fines de 2014 ha reducido los costos de producción de una serie de bienes y servicios, lo que se irá traspasando a distintos precios en la economía. Por último, el crecimiento de la economía por debajo de su potencial ha generado holguras de capacidad que continuarán quitando presión a las alzas de los precios.

**GRÁFICO 1.33**

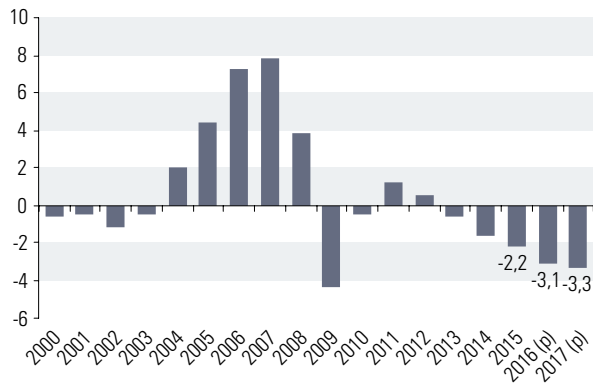
Proyecciones de Crecimiento para Chile  
(Variación real anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts, Banco Central de Chile, FMI y Ministerio de Hacienda

GRÁFICO 1.34

Balance Fiscal  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres

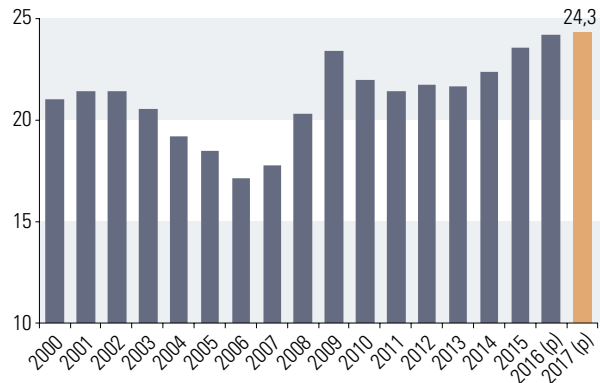
Dado el déficit estructural de 1,7% del PIB de este año, el compromiso de reducirlo en torno a  $\frac{1}{4}$ % del PIB por año requiere lograr uno de aproximadamente 1,5% del PIB en 2017. Los ingresos estructurales crecerán del orden de 3,7% el próximo año, por lo que alcanzar la meta para el balance estructural hace necesaria una expansión del gasto público de 2,7%. Los ingresos efectivos se expandirán algo menos, en torno a 1,6%, con lo que el déficit total del Gobierno llegará a 3,3% del PIB (Gráfico 1.34).

De esta manera, en 2017 la política fiscal será levemente expansiva. Si bien el déficit estructural se reduce respecto de este año, el déficit efectivo aumenta marginalmente dando cuenta de la operación de los estabilizadores automáticos en esta parte del ciclo de la economía. Además, el gasto público nuevamente crecerá por sobre el PIB, con lo que la razón gasto a PIB alcanzará su mayor nivel de las últimas décadas (Gráfico 1.35).

Respecto de la inversión pública, el presupuesto 2017 contempla una disminución de 3,7%, pero su nivel se

GRÁFICO 1.35

Gasto Público Total del Gobierno Central  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres

mantiene elevado, por lo que seguirá contribuyendo al crecimiento de la economía. Además, hay que destacar que el estímulo al gasto y a la actividad proveniente de la acción del sector público va más allá del gasto de capital del Gobierno Central, por cuanto también incluye la inversión de las empresas públicas, apalancada en gran medida por el aporte de capital del Gobierno, y la inversión en concesiones.

Para 2017, Codelco continuará desarrollando el programa de inversiones contemplado en el Plan de Negocios y Desarrollo, Metro S.A. invertirá un monto significativo en las nuevas líneas y en el inicio de las extensiones de líneas, y ENAP se encuentra desplegando importantes inversiones, incluyendo el desarrollo del gas no convencional y la construcción de la primera central de geotermia en Sudamérica. A eso se agregan las obras generadas por nuevas concesiones, adjudicadas y por adjudicar, y por ampliaciones de contratos existentes.

Considerando lo anterior, la inversión movilizada directamente desde el sector público crecerá en torno

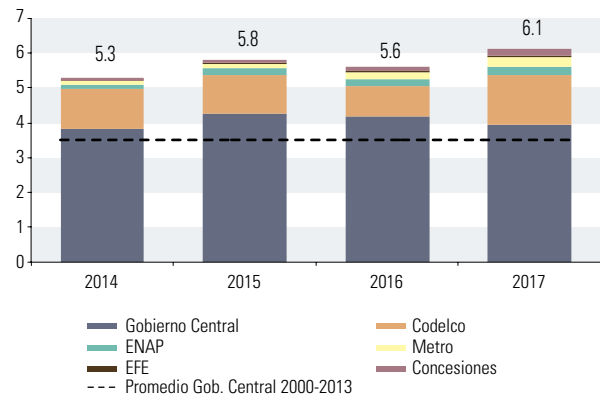
a 10,8% y pasará de 5,6% del PIB este año a 6,1% del PIB el próximo (Gráfico 1.36). Finalmente, hay que considerar el plan especial de vivienda que la Presidenta anunció el 21 de mayo pasado, que se ampliará en cerca del 50%.

Por cierto, el compromiso del Gobierno con el crecimiento va más allá de su política fiscal. La Presidenta Michelle Bachelet ha declarado 2016 como el Año de la Productividad. En ese contexto, se han desplegado una serie de iniciativas y culminado la tramitación de importantes proyectos de ley que contribuirán a aumentar la capacidad de crecimiento de la economía. Entre los más destacados se encuentran la iniciativa que establece un conjunto de medidas para impulsar la productividad, la de medios de prepago y la que moderniza el Sistema de Alta Dirección Pública, todas ellas aprobadas en agosto y a punto de ser promulgadas como Leyes de la República al cierre de este informe. Se agregan la Ley que Fortalece la Libre Competencia y la Ley de Transmisión Eléctrica, que resultó de suma importancia para dar certidumbre sobre el sistema de transmisión nacional y con ello favorecer una mayor competencia y precios de la electricidad más bajos en la última licitación.

Nuestra economía tiene un alto grado de integración con el mundo, tanto desde el punto de vista comercial como el financiero. Esto genera importantes beneficios para el crecimiento económico de mediano

**GRÁFICO 1.36**

Inversión Movilizada por el Estado  
(Porcentaje del PIB)



Nota: CODELCO: considera proyección de inversión contenida en actualización de Plan de Negocios y Desarrollo; ENAP: incluye programas de inversiones; METRO: considera flujos de inversión en nuevas líneas 3 y 6, y futuras ampliaciones en líneas 3 y 2; EFE: considera programas de inversiones; Concesiones: considera licitaciones adjudicadas y estimación por ampliaciones de contratos. En cada caso se ha sustraído de las inversiones de las empresas los aportes fiscales contemplados en las partidas de transferencias de capital.

Fuente: Dipres y Ministerio de Hacienda

y largo plazo, pero también nos expone a los vaivenes externos. Un manejo fiscal solvente, guiado por la regla de balance estructural, hace que la economía chilena se encuentre bien preparada para enfrentar las turbulencias externas y permite responder de manera responsable, pero a la vez flexible, a las condiciones del ciclo económico.

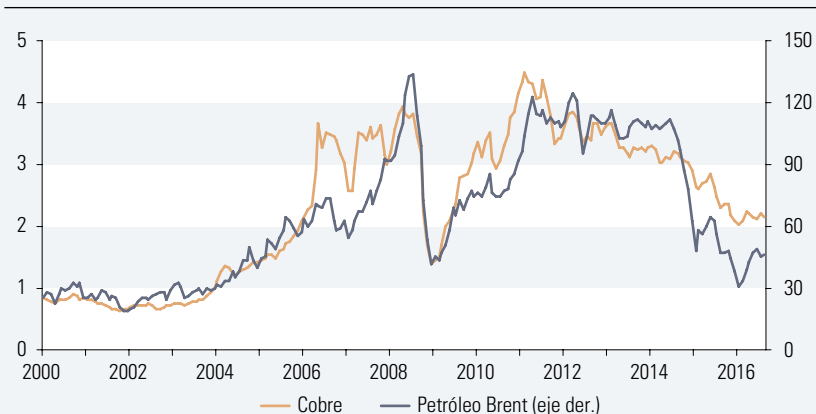
## RECUADRO 1.1

**Precio de Materias Primas, Ciclo de Inversión y Crecimiento**

El fin del súper ciclo de las materias primas ha significado que sus precios caigan de manera sustantiva en los últimos años. Esto es particularmente notorio en los casos del cobre y del petróleo, cuyos precios se cotizan hoy en valores similares a los de mediados de la década pasada: 50% por debajo de su máximo en el caso del cobre y más de 60% por debajo en el caso del petróleo (Gráfico 1.37).

**GRÁFICO 1.37**

Precio del Cobre y Petróleo Brent  
(US\$ la libra y US\$ el barril)



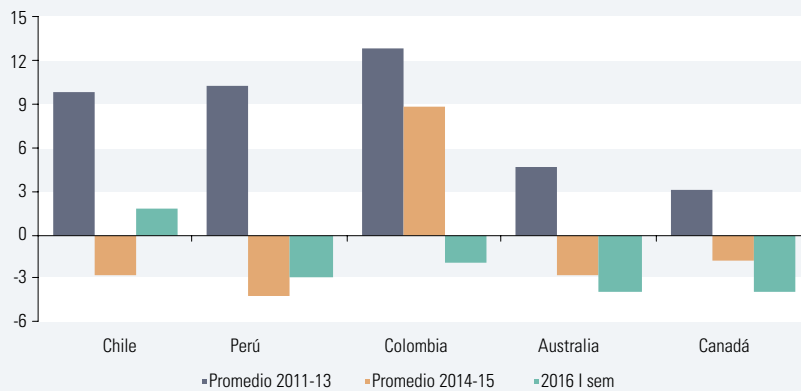
Fuente: Banco Central de Chile

La caída de estos precios ha tenido un impacto muy significativo en la inversión de los países exportadores de este tipo de materias primas. Típicamente, las inversiones en los sectores mineros requieren un extenso período de maduración, por lo que las señales de precio de largo plazo resultan cruciales. Con el fin del súper ciclo se ha modificado de manera significativa la visión respecto de la trayectoria futura de los precios, lo que ha reducido sustancialmente la inversión en esos sectores, afectando también de manera directa e indirecta la inversión en otros sectores.

Si analizamos la situación de un conjunto de países exportadores de productos mineros, ya sea cobre o petróleo, se observa un patrón muy similar para la inversión agregada (Gráfico 1.38). En Perú, Chile y Australia, cuyas exportaciones mineras, principalmente de metales, representan más del 50% de las exportaciones totales de bienes, se observa que tras un fuerte dinamismo de la inversión en el período 2011-2013 cuando los precios estaban altos, desde 2014 en adelante ha mostrado variaciones negativas (Gráfico 1.38).

GRÁFICO 1.38

Inversión en Capital Fijo en Países Mineros  
(Variación real promedio, porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de estadística de cada país

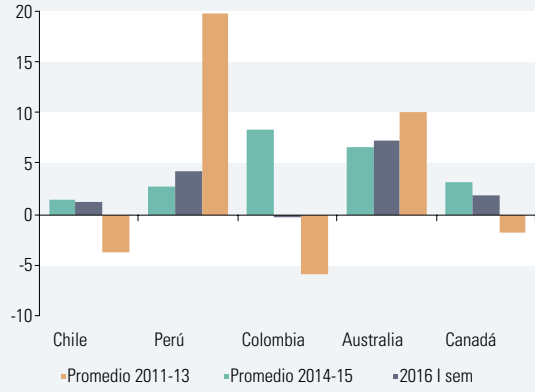
Una situación similar se observa para Colombia y Canadá, dos países exportadores de petróleo. En el caso de Colombia, el freno a la inversión ha sido más rezagado, pero la magnitud de la corrección ha sido muy significativa.

En varios casos, la caída de los precios de los minerales ha redundado en una merma en la actividad de esos sectores. Así, vemos como en Chile, Colombia y Canadá la actividad minera se ha contraído de manera importante en los últimos años (Gráfico 1.39). Los casos de Perú y Australia son llamativos, pues en ambos la actividad minera ha tendido a aumentar. En Perú esto refleja los frutos de la alta inversión pasada en el sector.

El efecto del fin del ciclo de precios altos no se agota allí, pues existen otros canales por los cuales los menores precios se transmiten hacia otros sectores de la economía. Como resultado de ello, se observa que en estos cinco países la actividad de los sectores no mineros ha descendido después del fin del súper ciclo de precios (Gráfico 1.40). Los casos más relevantes son los de Chile y Perú, donde el cobre representa una fracción muy relevante de las exportaciones. En esos países la actividad de los sectores no mineros pasó de crecer a tasas cercanas al 6% hace algunos años, a un ritmo entre 2% y 3% en lo más reciente. Países como Australia y Canadá están más diversificados, lo que les ha permitido acomodar de mejor manera el shock de precios.

**GRÁFICO 1.39**

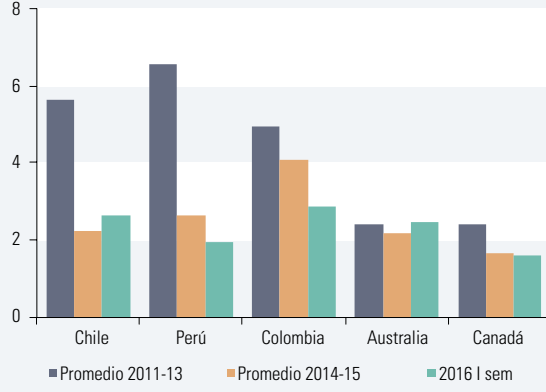
Crecimiento del PIB Minero  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales e institutos de estadística de cada país

**GRÁFICO 1.40**

Crecimiento del PIB no Minero  
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales e institutos de estadística de cada país



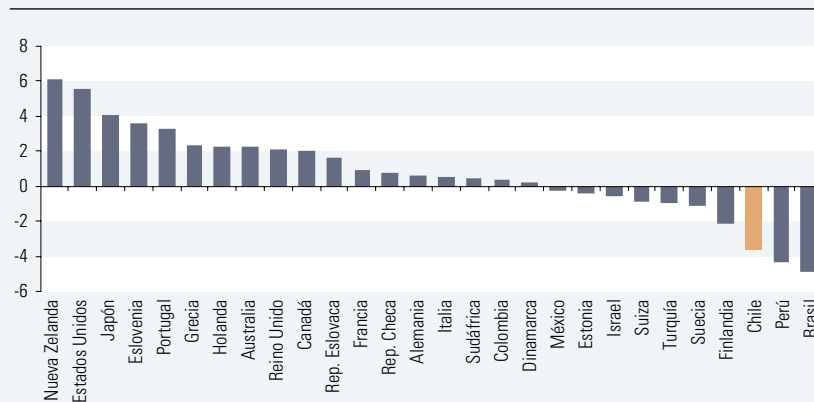
## RECUADRO 1.2

**Déficit Fiscal, Riesgo Soberano y Costo del Financiamiento**

En los últimos años, la caída en el precio del cobre y el menor ritmo de crecimiento han mermado los ingresos del Estado, lo que junto con un incremento importante del gasto público se ha traducido en un sistemático y significativo aumento en el déficit fiscal. El balance del Gobierno pasó de un superávit en torno a 1,3% del PIB en 2011 a un déficit de 2,2% del PIB el año pasado. Para 2016, se proyecta un déficit de 3,1% del PIB, el que se incrementaría levemente en 2017 hasta 3,3% del PIB. Al comparar esta situación con la de otros países, se observa que el deterioro de nuestras cuentas fiscales en los últimos cinco años ha sido uno de los más significativos (Gráfico 1.41).

**GRÁFICO 1.41**

Cambio en el Balance Fiscal entre 2011 y 2015  
(Porcentaje del PIB)



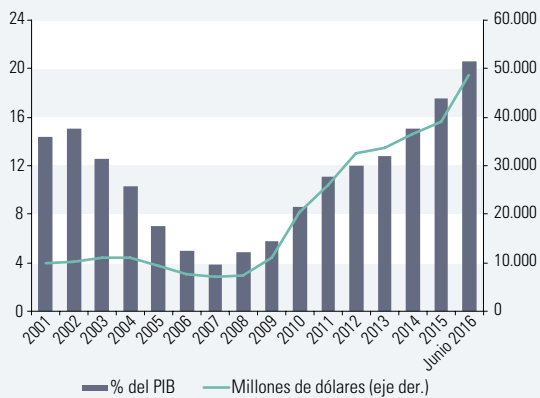
Fuente: Dipres, World Economic Outlook (WEO), abril 2016

Las crecientes necesidades de financiamiento han provocado una sustantiva alza en la deuda pública de Chile, que pasó de aproximadamente 9% en 2011 a 20,6% en junio de este año (Gráfico 1.42)<sup>1</sup>. Si bien la deuda neta es aún negativa, se prevé que el próximo año la posición acreedora del Fisco medida por esta variable se revierta por primera vez desde 2005. A su vez, si se mide la deuda como fracción de los ingresos fiscales, se observa que la situación de Chile se ha deteriorado de manera más rápida que la de otras economías con similar clasificación crediticia (Gráfico 1.43).

1 El stock de deuda a junio no incorpora el registro completo del intercambio de bonos locales realizado el 23 de junio (que debió liquidarse o ejecutarse el 28 de junio) dado que al cierre de mes sólo se registró en el DCV la colocación de deuda y no la recompra de los bonos (por \$1.041.254 millones). Al considerar la operación completa, tanto la recompra como la correspondiente colocación de bonos que quedó registrado en julio, el stock de deuda totaliza \$32.410.857 millones (equivalente a US\$ 48.996,7 millones o al 19,8% del PIB).

**GRÁFICO 1.42**

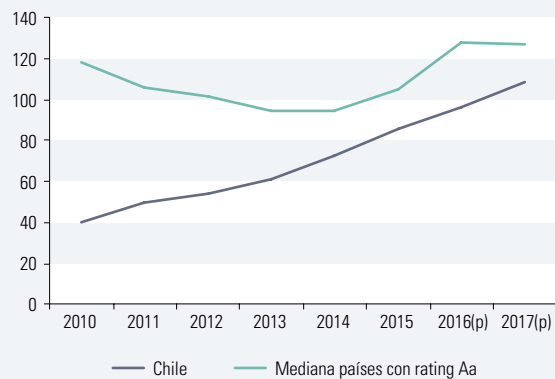
Deuda del Gobierno Central  
(Porcentaje del PIB, millones de dólares)



Fuente: Dipres

**GRÁFICO 1.43**

Evolución de la Deuda Soberana de Países con Similar  
Clasificación de Deuda  
(Porcentaje de los ingresos fiscales)



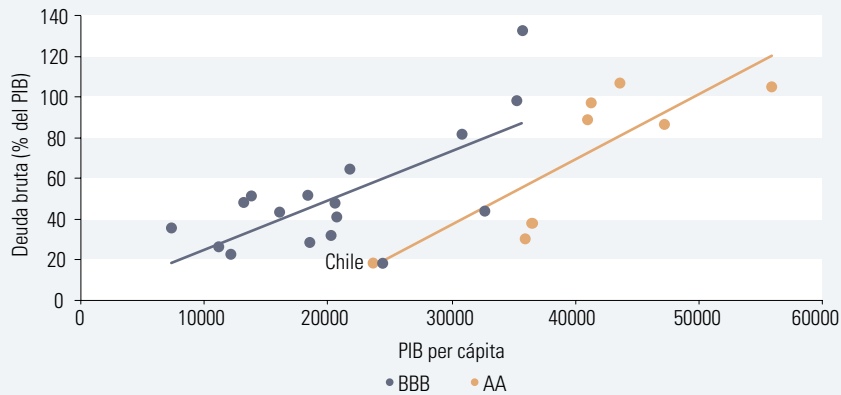
Fuente: Moody's

Una de las consecuencias directas de este aumento en la deuda es el alza en la carga financiera. Esta se ha incrementado en más de US\$ 600 millones en los últimos cinco años y hoy representa aproximadamente 0,6% del PIB. Otra consecuencia es el riesgo de un cambio en la evaluación de la solvencia fiscal de Chile que hacen diversos agentes. Los inversionistas y las agencias clasificadoras de riesgo consideran el nivel de deuda de los países como uno de los indicadores más importantes de la solvencia de los gobiernos. Un bajo nivel de deuda, medida como fracción del PIB, refleja una economía que es capaz de producir suficientes bienes y servicios para generar los recursos que le permitan servir sus obligaciones.

Ha sido precisamente el acotado nivel de deuda, sumado a un marco institucional sólido, lo que le ha permitido a Chile tener una baja clasificación de riesgo. De hecho, el rating crediticio de Chile es superior al de otras economías con similar nivel de desarrollo, medido por el PIB per cápita. Del mismo modo, otros países con clasificación equivalente a la de Chile tienen un PIB per cápita muy superior (Gráfico 1.44).

GRÁFICO 1.44

Deuda Bruta y PIB per Cápita, 2015  
(Porcentaje del PIB, dólares PPC)



Fuente: Ministerio de Hacienda en base a datos de Moody's y FMI

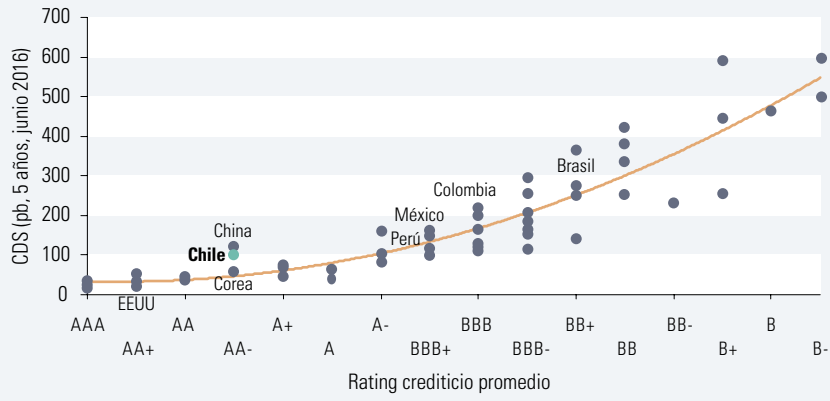
Uno de los riesgos de los déficits públicos observados y su evolución futura es la dinámica de la deuda. De mantenerse una trayectoria creciente de déficit, el aumento en el nivel de endeudamiento será cada vez más rápido. Con ello, la posibilidad de una reevaluación del riesgo país y una rebaja en la clasificación crediticia -ajuste que sería inédito en nuestra historia reciente- es cada vez mayor.

Una baja en la clasificación de riesgo tiene un impacto directo en las tasas de interés y el costo de financiamiento, tanto para empresas como para personas. Así, por ejemplo, a los niveles de clasificación de riesgo actual de Chile, una rebaja en su rating de un *notch* estaría asociada a un incremento en el premio por riesgo país, medido por el *Credit Default Swap* (CDS), de entre 25 y 50 puntos base (Gráfico 1.45). Esto, a su vez, se traduce en un incremento en las tasas de largo plazo que enfrentan las empresas y las personas, y en el costo del financiamiento, afectando con ello la inversión y el consumo.

Teniendo presente la trayectoria de déficits de los últimos años y los riesgos asociados a un cambio de percepción en los agentes al respecto, es de suma relevancia mantener la senda de consolidación gradual del déficit estructural que ha comprometido el Gobierno. Esto garantiza la solvencia de las finanzas públicas en un horizonte de mediano y largo plazo, le entrega credibilidad a la política fiscal y permite que en el corto plazo operen los estabilizadores automáticos.

**GRÁFICO 1.45**

*Spread Soberano versus Rating Crediticio  
(Puntos base, rating)*



Fuente: Bloomberg, S&P

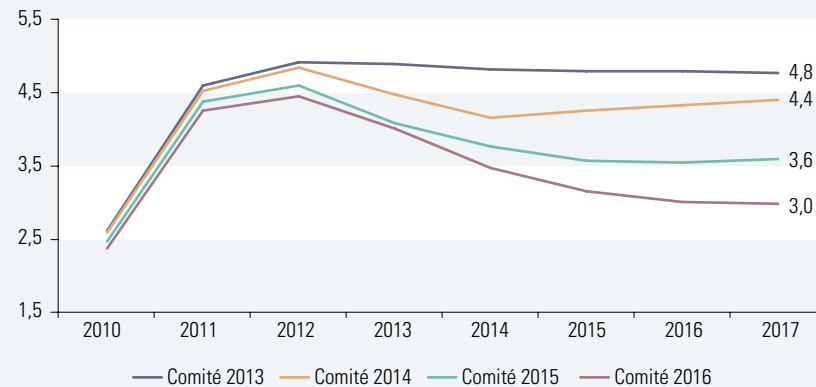
## RECUADRO 1.3

**Balance Estructural y Consolidación Fiscal**

Uno de los aspectos más importantes del escenario fiscal reciente es el ajuste significativo que han venido experimentando los dos parámetros clave para el balance estructural: el PIB tendencial, que permite medir la brecha de capacidad de la economía, y el precio de referencia del cobre. Ambos parámetros son determinados anualmente por dos comités de expertos que entregan sus resultados antes de la elaboración de la Ley de Presupuestos y que sistemáticamente en las consultas de los últimos años los han reducido respecto de las consultas previas (Gráficos 1.46 y 1.47).

**GRÁFICO 1.46**

PIB Tendencial  
(Crecimiento, porcentaje)

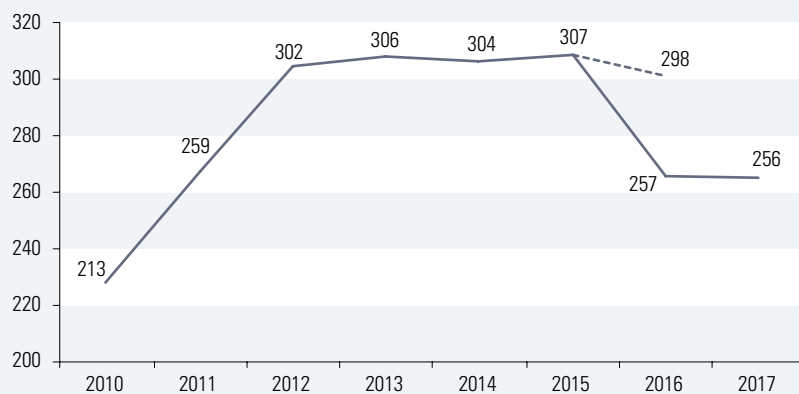


Fuente: Dipres en base a Comité Consultivo

Al iniciarse el Gobierno, en línea con su programa, se estableció como objetivo lograr un equilibrio estructural hacia fines del período presidencial; es decir, un déficit estructural de 0% del PIB en 2018. Sin embargo, el deterioro del escenario macroeconómico derivado del fin de súper ciclo de precios de las materias primas, y la sistemática revisión a la baja en los parámetros estructurales, llevaron a modificar el objetivo de política para el período. En concreto, el gobierno se comprometió en septiembre de 2015 a reducir gradualmente el déficit estructural en torno a  $\frac{1}{4}$ % de PIB por año, medido con parámetros comparables. Haber buscado converger a un equilibrio estructural en 2018 habría requerido efectuar una importante contracción fiscal en circunstancias que la economía se encuentra transitando por un período de desaceleración cíclica. Por su parte, la solvencia fiscal da espacio para graduar el proceso de consolidación del déficit y permitir que los estabilizadores automáticos operen.

**GRÁFICO 1.47**

Precio Referencia del Cobre  
(US\$ la libra)



Fuente: Dipres en base a Comité Consultivo

Una de las dificultades de estas revisiones en los parámetros estructurales es que, por su magnitud y por ser ambas en la misma dirección, las estimaciones ex - post del déficit estructural han ido empeorando en el tiempo de manera significativa sin que haya mediado una acción de política. En principio, la evolución temporal del balance estructural no sólo permite inferir la solvencia financiera del Gobierno, sino que también indica la orientación de la política fiscal en una perspectiva de mediano plazo. Por lo mismo, la revisión frecuente y en magnitudes significativas de los parámetros estructurales, como ha ocurrido en los últimos años, hace que la comparabilidad se pierda y resulte difícil inferir el curso que sigue el esfuerzo fiscal.

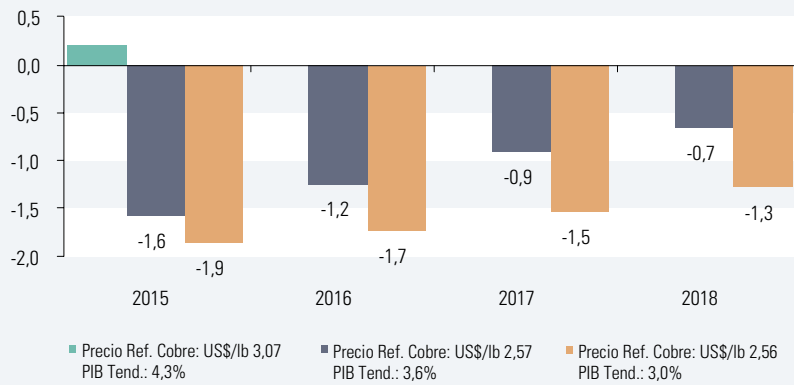
Tradicionalmente, el balance estructural se ha medido con los parámetros con que fue elaborado el respectivo presupuesto. Así, por ejemplo, el balance estructural para 2016 se mediría con los parámetros de los comités del año 2015; esto es, un crecimiento tendencial de 3,6% y un precio de referencia del cobre de US\$ 2,98 la libra. En este último caso, el precio fue revisado a la baja a US\$ 2,57 la libra en la consulta extraordinaria al comité de expertos de enero de este año. Con esos parámetros, y excluyendo los ingresos extraordinarios por el registro de capitales, el déficit estructural alcanzaría 1,2% del PIB. Sin embargo, si se consideran los valores de los comités más recientes - un crecimiento tendencial de 3% y un precio de referencia del cobre de US\$ 2,56 la libra- el déficit estructural llegaría a 1,7% (Gráfico 1.48).



Para evaluar el cumplimiento del compromiso de reducción del déficit estructural en torno a  $\frac{1}{4}\%$  del PIB este año, se deben utilizar parámetros comparables. De esta manera, si se consideran sus valores más recientes, el déficit habría pasado de 1,9% en 2015 a 1,7% de este año. Para el próximo año, el cumplimiento de la meta requiere lograr un déficit aproximado de 1,5% del PIB, lo que es coherente con un crecimiento del gasto público de 2,7%.

**GRÁFICO 1.48**

Balance Cíclicamente Ajustado  
(Porcentaje del PIB)



Nota: Excluye ingresos extraordinarios por registro de capitales los años 2015 y 2016.

Fuente: Dipres y Ministerio de Hacienda

## RECUADRO 1.4

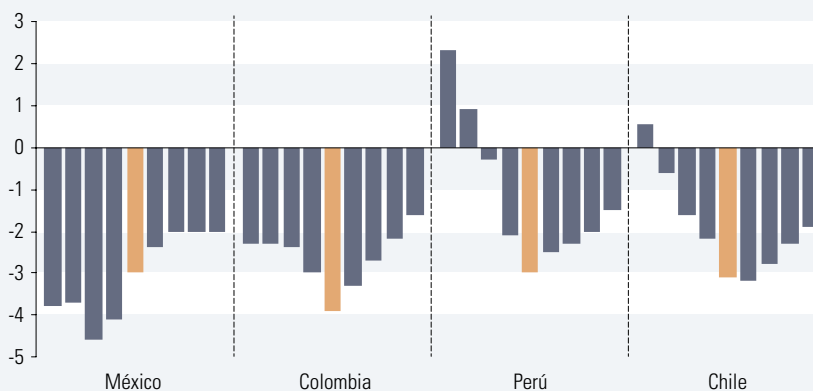
**Ajustes y Consolidación Fiscal en América Latina**

La caída de los precios de las materias primas ha tenido un impacto significativo en las economías de la región y en sus finanzas públicas. Por un lado, los menores precios de las exportaciones han frenado el ritmo de crecimiento en varios países reduciendo la recaudación tributaria. Por otra parte, muchos de los gobiernos de estas economías reciben importantes recursos de sus sectores productores de materias primas, ya sea a través de impuestos, royalties o participación directa en las utilidades de las empresas como es el caso de Chile con Codelco.

La merma de los ingresos ha ampliado los déficits públicos y ha obligado a varios países a efectuar importantes recortes fiscales. Más allá de estos ajustes, la mayor parte de los gobiernos de la región ha señalado su intención de avanzar en un proceso de consolidación fiscal gradual, con reducciones sostenidas de los déficits públicos a partir del próximo año (Gráfico 1.49).

**GRÁFICO 1.49**

Déficits Públicos en América Latina 2012-2020  
(Porcentaje del PIB)



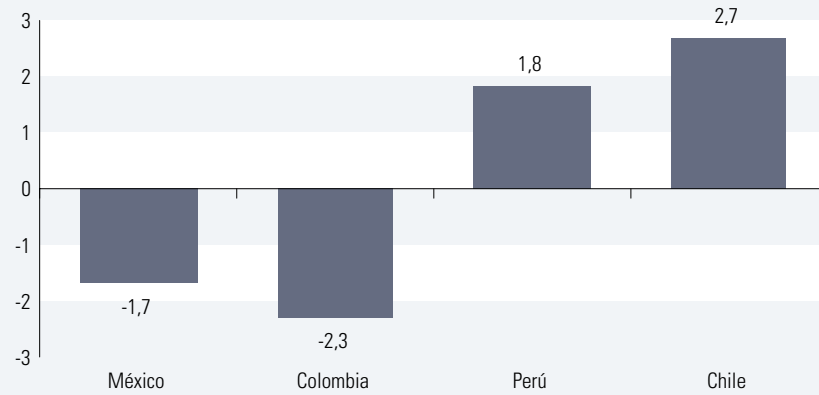
Nota: Año 2016 en naranja.

Fuente: Ministerios de Hacienda y Finanzas de cada país.

Para ello, la mayoría de los países considera expansiones fiscales del gasto público acotadas, muy por debajo de lo que venían exhibiendo hasta ahora. Incluso países como México o Colombia tendrán reducciones reales de su gasto público (Gráfico 1.50).

**GRÁFICO 1.50**

Gasto del Gobierno Central 2017  
(Variación porcentual real)



Nota: Colombia y Perú se deflacta crecimiento nominal del presupuesto del Gobierno Central por inflación promedio proyectada por el *Consensus Forecast*.

Fuente: *Elaboración propia en base a información de los Ministerios de Hacienda y Finanzas de cada país.*

En el caso de Chile, la regla fiscal y el compromiso de reducción gradual pero sostenida del déficit estructural permite que en 2017 operen los estabilizadores automáticos y que el déficit tenga un ligero aumento respecto de este año. Sin embargo, hacia delante, en la medida que el precio del cobre comience a aumentar y brechas de capacidad se cierran con un crecimiento por sobre el tendencial, el déficit efectivo irá disminuyendo y se ubicará por debajo de 2% a fines de la década.



— CAPÍTULO 02 —

# MERCADOS FINANCIEROS



Los mercados financieros cumplen un papel preponderante en el crecimiento económico y el bienestar de las personas. La creciente interconexión global de la industria financiera y el rápido desarrollo de sofisticados productos y servicios exigen una constante actualización de los marcos regulatorios, una apropiada coordinación para velar por la estabilidad financiera y políticas públicas que se hagan cargo de los desafíos y promuevan áreas más rezagadas.

En Chile, el mercado de capitales se ha desarrollado y madurado a lo largo de los años, permitiendo una mayor profundidad, amplia liquidez y acceso de más empresas y personas a un financiamiento a bajos costos. También ha sido resiliente ante diversos eventos y episodios de turbulencia. Sin embargo, pese a la solidez y sofisticación que ha alcanzado esta industria, aún hay espacios de perfeccionamiento y brechas que cerrar respecto de las mejores prácticas globales, especialmente en el ámbito de regulación y supervisión, acceso al financiamiento e inclusión financiera.

En este ámbito, el Gobierno ha tramitado con éxito dos importantes leyes que apuntan a un mejoramiento de nuestros mercados financieros, ambas en proceso de promulgación. En agosto de este año, el Congreso despachó la ley que busca masificar los medios de prepago electrónicos para realizar todo tipo de transacciones, lo que constituye un paso clave en la modernización de este sistema y en la inclusión financiera al integrar a nuevos actores sociales. También en agosto se despachó la ley que establece un conjunto de medidas para impulsar la productividad, que incluye una serie de disposiciones orientadas a profundizar y dar más liquidez a los mercados financieros.

En el Congreso también está en su última etapa de tramitación el proyecto de ley que fortalece la Superintendencia de Valores y Seguros, debate en cuyo

marco también se ha propuesto la creación de un nuevo organismo colegiado denominado Comité de Mercados Financieros. Junto con lo anterior e inspirado en las mejores prácticas internacionales en la materia, el Gobierno ha concretado una serie de definiciones en torno a la reforma de la Ley General de Bancos (LGB). Ambas iniciativas son de gran relevancia para cautelar el buen funcionamiento de los mercados financieros y velar por su estabilidad.

## 2.1. LEY DE MEDIOS DE PREPAGO

La ley, que autoriza a entidades no bancarias a emitir medios de pago con provisión de fondos, tiene como objetivo modernizar el sistema de pagos y estimular la inclusión financiera, permitiendo transacciones más seguras y a menor costo. La evidencia internacional muestra que los sistemas de prepago han tenido un fuerte crecimiento y han resultado ser muy eficaces para incorporar al sistema financiero a sectores más vulnerables y con poca presencia bancaria<sup>1</sup>. En Estados Unidos, por ejemplo, se observa que el uso de tarjetas de prepago se concentra principalmente en los sectores de menores ingresos (Cuadro 2.1).

Dados los avances tecnológicos y las ventajas que ofrecen las tarjetas de prepago, que Chile pueda desarrollar masivamente este tipo de productos financieros contribuirá decisivamente a sumar de manera más efectiva a aquellos sectores cuya inclusión financiera está aún pendiente. En particular, esto les permitirá acceder a medios de pago más modernos y seguros para sus transacciones.

---

<sup>1</sup> Wilshusen, S., R. Hunt, J. Van Opstal y R. Schneider (2012). "Consumers' Use of Prepaid Cards: A Transaction-Based Analysis", Discussion paper, Payment Cards Center, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

**CUADRO 2.1**

Distribución de Tarjetas de Prepago por Nivel de Ingreso en Estados Unidos, 2014  
(US\$ miles por año)

Rango de ingreso anual	Tarjetahabientes
<20	23,5%
20–34,9	18,3%
35–49,9	10,5%
50–74,9	19,5%
75–99,9	10,0%
100–124,9	5,5%
125–149,9	4,6%
150–199,9	4,0%
>200	4,1%
Total	100,0%

Fuente: Herbst-Murphy, S. y G. Weed (2014). "Millennials with Money: A New Look at Who Uses GPR Prepaid Cards", Discussion Paper, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Aunque los bancos están autorizados a emitir y operar medios de prepago, este mercado no ha mostrado mayor desarrollo. Esto contrasta con la situación en países desarrollados e incluso otras economías de la región, como Brasil y Colombia, donde el uso de medios de prepago se ha masificado para distintos tipos de transacciones y para el pago de beneficios sociales. En este último caso, en ambos países menos de 10% de los beneficios sociales se paga en forma presencial, lo que contrasta con el 95% en el caso de Chile<sup>2</sup>.

La nueva ley autoriza a entidades no bancarias a emitir medios de pago con provisión de fondos (prepago). Se trata de instrumentos que permiten almacenar fondos en forma previa en tarjetas, cuentas de internet o teléfonos móviles, y que tienen la caracte-

rística de ser abiertos y multipropósito. Al igual que en el desarrollo de cualquier producto financiero, en especial si hay captación de recursos del público, la ley vela por una adecuada regulación y fiscalización de manera de proteger los dineros de los depositantes, evitando riesgos sistémicos y maximizando las posibilidades de ingreso de nuevos actores al mercado. Para lograr estos objetivos, se establece un adecuado marco regulatorio general, entregando facultades de fiscalización a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), junto con la autorización expresa a ciertas instituciones supervisadas por este organismo.

Las entidades no bancarias que emitan y operen estos medios de prepago deberán constituirse como sociedades anónimas de giro exclusivo y se sujetarán a las disposiciones aplicables a las sociedades anónimas abiertas. Estarán sometidas a la fiscalización de la SBIF y serán reguladas por el Banco Central de Chile, que establecerá exigencias de capital pagado, reservas mínimas, liquidez, gestión y control de riesgos, entre otras.

Para velar por los dineros depositados en estas entidades, la ley exige que los accionistas fundadores de las sociedades emisoras cumplan con requisitos de integridad. También obliga a que los fondos captados estén en todo momento separados del patrimonio de la empresa, sean inembargables, no devenguen reajustes ni intereses, y sean mantenidos en caja o invertidos en instrumentos financieros autorizados al efecto por el Banco Central, excluyendo aquéllos emitidos por entidades relacionadas. Además los emisores deberán reportar operaciones sospechosas a la Unidad de Análisis Financiero.

Respecto de la fiscalización, la ley establece las disposiciones de la Ley General de Bancos que les serán aplicables. En caso de que alguna de estas empresas

2 Informe Inclusión Financiera y Medios de Pago Electrónicos, preparado por la Mesa de Trabajo integrada por los Ministerios de Desarrollo Social, Economía, Hacienda, y Transporte y Telecomunicaciones, en el marco de la Agenda de Impulso Competitivo. Abril 2013.

infrinja las normas legales o aquéllas dictadas por el Banco Central, con irregularidades graves en su administración que pongan en riesgo la integridad de la cadena de pagos o los fondos del público, o que hayan incurrido en infracciones o multas reiteradas, se establece un régimen simplificado de intervención. Éste permite a la SBIF suspender las operaciones o revocar la autorización de existencia, y así cautelar los fondos depositados, con un informe previo favorable del Banco Central en los casos más graves.

Por otra parte, la ley permite expresamente a las sociedades de apoyo al giro bancario a prestar servicios de operación a todos los emisores y operadores no bancarios, en condiciones objetivas y no discriminatorias. Estas empresas podrán utilizar medios tecnológicos, electrónicos o cualquier otro que resulte apto para la aceptación de forma expresa por parte del comercio de las condiciones de contratación.

La ley autoriza a las Cooperativas de Ahorro y Crédito que se encuentren fiscalizadas por la SBIF a emitir y operar estos medios de pago directamente, tanto para sus socios como para terceros. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito de menor tamaño y las Cajas de Compensación deberán constituir una filial para poder operar este tipo de instrumentos financieros.

Como una forma de potenciar la inclusión financiera, en especial de los más vulnerables, se autoriza a Metro S.A. a participar de este mercado constituyendo filiales o coligadas. Esto abre nuevas posibilidades al uso actual de las cerca de cinco millones de tarjetas **bip!** en circulación, con 5,5 millones de transacciones diarias y cuyo volumen de cargas anuales es de \$ 550.000 millones. El 63% de los tarjetahabientes **bip!** pertenece a los grupos socioeconómicos C3 y D, en los que un porcentaje mayoritario se encuentra fuera del sistema financiero y no cuenta con acceso a medios de pago distintos al dinero.

Para velar por la adecuada competencia en la industria, la ley establece una serie de resguardos para la participación de Metro S.A, entre ellos, que las tarjetas de prepago de otros emisores podrán ser utilizadas como medio de acceso al sistema de transporte público metropolitano y que Metro podrá convenir la prestación recíproca de los servicios de recaudación y carga de fondos con las entidades no bancarias emisoras. Para la provisión de éstos, y de cualquier otro servicio propio del giro, Metro S.A. deberá establecer condiciones de contratación objetivas, competitivas y transparentes, en una propuesta general de contratación que observe lo establecido por el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones sobre la materia y cuente con la aprobación previa del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

## 2.2. LEY CON MEDIDAS PARA IMPULSAR LA PRODUCTIVIDAD

En el contexto del Año de la Productividad, en marzo de este año el Gobierno anunció un conjunto de 22 medidas destinadas a impulsarla y promover la diversificación de la economía, parte de las cuales se plasmaron en una ley despachada por el Congreso en agosto y en proceso de promulgación. Entre otras materias, la nueva legislación contiene normas que apuntan a mejorar las condiciones de financiamiento de las empresas al aumentar la profundidad y liquidez de los instrumentos de renta fija local y potenciar el uso de facturas. También introdujo modificaciones al régimen de inversión de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros para permitirles invertir directamente en obras de infraestructura, mejorando así la relación riesgo-retorno de sus portafolios y de esta forma contribuir a elevar el monto de las pensiones en el futuro. Además, esto podría generar fuentes adicionales de financiamiento para la inversión en este tipo de proyectos.



### 2.2.1. Instalación de Custodios Internacionales en Chile

Los custodios internacionales son empresas financieras globales que proveen plataformas que permiten a los inversionistas extranjeros operar de forma segura y fácil con residentes y no residentes a través de cuentas en los depósitos centrales internacionales. Esto les evita tener que abrir cuentas en los países en que invierten y custodiar sus posiciones en depósitos de valores locales. Sin embargo, hasta ahora los depósitos centrales y custodios internacionales no se han instalado en Chile por problemas operativos.

Una de las medidas incluidas en la ley facilita el establecimiento de estos custodios en Chile, lo que simplificará las transacciones en el mercado de renta fija local, aumentando la participación de inversionistas extranjeros y contribuyendo a incrementar su liquidez y profundidad con el consiguiente abaratamiento de costos financieros. Para esto se introducen varias modificaciones a la Ley de Impuesto a la Renta. Entre ellas, que al momento del pago de cupones, el emisor será el encargado de retener el 4% sobre los intereses devengados por el instrumento en cuestión y de transferir dicha retención cinco días después al Servicio de Impuestos Internos (SII). Después de cada retención, los inversionistas no contribuyentes residentes tendrán derecho a una devolución, cuya gestión será realizada por el SII en un plazo aproximado de un mes. Aquellos residentes en Chile podrán abonar el 4% sobre los intereses devengados durante el período en que dichos instrumentos han estado en su propiedad, a los impuestos anuales que graven los respectivos intereses (Primera Categoría o Global Complementario, según corresponda), con derecho a solicitar la devolución del excedente que pudiese resultar de dicho abono.

### 2.2.2. Infraestructura de Pago en el Exterior

Con el objeto de propender a la integración e internacionalización financiera, se requiere avanzar en una nomenclatura homogénea que pueda ser aplicable a las infraestructuras o sistemas de pagos internacionales y que regule su interconexión con los sistemas constituidos en Chile. De este modo, se explicitan las condiciones de firmeza e irrevocabilidad de los pagos en las jurisdicciones en las cuales el sistema opere de forma integrada, lo que facilita las transacciones internacionales en moneda extranjera y la incorporación del peso chileno como elegible en los sistemas centralizados de liquidación de pagos en moneda extranjera. Ello contribuye a dar mayor seguridad a este tipo de operaciones y, eventualmente, a reducir los costos de las operaciones en monedas extranjeras que realicen los agentes nacionales.

Para esto, la nueva ley adecúa el artículo 35 de la Ley Orgánica del Banco Central de Chile, de forma de autorizarlo a regular los métodos de pagos conforme a los estándares internacionales, a reconocerlos en jurisdicciones que puedan ser consideradas equivalentes para estos efectos y también a regular la participación de entidades financieras locales en éstos.

Se consagra expresamente la aplicación del principio de firmeza e irrevocabilidad de las transacciones de pago (*finality*) a estos sistemas internacionales, sin afectar la base jurídica del sistema de pagos local y explicitando la aplicación de este principio a los regímenes de este tipo regulados o reconocidos por el Banco Central. Esto, en términos similares a los de la Ley N° 20.345, que rige los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

### **2.2.3. Constitución de Garantías y Custodia de Facturas**

La ley considera varias medidas que buscan aumentar la liquidez de los papeles de renta fija locales y las facturas, con la consiguiente reducción del costo de financiamiento que esto implica para las empresas locales. Con estas disposiciones se busca, por una parte, la constitución y realización más expedita y eficaz de las garantías, dar certeza jurídica a las operaciones de retro compra/retro venta (Repo) y permitir expresamente que el Depósito Central de Valores (DCV) custodie facturas.

Modernizar la constitución de garantías sobre valores depositados en custodios busca acercar a Chile a las mejores prácticas internacionales en la materia y además remover trabas para el funcionamiento eficiente de este tipo de operaciones. Si bien la Ley N° 18.876 permite que los depositantes puedan constituir prenda sobre los valores depositados en custodios, se exige cumplir una serie de formalidades legales, incluyendo en ciertos casos el otorgamiento de escrituras públicas y notificación mediante notario público. Esto puede resultar extenso y engorroso, entorpeciendo la dinámica y celeridad de las operaciones financieras. La nueva ley se hace cargo de este problema, incorporando mecanismos eficaces, expeditos y seguros para la cesión de colaterales que garanticen las transacciones financieras de diversa índole.

Otra área que aborda la ley es el caso de las Repo en el mercado local, que pueden ampliar las fuentes de liquidez en el sistema financiero, contribuyendo a mejorar las condiciones crediticias para los agentes del mercado. No obstante, en Chile no se ha producido un gran desarrollo de este tipo de pactos debido, entre otros factores, a la insuficiencia del marco jurídico. Para enfrentar este problema, la nueva ley incluye un reconocimiento legal explícito a estas operaciones,

estableciendo que las transferencias de dominio de los valores o instrumentos financieros considerados tanto en la operación inicial de compra o venta, como respecto del cumplimiento del pacto de retro compra o retro venta asociado, se efectuarán a través de los mecanismos de transferencia contemplados en la Ley N° 18.876.

Un tercer tema se refiere a la venta de facturas por parte de las pequeñas y medianas empresas, que constituye una fuente de financiamiento muy importante para este segmento. Para darle mayor liquidez a estos instrumentos y de esta forma bajar el descuento que se aplica al momento de transarlas en el mercado, la ley autoriza al DCV a custodiar este tipo de instrumentos. Con ello se permitirá, entre otras cosas, que los fondos de pensiones y las compañías de seguros puedan comprar facturas, lo que incrementaría de manera sustantiva su liquidez.

### **2.2.4. Inversiones de las Compañías de Seguros**

La nueva ley promueve una mayor diversificación y liquidez del portafolio de inversiones de las compañías de seguros, permitiendo que accedan a mayores retornos que se traducirán en mejores pensiones. Asimismo, se ampliarán las fuentes de financiamiento de los proyectos de inversión. Para esto, se modifica el régimen de inversiones en el exterior permitiendo ampliar el límite actual y, además, se posibilita que inviertan en acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público. En ambos casos, se establecen mecanismos para mantener niveles adecuados de riesgo.

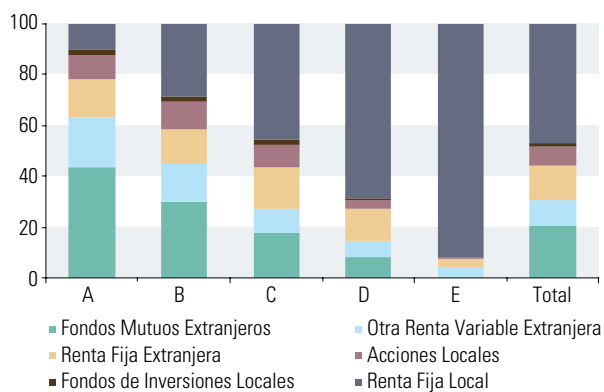
### **2.2.5. Inversiones de los Fondos de Pensiones**

Los fondos de pensiones acumulan activos por aproximadamente US\$ 120.000 millones (64% del PIB en 2015). De estos, mantienen cerca de 40% en renta varia-

ble y 60% en renta fija, variando su localización en Chile versus el extranjero dependiendo del sub fondo que se considere (Gráfico 2.1). Dentro de la renta variable, los activos alternativos (capital privado, deuda privada, activos inmobiliarios y de infraestructura) representan un monto muy menor de los fondos de pensiones. A marzo de 2016, llegaban tan sólo a 2% del monto total.

### GRÁFICO 2.1

Composición de Cartera de Activos de Fondos de Pensiones, año 2015  
(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Pensiones

Existe una importante demanda por activos que generen retornos suficientes y que cumplan con los requerimientos de exposición al riesgo establecidos por la normativa que regula sus inversiones, de forma de mejorar las pensiones. La experiencia internacional muestra que los activos alternativos presentan retornos mayores que los activos tradicionales, sin ser necesariamente más riesgosos. Por ejemplo, en el caso de los activos de capital privado en Estados Unidos (*Private Equity*), se observa que su retorno en el largo plazo ha superado en 200 puntos base al retorno del índice NASDAQ y en cerca de 500 puntos base el retorno del índice S&P 500 (Cuadro 2.2). Por otra parte, la volatilidad en frecuencia trimestral de este tipo de activos

es menor que la del índice *MSCI World*<sup>3</sup>, aunque en frecuencia anual supera a la volatilidad de este último índice (Cuadro 2.3).

### CUADRO 2.2

Retorno Medio Anual de *Private Equity*

	1 año	3 años	5 años	10 años	20 años
PEPI	21,9%	0,6%	5,8%	2,8%	11,3%
NASDAQ	51,5%	-0,3%	3,6%	-6,2%	9,1%
S&P 500	42,3%	-6,1%	-0,2%	-2,4%	6,5%

Nota: Los retornos son para períodos de 1, 3, 5, 10 y 20 años terminando el 31 de marzo de 2010. PEPI: *US Private Equity Performance Index* (Thomson Reuters).

Fuente: CFA Institute

### CUADRO 2.3

Desviación Estándar Anualizada de Retornos de *Private Equity*, 1981-2009

	Frecuencia trimestral	Frecuencia anual
<i>Private equity</i>	15,6%	25,9%
<i>MSCI World</i>	19,0%	19,8%

Fuente: CFA Institute

Para abrir nuevas opciones con una apropiada combinación riesgo-retorno, la nueva ley modifica el Decreto Ley 3.500 que regula la industria de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), generando nuevas alternativas de inversión para ellas en distintos ámbitos, resguardando los intereses de los afiliados<sup>4</sup>. Así, se incorpora la posibilidad de efectuar inversiones en activos alternativos y también en bonos

3 *MSCI World* es un índice accionario que comprende empresas de todo el mundo y es usado como *benchmark* para las inversiones de distintos fondos a nivel global.

4 Los cambios se hacen extensivos para los fondos de cesantía, modificando la Ley N° 19.728.

de fondos de inversión, eliminando algunas trabas regulatorias que las limitaban. Además, se autoriza que los fondos de pensiones inviertan en acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público.

Complementariamente, se faculta a la Superintendencia de Pensiones para efectuar análisis de riesgos y supervisar la gestión de riesgos que realizan las AFP y la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC), impartir instrucciones para que estas entidades corrijan las deficiencias observadas por el regulador, y requerir todos los antecedentes que le permitan tomar debido conocimiento de su gestión de riesgos.

En el caso de la inversión en activos alternativos, la ley fija un techo entre 5% y 15% dependiendo del subfondo, entregando al Banco Central la responsabilidad de determinar el límite específico. Por su parte, la Superintendencia de Pensiones deberá proponer al Consejo Técnico de Inversiones, quien decidirá en última instancia, el conjunto de reglas que regirán este tipo de operaciones y los tipos de activos que podrán ser incluidos en este límite.

### **2.3. MEJOR REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y SEGUROS**

Debido a la rápida evolución del sistema financiero y a la necesidad de contar con mecanismos de regulación efectivos, se ha hecho evidente la necesidad de fortalecer a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En 2013, la anterior administración envió al Congreso un proyecto de ley que buscaba fortalecer a esta entidad, transformando su gobierno corporativo en un cuerpo colegiado denominado Comisión de Valores y Seguros (CVS), al que se dotaría progresivamente de mayores facultades regulatorias. La iniciativa también propuso robustecer la capacidad de

fiscalización del regulador, introducir mejoras al procedimiento sancionatorio, contar con un mecanismo más expedito de revisión judicial de las sanciones e incorporar la herramienta de colaboración eficaz o delación compensada.

En noviembre de 2014, tras varios escándalos en el mercado financiero local, el Ministerio de Hacienda convocó a un grupo de expertos con el objetivo de analizar el proyecto de ley en tramitación y recibir propuestas de mejoramiento con miras a avanzar hacia una institucionalidad eficiente y eficaz en sus roles de regulación y fiscalización del mercado<sup>5</sup>. A partir de las recomendaciones de este grupo de expertos, se ingresó en mayo de 2015 una serie de indicaciones al proyecto de ley original, las que fueron discutidas en profundidad en comisiones especializadas del Senado y plasmadas finalmente en una indicación sustitutiva que incorporó al proyecto todas aquellas mejoras surgidas del trabajo legislativo. Este intenso trabajo permitió la aprobación de una institucionalidad robusta y eficiente, que al cierre de este informe cumplía su última etapa legislativa, debatiéndose en una comisión mixta integrada por diputados y senadores.

Las principales medidas contenidas en el proyecto de ley y su posterior tramitación, que fortalecen a la SVS, incluyen la extensión de la protección legal a todos los funcionarios y un régimen de post empleo. En el ámbito normativo se introduce la obligación de evaluar el impacto regulatorio de las disposiciones y ponerlas en consulta pública, además de establecer una norma de coordinación con los demás organismos reguladores sectoriales. También se introducen mejoras al procedimiento sancionatorio, para potenciar

<sup>5</sup> El grupo estuvo liderado por Luis Cordero e integrado además por Fernando Coloma, Matías Larraín y Guillermo Tagle.

su efectividad y profundizar las garantías de debido proceso, posibilitando la revisión judicial oportuna de las decisiones de esta entidad fiscalizadora. Para ello, entre otras medidas:

- Se separan las funciones de investigación (Fiscal) y sanción; se contempla un mecanismo más expedito de revisión judicial de las sanciones impuestas por el regulador, al poder pedir la revisión directamente ante la Corte de Apelaciones (en lugar de Juzgado de Letras, como es hoy); se incluye una reseña detallada de cada una de las etapas y diligencias del procedimiento sancionador y se contempla un procedimiento simplificado para aquellas infracciones de menor entidad.
- Asimismo, siempre y cuando se cumpla con los supuestos establecidos en la ley y se cuente con la autorización de un Ministro de la Corte de Apelaciones, se podrá solicitar acceso a información sobre operaciones bancarias de personas determinadas en el marco de los procesos de investigación o procedimientos sancionatorios que inicie, y tendrá mayores facultades intrusivas (ingresar a recintos privados, registrar e incautar objetos y documentos, entre otras).
- Se reconocen mecanismos de colaboración eficaz como herramientas de persecución administrativa y criminal de infracciones, en la forma de autodenuncia y delación compensada. Estos mecanismos, especialmente el de delación compensada, permiten intensificar la detección y sanción de ilícitos difíciles de perseguir, además de tener importantes efectos disuasivos hacia el futuro.

Además, se obliga a los intermediarios de valores, las bolsas de valores y productos, las administradoras de fondos y las administradoras de cartera, a autorregularse con la finalidad de implementar buenas

prácticas en materias de gobierno corporativo, ética empresarial, transparencia e información a los accionistas, y competencia leal entre los distintos actores de mercado. Los participantes podrán cumplir con su obligación de autorregularse participando en el Comité de Autorregulación Financiera (que se crea en este proyecto), o bien de forma individual. Las normas de autorregulación deberán depositarse en o ser aprobadas por la SVS según sea el caso.

### **2.3.1. Creación de la Comisión para el Mercado Financiero**

Durante la tramitación del proyecto, y en vista del futuro envío de una reforma a la actual Ley General de Bancos, quedó en evidencia que la búsqueda de mecanismos para el manejo de riesgos que puedan afectar a todo el sistema financiero, constituía una preocupación ineludible.

En virtud de lo anterior, el Ministerio de Hacienda estimó necesario hacer modificaciones al proyecto de ley para hacer extensivos los avances institucionales incorporados en dicha iniciativa, al conjunto del mercado financiero. La propuesta del Ejecutivo es una solución general y conjunta para modernizar, reformar y adecuar la institucionalidad del actual sistema de regulación y supervisión del mercado financiero, manteniendo los avances que dicha iniciativa incorporaba en materias de fortalecimiento institucional, transparencia normativa y robustez del proceso sancionador.

En concreto, la propuesta establece la creación de un organismo colegiado denominado Comisión para el Mercado Financiero (CMF), cuyo objetivo será, en el ejercicio de sus potestades de regulación, supervisión y sanción, contemplar una visión general y sistémica del funcionamiento del mercado financiero, velando por el correcto y adecuado desarrollo del

mismo, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública y de la estabilidad financiera. Esta entidad abarcará en una primera etapa al mercado de valores y seguros -reemplazando a la SVS- y, posteriormente, con ocasión de la reforma a la LGB, se analizarán los términos en que pasará a regir también para el sistema bancario.

La CMF tendrá una estructura de gobernanza colegiada de cinco miembros, quienes serán personas de reconocido prestigio profesional o académico en materias relacionadas con el mercado financiero.

En suma, la propuesta del Ejecutivo formula un diseño institucional que concilia de manera adecuada las ventajas que posee la supervisión sectorial y especialista de cada sector del mercado, con la posibilidad de tener una visión sistémica que entregue coherencia y continuidad a las decisiones normativas y sancionatorias que recaigan sobre los distintos actores financieros. Mediante esta modificación, se prepara un marco institucional susceptible de ser completado por las demás entidades encargadas de supervisar la industria financiera, con el objeto de discutir en su mérito la mejor manera de incorporarlas a este nuevo esquema.

#### 2.4. LEY GENERAL DE BANCOS

La actual Ley General de Bancos (LGB) data de mediados de los años 80 y se diseñó como respuesta a la crisis de la deuda de comienzos de esa década. La única modificación sustantiva se realizó en 1997 y consistió en alinear la regulación nacional a los estándares internacionales de adecuación de capital contenidos en Basilea I, aunque sólo considerando el riesgo de crédito al ponderar los activos.

Pese a que Chile cuenta en la actualidad con un sistema bancario sólido, que absorbió adecuadamente las turbulencias externas tras la crisis financiera global de los años 2008-2009, su regulación ha quedado rezagada con respecto a las mejores prácticas internacionales. En efecto, durante los últimos 15 años se registra a nivel internacional una serie de avances regulatorios, los que se aceleraron luego de las crisis bancarias ocurridas tanto en Estados Unidos como Europa. Dichos avances apuntan a mejorar el gobierno corporativo de los reguladores, fortalecer la situación patrimonial y de liquidez, así como la gestión de los bancos, y contar con instrumentos adecuados para resolver la situación de las instituciones en problemas, mitigando los efectos negativos que puedan tener sobre la economía.

En relación al gobierno corporativo, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CSBB), instancia en la cual se acuerdan mejores prácticas en esta materia, sugiere que los supervisores bancarios deben ser organismos independientes, tanto de los poderes del Estado como de la industria. Para ello, se requiere que cuenten con independencia regulatoria, de supervisión, institucional y presupuestaria<sup>6</sup>.

En materia de requerimiento de capital y gestión de riesgos, la banca internacional ha incorporado exigencias de más y mejor capital, teniendo en vista consideraciones sistémicas, cíclicas y del tipo de negocio realizado por la industria. Para estos efectos, el CSBB ha continuado unificando criterios en torno a temas de solvencia y liquidez de los bancos, avanzando desde los estándares de Basilea I a Basilea II en 2004 y a Basilea III en 2010.

---

<sup>6</sup> Basel Committee on Banking Supervision (2012). "Core Principles for Effective Banking Supervision," Bank for International Settlements. Estos principios básicos también son empleados por el FMI y el Banco Mundial en su Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) para comprobar la eficacia de los sistemas y prácticas de supervisión bancaria en los distintos países.

Las lecciones de la crisis financiera originaron la necesidad de establecer nuevos mecanismos de resolución bancaria luego de que ese episodio develara los problemas de riesgo moral en el sistema, incubados, en parte, por la provisión pública de una red de seguridad financiera. En efecto, este tipo de red, si bien apunta a dar estabilidad al sistema financiero, al mismo tiempo puede generar incentivos inadecuados y efectos adversos sobre el mismo. Por ello, se debe establecer un marco regulatorio integral que balancee adecuadamente los posibles costos y beneficios de las distintas herramientas disponibles para la resolución de bancos en problemas.

La existencia de brechas entre las mejores prácticas internacionales en materia de regulación bancaria y la regulación local no es conveniente, ya que promueve un arbitraje regulatorio que conlleva, entre otras cosas, el riesgo de generar burbujas crediticias. Además, el sistema financiero chileno arriesga su competitividad en el escenario mundial al no alcanzar los estándares internacionales de gestión, calidad y cantidad de capital que los inversionistas exigen.

Es por ello que se hace necesario actualizar la LGB con el objeto de fortalecer la resiliencia del sistema bancario y mejorar su competitividad. En este contexto, el Ministerio de Hacienda convocó un Grupo de Trabajo conformado por expertos del ámbito bancario y de regulación financiera, quienes elaboraron un informe que recoge un conjunto de recomendaciones de carácter unánime<sup>7</sup>.

Las propuestas del Grupo de Trabajo apuntan a cerrar las brechas existentes entre la LGB y los estándares de Basilea III; dotar de mayor independencia al supervisor bancario, otorgándole mayor discrecionalidad para llevar a nivel normativo elementos que actualmente son materia de ley; y ampliar el set de herramientas disponibles para la resolución bancaria, distinguiendo las etapas de regularización temprana, resolución y liquidación. La instancia también emitió recomendaciones sobre temas adicionales, que estimaron que eventualmente podrían ser tratados en un proyecto de ley separado. Estas últimas propuestas se refieren a avanzar hacia un sistema de supervisión consolidada, perfeccionamiento de la regulación de la denominada “banca en la sombra”, y creación de un sistema de información consolidada sobre deudores.

Con respecto al primero de estos temas adicionales, el Ministerio de Hacienda ha considerado relevante dar los primeros pasos que permitan sostener una perspectiva integral sobre el sistema financiero, proponiendo el establecimiento de una Comisión para el Mercado Financiero, ya descrita.

Atendidas las recomendaciones del Grupo de Trabajo y de diversos organismos internacionales, y teniendo también en cuenta la experiencia internacional, así como las características distintivas del sistema financiero chileno, el Ministerio de Hacienda, en consulta con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y el Banco Central de Chile (BCCCh), ha trabajado un proyecto de ley para mejorar el marco legal del sistema bancario en torno a tres pilares: aspectos institucionales, adecuación a los estándares de Basilea III y nuevas herramientas de solución para bancos en problemas.

<sup>7</sup> La instancia fue presidida por Raphael Bergoing e integrada por Vittorio Corbo, Kevin Cowan, Carlos Martabit, Christian Larraín, José Manuel Mena y Diego Peralta. En ella participaron también representantes del Banco Central de Chile y la SBIF. El Ministerio de Hacienda apoyó el trabajo a través de una Secretaría Ejecutiva.

## RECUADRO 2.1

**Consejo de Estabilidad Financiera**

El Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) es un organismo consultivo dependiente del Ministerio de Hacienda, cuya función consiste en facilitar la coordinación técnica y el intercambio de información entre sus participantes en materias relativas a la prevención y el manejo de situaciones que puedan importar riesgo para el sistema financiero, con el objeto de contribuir a cautelar la estabilidad financiera de la economía nacional. El CEF está integrado por el Ministro de Hacienda, quien lo preside; el Superintendente de Valores y Seguros, el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras y el Superintendente de Pensiones. El Consejo cuenta con la asesoría permanente del Banco Central en todas las materias vinculadas a sus funciones.

La Ley N° 20.789, promulgada en noviembre de 2014, fortaleció el marco institucional del CEF al otorgarle rango legal y establecer la obligación de sesionar al menos mensualmente. Asimismo, entre otras materias, determinó la creación de una Secretaría Técnica permanente radicada en el Ministerio de Hacienda, y la facultad de organizar grupos de trabajo para hacer análisis y seguimiento de los temas relacionados con la estabilidad financiera.

Entre julio de 2015 y julio de 2016, el CEF sesionó en 12 ocasiones y paralelamente han funcionado dos instancias de trabajo permanentes: el Grupo de Análisis de Riesgos y el Grupo de Legislación y Regulación. El primero tiene por objetivo monitorear los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de origen tanto doméstico como externo; el segundo realiza un seguimiento de las iniciativas normativas y legislativas del ámbito de la estabilidad financiera.

Entre los temas abordados por el CEF durante los últimos 12 meses cabe resaltar los siguientes:

- Evaluación del nivel de endeudamiento corporativo y los riesgos que éste supone para la economía.
- Examen de los efectos del *Brexit* sobre los mercados internacionales y locales, y sus consecuencias para el crecimiento de la economía local.
- Diagnóstico del impacto sobre Chile y los inversionistas institucionales nacionales de la realidad del mercado financiero chino, el estado macro y financiero de Brasil en el marco de la incertidumbre política que experimentó, la crisis en Grecia y el escenario financiero del sector bancario europeo.
- Revisión del estado del sistema de cajas de compensación de asignación familiar, especialmente en cuanto a la intervención de la Caja La Araucana y su efecto sobre el resto de la industria.
- Evaluación de los efectos sobre el sistema financiero chileno de episodios puntuales como fueron la problemática del banco de inversión BTG Pactual tras el arresto de su máximo ejecutivo en Brasil; la solicitud de protección concursal en España por parte de la empresa de energía e ingeniería Abengoa, que tenía inversiones en Chile; el estado financiero de la AFP Planvital ante la segunda



adjudicación consecutiva de la licitación de la cartera de afiliados; y el comportamiento de la cadena de pagos y el efecto en la industria aseguradora luego del terremoto en la zona centro-norte el 16 septiembre de 2015, así como la sensibilidad de las compañías de seguros a los daños producidos por el temporal que afectó la zona centro de Chile.

- Monitoreo del sector inmobiliario en vista de los cambios regulatorios y legales que entraron en vigencia en 2016.
- Diagnóstico de las implicancias sobre la estabilidad financiera de los recientes casos de empresas de inversión investigadas por posibles actividades fraudulentas.
- Estudio del estado de la banca y de la industria aseguradora del país, en particular del nivel de capitalización del sistema bancario, y los desafíos que enfrentan las compañías de seguros de vida en Chile.

En todos estos casos, se concluyó que los efectos sobre el sistema financiero chileno eran acotados y que se debía seguir monitoreando cada una de las situaciones, de forma de evitar a tiempo consecuencias negativas sobre la estabilidad del mercado.

En el plano regulatorio, destaca el informe que hicieron las superintendencias respecto del avance en la implementación de la ley que crea el CEF, la cual facilita la supervisión consolidada de los conglomerados financieros. Al respecto, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió una norma que establece los requerimientos de información financiera relativos a la solvencia de los accionistas controladores de las compañías de seguros. Por su parte, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras publicó una circular sobre solicitudes de información financiera relativas a la solvencia de los accionistas controladores de entidades bancarias. En tanto, la Superintendencia de Pensiones divulgó una norma sobre requerimientos de información referidos a entidades pertenecientes al grupo empresarial de las AFP.

En el tiempo que lleva en funcionamiento, el CEF ha sido una instancia que ha permitido una coordinación eficaz y oportuna entre los organismos reguladores y fiscalizadores del mercado financiero, resguardando su normal funcionamiento.

**RECUADRO 2.2****Manejo Financiero del Gobierno**

El manejo de los activos y pasivos del Gobierno es un aspecto esencial de las finanzas públicas. Permite, mediante operaciones financieras, hacer más eficiente el financiamiento de las obligaciones fiscales y contribuir a la liquidez y profundidad del mercado financiero local.

Por el lado de los activos, el país cuenta con recursos importantes que se acumularon, principalmente, en la segunda parte de la década pasada con los excedentes resultantes de la aplicación de la regla de balance estructural. Estos recursos son administrados con el objetivo de lograr una buena rentabilidad sujeto a un adecuado grado de liquidez y nivel de riesgo. Por su parte, la política de endeudamiento del Fisco cumple un doble rol, permitiendo, por un lado, financiar sus operaciones; y por otro, generar curvas de rendimiento de referencia para que las empresas privadas nacionales puedan obtener financiamiento en mejores condiciones crediticias.

**a. 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), donde se ahorran los superávits fiscales<sup>1</sup>. Los recursos del FEES pueden ser usados para financiar al Gobierno en períodos en que los ingresos caen por causa del ciclo. Por otra parte, 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 caudales y fija las políticas de inversión, en tanto que el Banco Central, actuando como agente fiscal, ejecuta las operaciones financieras. Para asesorar al Ministerio de Hacienda en 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 Financiero<sup>2</sup>.

El objetivo de la política de inversión del FEES es 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, el objetivo de la política de inversión es maximizar el retorno esperado sujeto a una tolerancia al riesgo máxima definida como la probabilidad del 95% de que el fondo no sufra, en un año, pérdidas superiores al 10% de su valor en dólares.

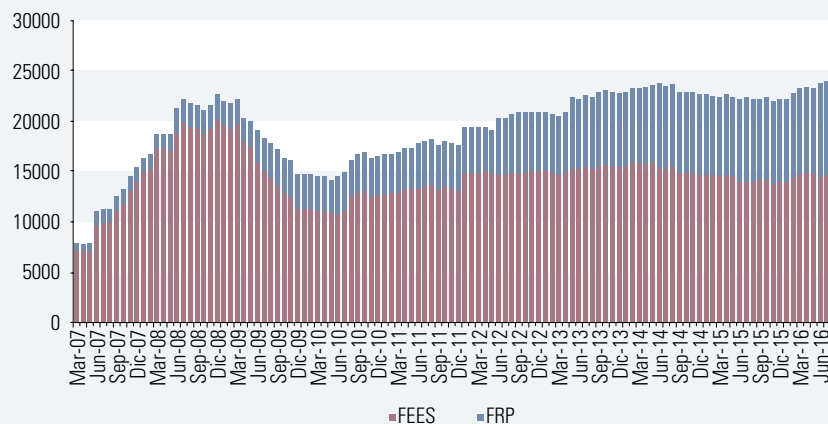
1 La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) establece que el FRP debe recibir anualmente los superávits fiscales que se generen el año previo, con un aporte mínimo de 0,2% del PIB y un máximo de 0,5% del PIB. Por su parte, el FEES recibe el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo los aportes al FRP, descontando cuando corresponda, las amortizaciones de deuda pública.

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

Desde su inicio y hasta el cierre estadístico de este informe, el FEES ha recibido aportes por US\$ 21.766 millones y se han efectuado retiros 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 han usado 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\$ 7.867 millones y, de acuerdo a lo previsto, no se han efectuado retiros del fondo. Con ello, a julio de 2016 el valor de mercado de los fondos soberanos alcanzaba US\$ 24.043 millones, de los cuales US\$ 14.694 millones correspondían al FEES y US\$ 9.348 millones al FRP (Gráfico 2.2).

**GRÁFICO 2.2**

Evolución de los Fondos Soberanos  
(US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Desde su creación y hasta fines de julio de 2016, las inversiones del FEES y del FRP habían generado ganancias netas por US\$ 3.782 y US\$ 14.824 millones, respectivamente. Lo anterior se ha traducido en rentabilidades anualizadas en dólares desde el inicio de 3,05% para el FEES y 3,91% para el FRP, y de 5,32% y 6,18%, respectivamente, cuando se miden en moneda nacional (Cuadro 2.4).

CUADRO 2.4

Rentabilidad en Fondos Soberanos  
(Porcentaje)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>En dólares</b>											
Anual	FEES	8,99	7,65	2,47	1,83	3,41	1,02	-1,25	-1,67	-1,78	8,56
	FRP	8,86	7,62	2,28	1,81	3,41	4,87	1,02	1,75	-3,62	9,44
Desde el inicio (anualizada)	FEES	8,99	9,56	6,93	5,54	5,09	4,37	3,52	2,83	2,30	3,05
	FRP	8,86	9,47	6,79	5,44	5,01	4,99	4,39	4,05	3,14	3,91
<b>En pesos</b>											
Anual	FEES	0,91	34,53	-17,03	-5,68	14,75	-7,20	8,18	14,29	14,68	2,56
	FRP	0,78	34,50	-17,22	-5,71	14,75	-3,34	10,46	17,71	12,84	3,45
Desde el inicio (anualizada)	FEES	0,91	18,75	4,66	1,85	4,38	2,31	3,08	4,38	5,44	5,32
	FRP	0,78	18,66	4,53	1,75	4,30	2,93	3,96	5,59	6,29	6,18

Nota: A partir de este año, el Ministerio de Hacienda informa las cifras de retorno históricas calculadas por el banco custodio J.P. Morgan, las cuales pueden diferir levemente con respecto a las de informes anteriores, que eran calculadas por la cartera. Este cambio, que no supera los 3 puntos base anualizados desde el inicio en cada fondo, afecta principalmente los retornos de los años 2007, 2008 y 2009. En 2007 las rentabilidades se calculan a partir del 31 de marzo del año. En 2016 las rentabilidades corresponden al valor acumulado al 30 de junio.

Fuente: Ministerio de Hacienda

En relación a los riesgos de mercado de los fondos, el FEES presentó al cierre de julio una volatilidad de 4,38%<sup>3</sup> y un *ratio de Sharpe* -razón que se utiliza para medir la rentabilidad del fondo en relación a su riesgo- de 0,38<sup>4</sup>. Por otra parte, el *tracking error ex post*<sup>5</sup>, indicador utilizado para medir el grado de cercanía del portafolio con respecto a su comparador o *benchmark*, al cierre de julio era de 13 puntos base. En el caso del FRP, la volatilidad fue de 4,77%, el *ratio de Sharpe* de 0,69 y el *tracking error ex post* de 15 puntos base.

La actual política de inversión del FEES, implementada a partir de agosto de 2013, sigue un mandato pasivo que establece que se debe invertir un 92,5% del fondo en instrumentos de renta fija soberanos y un 7,5% en acciones. A su vez, se determina una composición de monedas para el portafolio de renta fija consistente en un 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. En el caso del FRP, la política de inversión implementada a comienzos de 2012 establece que la cartera debe estar compuesta por 48% de bonos soberanos, 17% de bonos soberanos indexados a la inflación, 15% de acciones y 20% de bonos corporativos. La composición de monedas es similar a la del FEES, aunque se amplía permitiendo la inversión en libras esterlinas, y dólares canadienses y australianos.

3 Corresponde a la desviación estándar de los retornos mensuales de los últimos tres años –al cierre de junio- expresada en forma anualizada.

4 Cifra proporcionada por el banco custodio J.P. Morgan

5 Calculado como la desviación estándar de los excesos de retornos mensuales de los últimos 3 años del portafolio –al cierre de junio- en relación al *benchmark*, expresada en forma anualizada.

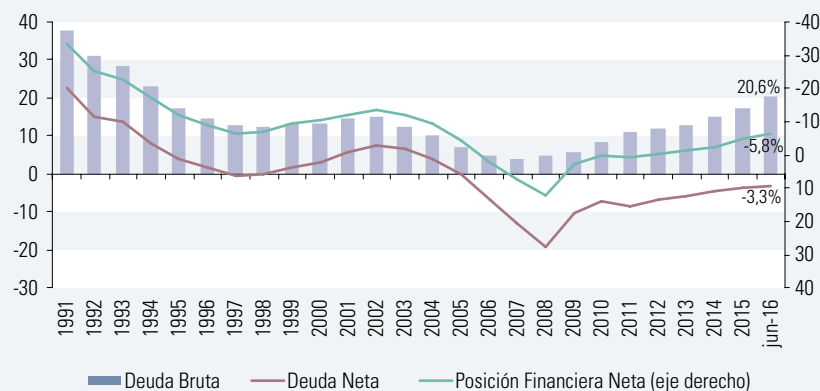
Teniendo en cuenta el tiempo transcurrido desde la definición e implementación de la actual política de inversión del FRP, el Ministerio de Hacienda ha considerado de relevancia actualizarla. Para ello, y luego de un proceso de selección competitivo y de la recomendación del Comité Financiero, se decidió contratar a la consultora Mercer, cuya principal tarea será proponer una composición estratégica de activos de largo plazo para este fondo. Los resultados de este estudio servirán de insumo para que el Ministerio de Hacienda evalúe, en conjunto con el Comité Financiero, si es recomendable modificar la actual política de inversión del FRP, de manera de asegurar su consistencia con el objetivo del fondo y su sustentabilidad en el tiempo.

### b. Deuda y Manejo de Pasivos

La deuda bruta del gobierno ha venido creciendo de manera sostenida desde fines de la década pasada. Esto refleja los déficits públicos registrados en años recientes, así como la política de manejo de activos y pasivos que ha buscado generar tasas de referencia en la curva de rendimiento de renta fija. A junio de 2016, la deuda bruta del gobierno central había llegado a un 20,6% del PIB, cifra superior al 17,5% observado en diciembre de 2015. A pesar de este aumento en la deuda bruta, el Fisco presenta una posición acreedora neta equivalente a 3,3% del PIB medida por la deuda neta a junio de 2016. En el caso de la posición financiera neta, que excluye algunos activos poco líquidos, esta llegó a -5,1% del PIB en 2015 y a junio de 2016 alcanza -5,8% del PIB (Gráfico 2.3)<sup>6</sup>.

**GRÁFICO 2.3**

Evolución Deuda y Posición Financiera Neta del Gobierno Central  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dipres y Ministerio de Hacienda

<sup>6</sup> El stock de deuda bruta a junio no considera la operación completa de intercambio de bonos realizada el 23 de junio y liquidada el 28 de junio. Al cierre del mes de junio el DCV sólo registró la colocación de deuda y no la recompra de los bonos, ejecutándose la cancelación de dicha deuda los primeros días de julio. De haberse registrado ambas operaciones, el stock de deuda corregido habría totalizado 19,8% del PIB. La posición financiera neta se calcula a partir del stock de deuda bruta corregido.

La Ley de Presupuestos 2016 autorizó a Tesorería a emitir deuda por un monto total de US\$ 10.500 millones durante el año. De dicha cifra, US\$ 2.000 millones ya se han emitido en los mercados externos y un total de US\$ 8.000 millones se están emitiendo en el mercado local entre los meses de junio y noviembre de acuerdo al calendario previsto, tanto en pesos como en UF. A eso se agregan US\$ 500 millones que se usarán para contratar créditos con multilaterales.

En enero de 2016 se colocó un bono en euros por € 1.200 millones (equivalentes aproximadamente a US\$ 1.300 millones) con vencimiento en 2026, y un bono en dólares por US\$ 1.349 millones con vencimiento en 2026. Las tasas de rendimiento obtenidas fueron 1,966% para el bono en euros (tasa cupón de 1,750%), lo que significa un *spread* de 110 puntos base sobre el *mid swap* en euro (tasa de referencia de los instrumentos de largo plazo en euros). En el caso de la emisión en dólares, la tasa obtenida fue de 3,407% (tasa cupón de 3,125%), implicando un *spread* de 130 puntos base sobre la tasa del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo.

Junto a la emisión del bono en dólares se ejecutó una recompra por un monto nominal de US\$ 602 millones de bonos en dólares emitidos anteriormente, con vencimientos en los años 2020, 2021, 2022 y 2025<sup>7</sup>. Debido a que dichos bonos estaban perdiendo su calidad como referencia, esta operación permitió generar y reordenar la curva y aumentar el tamaño de la emisión del nuevo bono denominado en dólares a 10 años, fortaleciendo su carácter referencial.

En el caso de la deuda doméstica, la estrategia de manejo de pasivos se enmarca dentro de la política general del Ministerio tendiente a mejorar la liquidez y profundidad del mercado de renta fija chileno, la que también incluye la reciente modificación legal que facilita la instalación de custodios internacionales. Con esto se busca apoyar la inclusión de los instrumentos locales del Fisco en los índices internacionales de inversión en renta fija, lo que fortalecería el interés por estos papeles, aumentando su liquidez y comprimiendo así las tasas de interés locales<sup>8</sup>.

En este contexto, durante 2015 se realizaron distintos cambios en la modalidad de colocación de los bonos de la Tesorería, incluyendo la concentración del monto total de cada bono en una sola subasta. De esta forma, se crea un bono líquido desde la primera emisión, haciéndolo atractivo para aquellos inversionistas que requieran transar montos significativos de dicho papel.

Durante este año se ha efectuado un importante programa de intercambio de papeles de manera de ordenar las curvas de rendimiento local, tanto en UF como en pesos. El programa considera el intercambio de aquellos bonos cuyo monto emitido y liquidez es relativamente bajo (bonos no referenciales) por

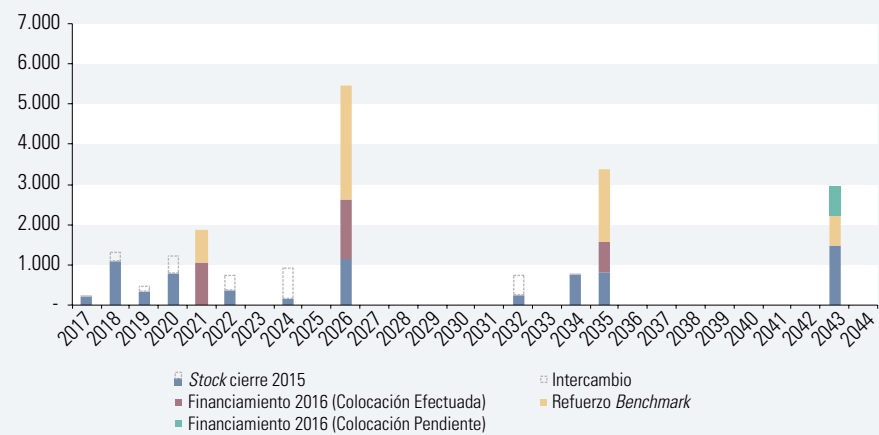
7 Cabe señalar que el día en que se hizo la recompra, hubo inversionistas que ofrecieron papeles por un monto de US\$ 650 millones. Sin embargo, posteriormente, durante el período de cierre de las operaciones, sólo llegaron inversionistas por un total de US\$ 602 millones.

8 Hoy los bonos del Estado se encuentran sub representados en los índices globales y sólo incluyen al bono global en pesos emitido en el mercado externo en 2010.

la reapertura de bonos existentes, cuyo monto de emisión y liquidez es relativamente mayor (bonos referenciales). Con este plan se han creado cuatro puntos referenciales en cada curva, en los plazos de vencimiento aproximadamente de 5, 10, 20 y 30 años, los cuales constituyen referencias líquidas y profundas para el mercado local (Gráfico 2.4 y Gráfico 2.5).

**GRÁFICO 2.4**

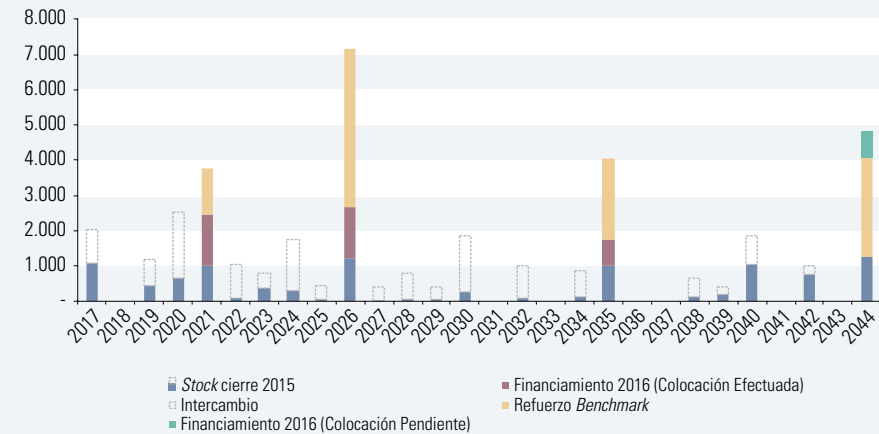
Perfil de Vencimiento Bonos de Tesorería en Pesos Posterior al Programa de Intercambio (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

**GRÁFICO 2.5**

Perfil de Vencimiento Bonos de Tesorería en UF Posterior al Programa de Intercambio (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Sin considerar el programa de recompra, el calendario 2016 contempla emisiones por US\$ 3.800 millones aproximadamente en pesos, y en torno a US\$ 4.200 millones a colocar en UF. Los puntos de emisión escogidos corresponden a aquellos plazos definidos como referenciales; vale decir vencimientos en los años 2021, 2026, 2035 y 2043 para la curva en pesos, y vencimientos en los años 2021, 2026, 2035 y 2044 para la curva en UF. Al igual que las recompras, estas colocaciones se realizan mediante reaperturas de bonos ya existentes, con el fin de fortalecer el monto en circulación (Cuadro 2.5).

#### CUADRO 2.5

##### Montos de Colocaciones Bonos en Pesos y UF

Instrumento	Monto colocado (millones de pesos)	Instrumento	Monto colocado (miles de UF)
BTP 2021	700.000	BTU 2021	37.500
BTP 2026	990.000	BTU 2026	37.500
BTP 2035	490.000	BTU 2035	18.900
BTP 2043	490.000	BTU 2044	18.900

Fuente: Ministerio de Hacienda

Como resultado de las operaciones anteriores, incluyendo las de intercambio, se estima que a fines de 2016 la deuda del gobierno estará compuesta en un 49% en UF, 34% en pesos y 16% en moneda extranjera; versus el cierre de 2015 cuando la participación fue de 58%, 27% y 14%, respectivamente.