

---

## CAPÍTULO 2

---

# Política Fiscal

---

## CHILE MEJORA SU POSICIÓN FISCAL

Al asumir su mandato en marzo de 2018, nuestro Gobierno adquirió el compromiso público de recuperar la fortaleza de las finanzas públicas. El manejo responsable de la política fiscal no solo ha sido uno de los pilares del progreso reciente de Chile, sino que es, además, un requisito indispensable para que el país siga avanzando hacia el desarrollo integral. La sostenibilidad de las cuentas fiscales asegura la continuidad de los programas sociales en el tiempo, necesarios para otorgar una adecuada protección a la clase media y dar oportunidades para que más chilenos salgan de la pobreza. Además, las cuentas fiscales ordenadas actúan, en la práctica, como un verdadero seguro para la economía, evitando la formación de desequilibrios internos y protegiendo al país ante las turbulencias externas, en un contexto internacional que se ha tornado particularmente volátil.

A un año y medio de haber asumido el Gobierno, se han dado pasos sustantivos hacia la mejora de la posición de las cuentas fiscales. Durante 2018, el Balance Fiscal Estructural, variable que guía el ejercicio de la política fiscal en Chile, redujo su déficit en 0,5 puntos del Producto Interno Bruto (PIB), ubicándose en 1,5 puntos del PIB. Lo anterior superó incluso la meta adoptada por el Gobierno en la Ley de Responsabilidad Fiscal, en la que se propuso una reducción del déficit estructural de aproximadamente 0,2 puntos del PIB por año. Sin embargo, de no haberse contado con ingresos fiscales extraordinarios asociados a una operación específica que pagó impuestos, el déficit estructural se hubiese ubicado en 1,8 puntos del PIB, en línea con el compromiso del Gobierno.

En cuanto al Balance Fiscal Efectivo, se redujo el déficit en 1,1 puntos del PIB, pasando desde 2,7 a 1,6 puntos del PIB (Figura 2.1). Un factor fundamental para este resultado fue la recuperación del crecimiento económico, que durante 2018 alcanzó un 4,0%, más que triplicando el crecimiento del año anterior y contribuyendo con mayores ingresos fiscales. Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda realizó un esfuerzo significativo por contener las presiones de gasto existentes, implementando dos instructivos de austeridad fiscal para el sector público. Estas medidas de austeridad contribuyeron a moderar el gasto fiscal tanto a nivel de Gobierno Central como de empresas públicas, y lo hicieron sin comprometer el funcionamiento de los programas sociales del Gobierno.

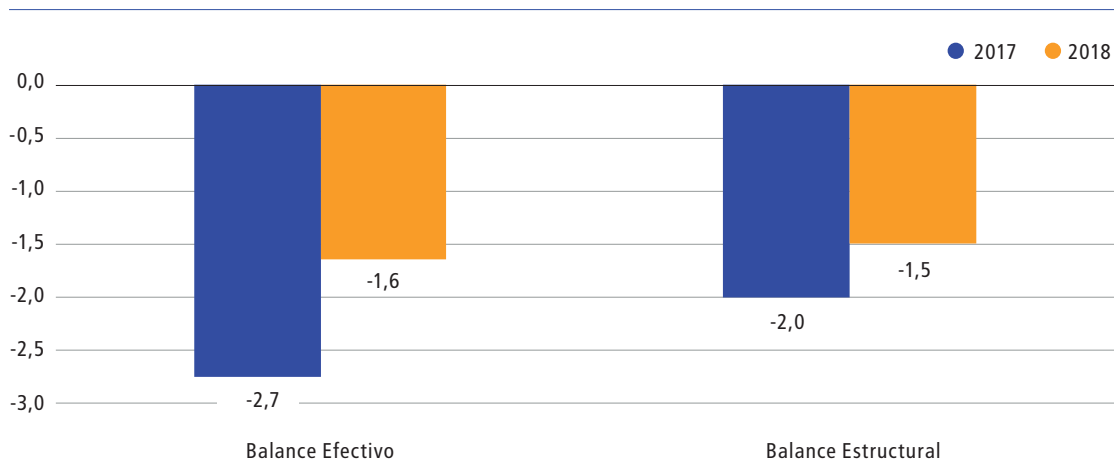
El esfuerzo fiscal realizado en Chile durante 2018 se compara positivamente con lo acontecido en otras economías, tanto emergentes como avanzadas. El déficit fiscal estructural en Chile se redujo diez veces lo observado en otras economías emergentes, que en promedio mejoraron su posición fiscal estructural en 0,05 puntos del PIB. Por su parte, las economías avanzadas empeoraron su posición fiscal estructural en 0,3 puntos del PIB, en promedio. En cuanto al Balance Fiscal Efectivo, la reducción del déficit chileno fue casi cuatro veces mayor que en las demás economías emergentes, las que en promedio disminuyeron su déficit en 0,3 puntos del PIB (Figuras 2.2 y 2.3).

Al analizar la realidad de los demás países del continente, se observa que Chile realizó la tercera consolidación fiscal de mayor magnitud durante 2018 (Figura 2.4). Sin embargo, los países que lo superaron (Ecu-

dor y Argentina) enfrentaban importantes desequilibrios internos y requerían de ajustes fiscales forzosos, situación similar a la de Brasil, que experimentó un ajuste fiscal de magnitud similar al de Chile. En tanto, la significativa consolidación fiscal implementada en Chile busca prevenir la formación de tales desequilibrios, lo que refleja el compromiso del Gobierno con la sostenibilidad fiscal.

**FIGURA 2.1**

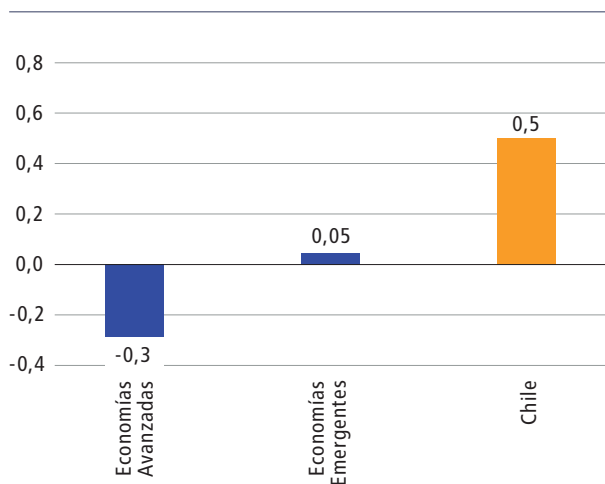
Balance Fiscal Estructural y Balance Fiscal Efectivo (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

**FIGURA 2.2**

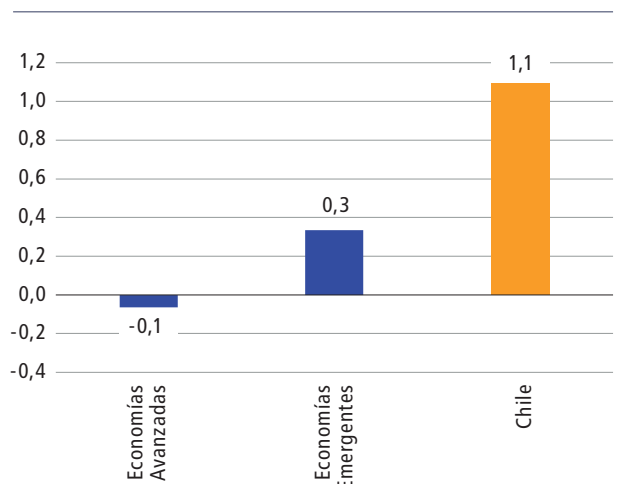
Cambio en el Balance Fiscal Estructural 2017-2018 (% del PIB)



Fuente: FMI.

**FIGURA 2.3**

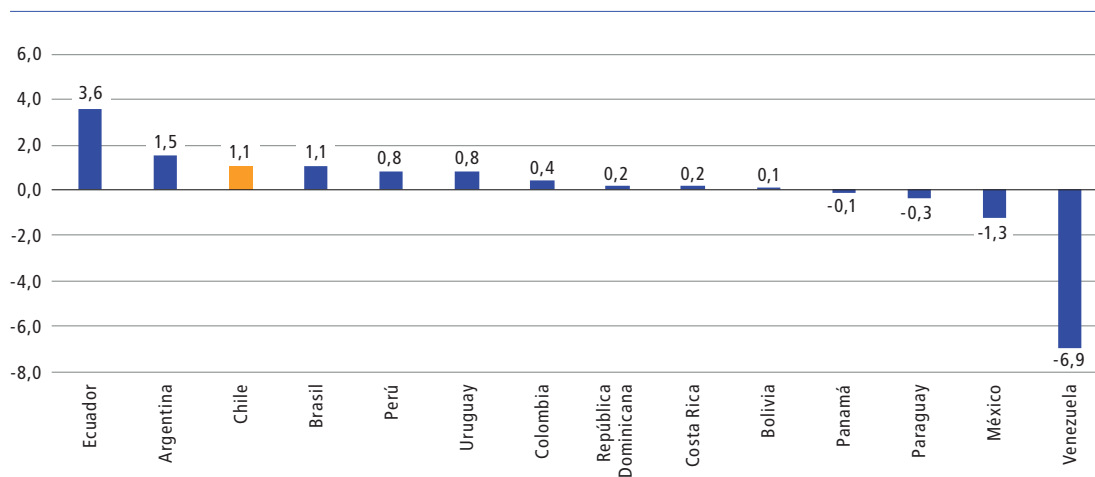
Cambio en el Balance Fiscal Efectivo 2017-2018 (% del PIB)



Fuente: FMI.

**FIGURA 2.4**

Cambio en el Balance Fiscal Efectivo en Latinoamérica 2017-2018 (% del PIB)



Fuente: FMI.

Finalmente, el ajuste fiscal realizado durante 2018 se traduce en que la Deuda Bruta del Gobierno Central aumentó en 2,0 puntos del PIB, incremento inferior a lo observado durante el año 2017, en que el crecimiento de la deuda pública fue de 2,6 puntos del PIB. De esta forma, la Deuda Bruta del Gobierno Central se ubicó en 25,6 puntos del PIB, comenzando a moderar su dinámica de crecimiento, lo que representa un primer paso para el objetivo de estabilizar la proporción de deuda a PIB en el mediano plazo.

## SITUACIÓN FISCAL 2019 Y CONSOLIDACIÓN FISCAL DE MEDIANO PLAZO

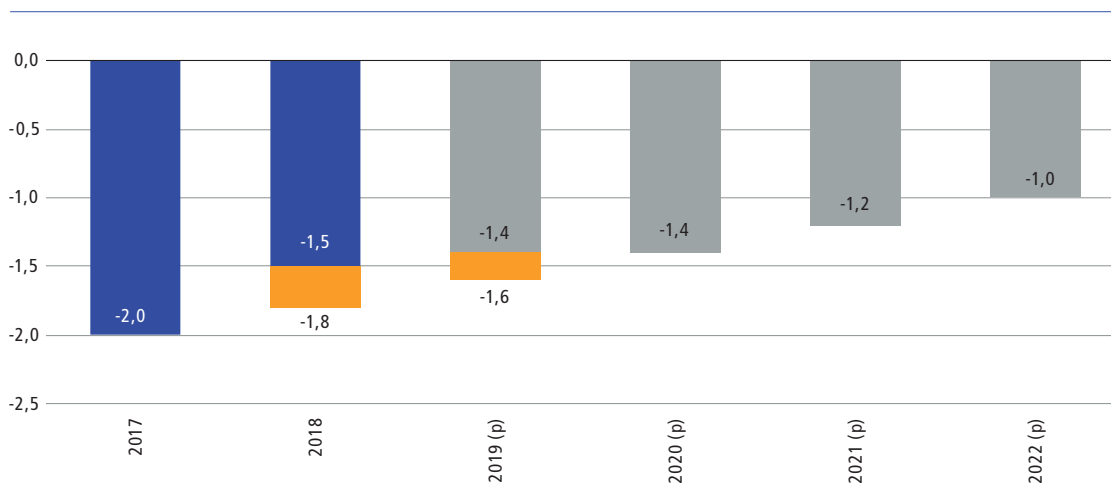
### Ley de Presupuestos del Sector Público de 2019

El 28 de noviembre de 2018 la Ley de Presupuestos del Sector Público de 2019 fue despachada por el Congreso Nacional con amplio acuerdo. El Presupuesto 2019 consideró un aumento del gasto fiscal de 3,2%, con énfasis en materias de infancia, salud, educación y seguridad. El Presupuesto se enmarcó en el compromiso de Gobierno de reducir el déficit estructural en aproximadamente 0,2% del PIB por año, desde 2,0% del PIB en 2017 hasta 1,0% del PIB en 2022.

Con la información disponible se estima que el déficit fiscal estructural se ubicará en 1,4 puntos del PIB al cierre de 2019 (Figura 2.5). Por su parte, se estima que el déficit fiscal efectivo se ubicará en 2,2 puntos del PIB, aumentando respecto de su nivel en 2018, pero manteniéndose 0,5 puntos por debajo de su nivel en 2017. El aumento del déficit fiscal efectivo está incidido por no contar con los ingresos adicionales de la operación extraordinaria que afectan la base de comparación y, adicionalmente, por un contexto internacional más adverso debido al incremento de las tensiones comerciales, lo que ha moderado el ritmo de crecimiento de la economía chilena y ha reducido el precio del cobre.

**FIGURA 2.5**

Balance Fiscal Estructural (% del PIB)



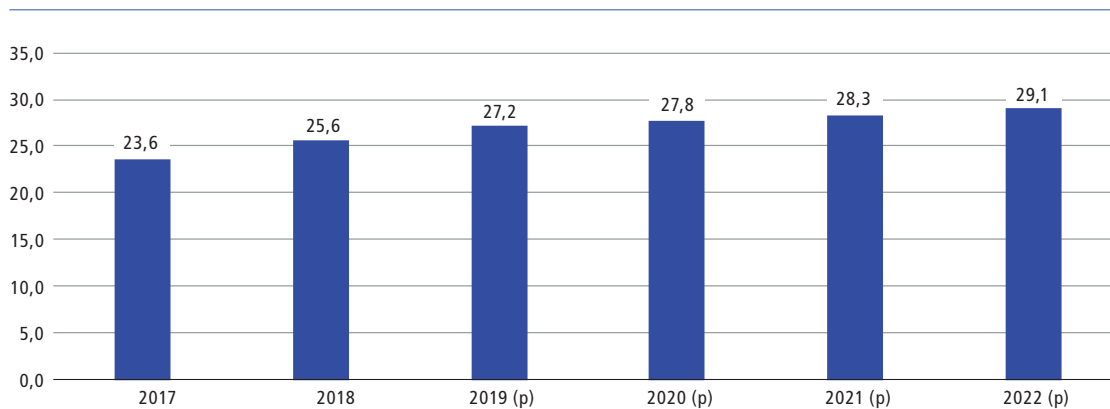
Fuente: Ministerio de Hacienda.

El cumplimiento del compromiso de convergencia gradual al Balance Fiscal Estructural permitirá seguir desacelerando el crecimiento de la deuda pública. En particular, se proyecta que a fines de este ejercicio fiscal la deuda pública se ubique en 27,2 puntos del PIB, lo que representa un aumento de 1,6 puntos del PIB respecto de 2018.

En una perspectiva de mediano plazo, el objetivo fiscal establecido por el Gobierno permitirá alcanzar un déficit fiscal estructural de 1,0 punto del PIB hacia 2022. El cumplimiento de este objetivo, sumado a las perspectivas de crecimiento económico para los próximos años, anticipan que la Deuda Bruta del Gobierno Central se establezca en el mediano plazo, ubicándose en torno a 29 puntos del PIB hacia 2022 (Figura 2.6). Esta situación contrasta con el aumento significativo que había experimentado la deuda pública durante los años anteriores, y se hace cargo de uno de los compromisos adquiridos por el Presidente Sebastián Piñera en su programa de Gobierno. De esta forma, se contribuye a la sostenibilidad de la política fiscal en el tiempo, asegurando el funcionamiento de los programas sociales y propiciando un ambiente macroeconómico estable para la realización de inversiones, la generación de empleos y el crecimiento económico.

**FIGURA 2.6**

Deuda Bruta del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

## AVANCES EN INSTITUCIONALIDAD FISCAL

### Consejo Fiscal Autónomo

Asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo requiere de una preocupación continua por perfeccionar la institucionalidad fiscal. Concretamente, en el Presupuesto del año 2001 se estableció, formalmente, que una Regla de Balance Fiscal Estructural guiaría el ejercicio de la Política Fiscal, mientras que en junio de 2013, durante el primer mandato del Presidente Sebastián Piñera, esta institucionalidad fue reforzada con la creación del Consejo Fiscal Asesor. En continuidad con los avances anteriores, el 9 de enero de 2019 fue aprobado por el Congreso Nacional el Proyecto de Ley que crea el Consejo Fiscal Autónomo, que reemplazó al Consejo Fiscal Asesor.

El diseño del Consejo Fiscal Autónomo se realizó en línea con las mejores prácticas y recomendaciones internacionales, siguiendo los lineamientos entregados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como incorporando elementos adicionales del informe de la Comisión Corbo (2011), que inspiró la creación del Consejo Fiscal Asesor. Entre otros aspectos, el Consejo Fiscal Autónomo cuenta con independencia legal y operacional respecto del poder ejecutivo, lo que representa un significativo aumento de autonomía respecto de su predecesor. Además, para reforzar su carácter autónomo, el nuevo Consejo cuenta con presupuesto propio para contratar equipos y encargar estudios externos vinculados a sus funciones. El Consejo también tiene mayores atribuciones y responsabilidades, entre las que se cuentan:

- a. Evaluar y monitorear el cálculo del ajuste cíclico de los ingresos efectivos efectuados por la Dirección de Presupuestos (DIPRES).
- b. Participar como observador en los procedimientos establecidos para recabar la opinión de expertos

independientes que determinan el crecimiento del PIB y el precio del cobre a largo plazo; revisar dichos cálculos y manifestar su opinión.

- c. Formular observaciones y proponer al Ministerio de Hacienda cambios metodológicos y procedimentales para el cálculo del Balance Estructural.
- d. Manifestar su opinión sobre eventuales desviaciones del cumplimiento de las metas de Balance Estructural y proponer medidas de mitigación.
- e. Evaluar la sostenibilidad de mediano y largo plazo de las finanzas públicas y difundir los resultados de sus evaluaciones.
- f. Asesorar al Ministerio de Hacienda en las materias fiscales que éste le encomiende de manera expresa y que tenga relación con su objeto.
- g. Realizar informes en relación con los estudios, análisis y otros temas que le competan de acuerdo a esta ley. Enviar dichos informes al Congreso en un plazo de cinco días hábiles.
- h. Contratar los estudios y asesorías que se requieran para el cumplimiento de sus funciones.
- i. Proponer al Ministro de Hacienda, una vez al año, los nombres de los integrantes de los comités consultivos del crecimiento y el precio del cobre de largo plazo que ocuparán los cupos que, por alguna razón, hayan quedado vacantes.

La ley también contempla que el Consejo Fiscal debe asistir dos veces al año al Congreso, en abril y en septiembre, a presentar un informe sobre el ejercicio de sus funciones y atribuciones.

El 15 de mayo de 2019 fueron ratificados por el Senado los nombres propuestos por el Presidente de la República para integrar el primer Consejo Fiscal Autónomo (Figura 2.7). Así, el Consejo quedó conformado por Jorge Desormeaux (presidente), Jorge Rodríguez (vicepresidente), Aldo Lema, Paula Benavides y Gonzalo Sanhueza, siendo todos ellos expertos con una larga y destacada trayectoria profesional vinculada a temas fiscales. La duración de los cargos será alternada en un rango de uno a cinco años durante esta primera nominación, mientras que posteriormente cada consejero durará cinco años en su cargo.

**FIGURA 2.7**

Miembros del primer Consejo Fiscal Autónomo

Cargo	Nombre	Duración
Presidente	Jorge Desormeaux	3 años
Vicepresidente	Jorge Rodríguez	1 año
Consejero	Aldo Lema	5 años
Consejero	Paula Benavides	4 años
Consejero	Gonzalo Sanhueza	2 años

Fuente: Ministerio de Hacienda.

## Transparencia Fiscal

Además de la creación del Consejo Fiscal Autónomo, se han realizado importantes esfuerzos para mejorar la transparencia de la información fiscal. Siguiendo los lineamientos del *Fiscal Transparency Code (2018)* del FMI, que considera cuatro pilares para perfeccionar los reportes fiscales (cobertura, frecuencia, calidad e integridad), la DIPRES comenzó a publicar desde 2019 el Informe de Finanzas Públicas con frecuencia trimestral. Lo anterior permite una actualización más periódica de la información fiscal de corto y mediano plazo, y, al mismo tiempo, incorpora nuevos antecedentes para la discusión fiscal, como la proyección de la Deuda Bruta del Gobierno Central a cuatro años. Adicionalmente, se comenzó a publicar el Informe de Recursos Humanos del Sector Público y el Estado de Operaciones del Gobierno Central con frecuencia trimestral. También se avanzó en transparencia en cuanto a la publicación de las evaluaciones de programas sociales que realiza la DIPRES y se lanzó la Plataforma Presupuesto Abierto ([Recuadro III](#)).

Este conjunto de medidas en favor de la transparencia de la información fiscal, así como la creación del Consejo Fiscal Autónomo, permitirán que la Política Fiscal se desarrolle en un marco institucional sólido, esté sujeta al escrutinio por parte de expertos y del público en general y que promueva la sostenibilidad de las cuentas fiscales y el uso eficiente de los recursos públicos.

## Seminario “Mejoras para el marco fiscal chileno: lecciones de la experiencia nacional e internacional”

Los días 17 y 18 de enero de 2019, el Ministerio de Hacienda en conjunto con el FMI, realizó un seminario para explorar los desafíos que enfrenta el país con respecto a su marco fiscal. En dicho seminario, se discutieron oportunidades para el fortalecimiento del país en materia fiscal, utilizando como referencia lecciones de la experiencia nacional e internacional. El seminario contó con la presencia de experimentadas autoridades y académicos nacionales: Rodrigo Cerda, Klaus Schmidt-Hebbel, Rodrigo Vergara, Rosanna Costa, Manuel Marfán, Vittorio Corbo, Mario Marcel, Rodrigo Valdés y José De Gregorio. En esta instancia también participaron economistas extranjeros y representantes de organizaciones internacionales y expertos en la materia, como Paolo Dudine (FMI), Oscar Parkyn (New Zealand Treasury), Luca Ricci (FMI), Charles Wyplosz (The Graduate Institute, Geneva), Eduardo Morón (miembro del Consejo Fiscal de Perú) y Emilio Pineda (BID).

A partir de la experiencia nacional e internacional revisada, se derivaron una serie de recomendaciones sobre el marco fiscal, la regla fiscal y sus objetivos, que permitirán guiar las políticas y proyectos relacionados a la materia. Las presentaciones de este seminario y las principales conclusiones serán publicadas en un libro realizado en conjunto entre el Ministerio de Hacienda y el FMI.



## GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

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

La política y estrategia de deuda del Fisco definida por el Ministerio de Hacienda, considera estos factores, imponiéndose como tarea fundamental nutrir y completar las curvas de rendimiento relevantes para la economía en forma continua, a través de una política de emisión apropiada.

Por otro lado, la política de emisiones se diseña en armonía con la meta de lograr un buen funcionamiento del mercado de renta fija local, apoyando su liquidez, profundidad e integración con el mercado externo. Durante los últimos años se han logrado importantes hitos que han permitido aumentar la liquidez atrayendo nuevos actores al mercado de renta fija local, en particular inversionistas extranjeros. Esto ha generado un mayor dinamismo, lo cual contribuye a una mayor competencia y mejores condiciones de financiamiento para el Estado, con su consiguiente impacto positivo en la economía chilena.

El fortalecimiento de las mencionadas referencias de precios, a través del mejoramiento de su liquidez, logrado por el aumento de sus tamaños y otras medidas, es fundamental para el buen funcionamiento de mercado, reduciendo la incertidumbre en la determinación de tasas y ayudando a la transparencia y desarrollo económico de un país, así como también la labor de incentivo y promoción para el desarrollo de activos financieros tradicionales y verdes. En efecto, los mercados financieros siguen siendo el camino más prometedor para generar crecimiento sostenible y estabilidad, siempre y cuando sean transparentes, bien regulados y con medidas adecuadas para proteger a los consumidores e inversionistas.

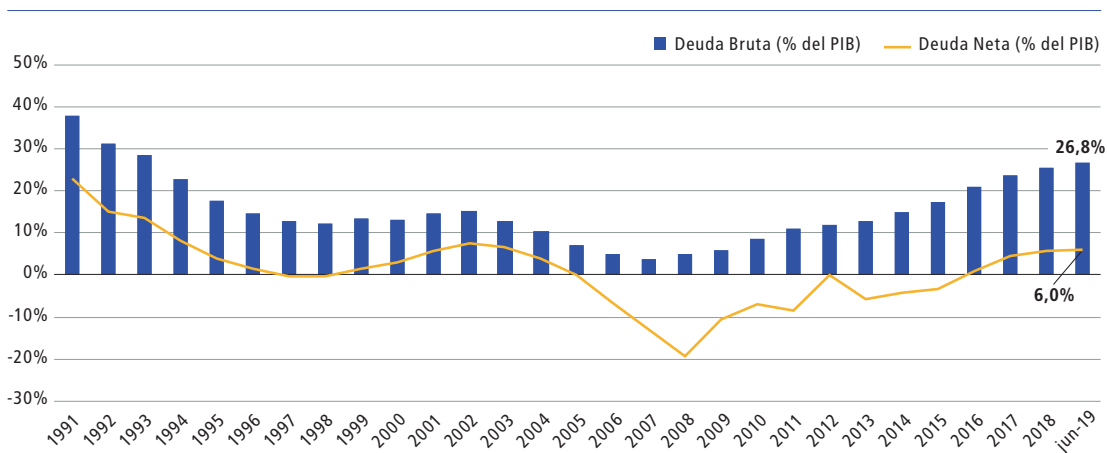
Además del fortalecimiento del mercado financiero tradicional, este último año se ha destacado por la primera emisión de bonos verdes soberanos de Chile, siendo el primer país en América en realizar operaciones de este tipo de activos. De esta manera, se amplía el tipo de instrumentos que la gestión de la deuda pública promueve. Como consecuencia de estas emisiones, se han generado referencias para un nuevo mercado, llamando la atención de un nuevo tipo de inversionistas extranjeros, lo que logra ampliar y diversificar la base de inversionistas. Cabe destacar que estas primeras emisiones de bonos verdes posicionan a Chile como líder en el continente en la promoción de esta clase de activos.

## Deuda Bruta y Neta del Gobierno Central

El stock de títulos de deuda de Tesorería en el mercado local ha aumentado progresivamente, hasta el 21,6% alcanzado en junio de 2019. Incluyendo la deuda emitida en mercados externos y la deuda contraída con entidades multilaterales, a junio de 2019 la deuda bruta alcanzó un monto equivalente a 26,8% del PIB. No obstante, si se consideran los activos financieros mantenidos por el fisco, la deuda neta a junio de 2019 alcanza a 6,0% del PIB. En los últimos años, la deuda neta ha experimentado un aumento, pero sigue siendo baja en el concierto internacional (Figuras 2.8 y 2.9).

**FIGURA 2.8**

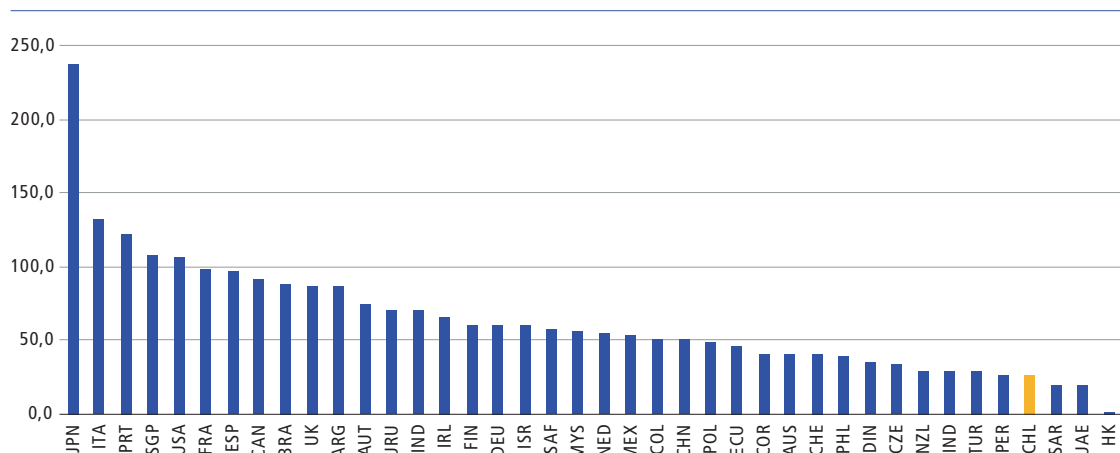
Evolución de la Deuda Bruta y Neta del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

**FIGURA 2.9**

Deuda Bruta para Economías Seleccionadas en el año 2018 (% del PIB)



Fuente: FMI, *World Economic Outlook* de abril de 2019.

## Medidas para mejorar la liquidez e integración financiera

En la última década, el Ministerio de Hacienda ha implementado medidas tendientes a mejorar la liquidez y profundidad del mercado de renta fija chileno. En 2016 se implementó un programa de intercambio en el mercado local, el cual consistió en un ordenamiento de las curvas de rendimiento local, tanto en UF como en pesos. Para este ordenamiento se realizó el intercambio de aquellos bonos cuyo monto emitido y liquidez era relativamente bajo (“Bonos no *Benchmark*”), los cuales se reemplazaron mediante una oferta de intercambio por reapertura de bonos existentes, cuyo monto de emisión y liquidez es relativamente mayor (“Bonos *Benchmark*”).

Durante 2018, y considerando que el plazo para el vencimiento de los bonos con vencimiento en 2021 ya no cumplía como referencia aproximada a cinco años, se procedió a crear una nueva referencia con vencimiento en 2023 para las curvas de rendimiento en UF y pesos. Por otra parte, se creó una nueva referencia a 2030 para estas curvas, la cual representa un plazo intermedio entre los años 2026 y 2035. Entre los meses de octubre y diciembre de 2018 se ejecutó un plan de intercambio, que buscaba seguir con el ordenamiento iniciado en 2016 y disminuir el monto de los bonos que se encuentren prontos a vencer. Sus principales resultados fueron: una colocación de bonos por alrededor de US\$ 5 mil millones; el fortalecimiento de la liquidez de los Bonos *Benchmark* en pesos y en UF con vencimiento en 2023, 2030, 2035, 2043 (bonos en pesos) y 2044 (bono en UF); el incremento en la participación de bonos nominales sobre el total de los bonos emitidos, que impactó en la participación del índice GBI-EM de JP Morgan; y, finalmente, la mayor participación de no residentes en la tenencia de bonos soberanos de Chile (Figura 2.12).

Se estima que el programa de intercambio 2018 provocó una ganancia financiera de ejecución de aproximadamente US\$ 8,4 millones, que representa el mayor valor de los instrumentos colocados respecto a los observados en el mercado secundario el día anterior de la colocación. En cuanto a la madurez promedio del portafolio, no se observó un cambio significativo y llegó a 11,9 años luego de la operación, en vez de los 11,8 años que hubieran resultado en caso de no haber llevado a cabo la operación.

## Publicación de Plan de Emisión 2019

En enero del 2019, como una medida de mayor transparencia y mejor comunicación con el mercado, se anunció el plan de colocación de bonos para todo el año 2019. El margen de endeudamiento considerado en la Ley de Presupuestos para el año 2019 contempla un total de US\$ 9.000 millones. La planificación de emisiones en 2019 consideró mantener la composición del stock de deuda existente por tipo de moneda (nacional vs extranjera), por lo que se consideró una emisión neta por US\$ 1.500 millones en moneda extranjera, ejecutada en junio de 2019, y US\$ 7.200 millones en moneda local, ejecutada a lo largo del año mediante el Sistema de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Chile (SOMA) y la modalidad de construcción de libro (*book-building*). Se planificó el uso de los US\$ 300 millones restantes en créditos con multilaterales.

Respecto de las emisiones en moneda local, la mayor parte se ejecuta mediante operaciones en el SOMA del Banco Central de Chile, entidad que actúa en calidad de Agente Fiscal para este tipo de operaciones. A continuación, se detallan los montos considerados en las colocaciones para 2019 a través del SOMA (Figuras 2.10 y 2.11).

**FIGURA 2.10**

Montos colocaciones Bonos en Pesos (millones de pesos)

Instrumento	Monto de las colocaciones
BTP 2023	275.000
BTP 2030	555.000
BTP 2050	830.000

BTP: Bono de la Tesorería denominado en Pesos.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

**FIGURA 2.11**

Montos colocaciones Bonos en UF (miles de UF)

Instrumento	Monto de las colocaciones
BTU 2023	21.400
BTU 2030	27.700
BTU 2050	27.500

BTU: Bono de la Tesorería denominado en UF.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

En mayo de 2019 se llevó a cabo una colocación e intercambio de bonos en moneda local mediante la modalidad *Book-Building*. Estas emisiones fueron por un total de US\$ 1.939 millones, equivalente en pesos, de los cuales US\$ 1.517 millones corresponden a nuevo endeudamiento y US\$ 422 millones a operaciones de intercambio.

En julio de 2019 se anunció un plan de recompra e intercambio de bonos denominados en pesos y UF, que contempla tres operaciones en un día: una recompra (*Cash Tender*), una licitación que suma el monto contemplado para margen de endeudamiento y un monto para financiar el *Cash Tender* y, finalmente, una operación de intercambio puro (*Switch Tender*). Todas estas operaciones se llevaron a cabo a través del SOMA del Banco Central de Chile desde el 31 de julio de 2019 y continuarán durante los próximos meses.

Con este plan de intercambio se espera recomprar una parte considerable de los bonos con vencimiento más cercanos, especialmente los bonos con vencimiento en 2021 (en pesos y UF) así como alargar la duración de la cartera de bonos del Fisco, intercambiando deuda de corto plazo por deuda de mayor plazo. La

Figura 2.12 muestra la curva de vencimientos locales estimada para fines de 2019, junto con el monto de la recompras y sus colocaciones realizadas hasta el 13 de septiembre de 2019.

**FIGURA 2.12**

Perfil de vencimientos en moneda local (peso y UF), en millones de dólares



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Finalmente, los US\$ 1.500 millones de emisiones en moneda extranjera se colocaron en dos operaciones, ambas realizadas en junio. La primera, en dólares, involucró un plan de intercambio que ascendió a US\$ 894,7 millones y nueva emisión por US\$ 523,6 millones. La segunda operación, realizada en euros, contempló nuevo endeudamiento por US\$ 976,4 millones. Cabe destacar que el total de las emisiones en moneda extranjera corresponden a Bonos Verdes (Recuadro II).

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

En línea con las medidas tomadas para impulsar la productividad (Ley N° 20.956), que, a su vez, permitieron transar instrumentos de renta fija de Tesorería y el Banco Central de Chile en las plataformas de los custodios internacionales (ICSD por sus siglas en inglés), en enero y junio de 2017 el Ministerio de Hacienda realizó las primeras emisiones bajo la modalidad de construcción de libro o *Book-Building*.

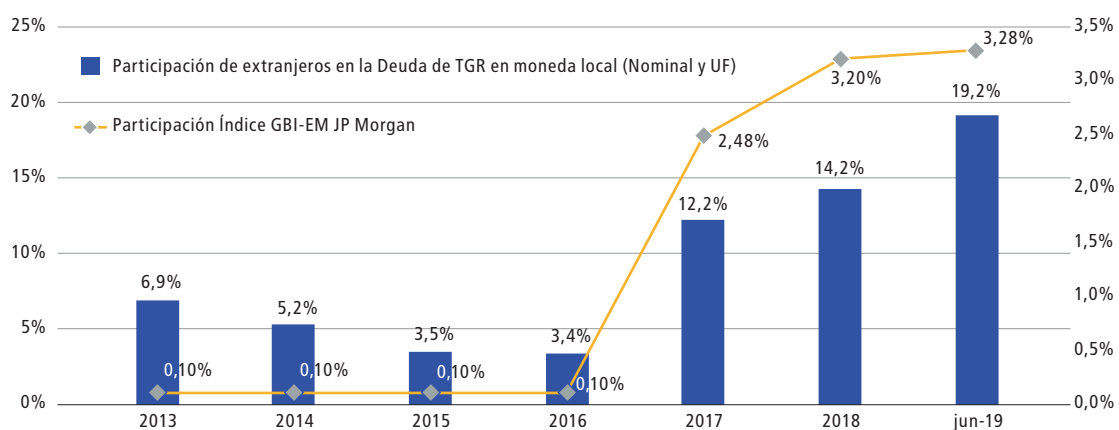
Durante junio de 2018, y como parte del esfuerzo del Ministerio de Hacienda por darle continuidad a las políticas que apoyen el desarrollo del mercado de renta fija local, se colocaron vía construcción de libro otros dos bonos en pesos. La modalidad de construcción de libro constituye el estándar más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

colocación. Además, en el caso de los inversionistas internacionales, el bono se deposita, transfiere y liquida directamente en la plataforma Euroclear, uno de los principales custodios internacionales.

En mayo de 2019 se realizó nuevamente una emisión en moneda local a través de una operación de *Book-Building*, la cual incluyó un proceso que buscaba intercambiar bonos que se encuentran pronto a vencer por bonos de mayor duración. La colocación total fue por US\$ 1.939 millones, emitiendo bonos en pesos con vencimiento en 2023, 2030 y 2050 por aproximadamente US\$ 700 millones, US\$ 732 millones y US\$ 507 millones, con tasas de adjudicación de 3,60%, 4,20% y 4,55%, respectivamente. Se destinaron US\$ 422 millones a operaciones de intercambio y US\$ 1.517 millones a financiar el presupuesto público. En esta transacción los inversionistas extranjeros pudieron participar de forma directa y simultánea con los inversionistas locales. La adjudicación a inversionistas extranjeros alcanzó 24% del total emitido para el financiamiento del presupuesto superando el máximo histórico de 21% en 2017 y 30% de las operaciones de intercambio. En la Figura 2.13 se puede apreciar el fuerte crecimiento de no residentes en la participación de deuda en moneda local, alcanzando un 19,2% en junio de 2019 desde un 3,4% en 2016. Así también se puede apreciar un fuerte aumento de los bonos nominales de la Tesorería en la participación del índice para economías emergentes elaborado por JP Morgan, alcanzando 3,28% en junio desde 0,1% a fines de 2016.

**FIGURA 2.13**

Participación de extranjeros en deuda denominada en pesos y participación de Chile en el Índice GBI-EM JP Morgan



Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco Central de Chile, JP Morgan (participación en el índice).

## Relación con agencias clasificadoras de riesgo e inversionistas

La República de Chile mantiene hace varios años una relación profesional con las tres principales clasificadoras de riesgo: *Moody's Rating Services*, *Standard & Poor's (S&P)* y *Fitch Ratings*. Además, desde 2019,

la principal agencia clasificadora de riesgo japonesa (*Japan Credit Rating Agency, JCR*), también evalúa la posición crediticia del país. Las agencias clasificadoras cumplen un rol importante para el Estado de Chile; validan su clasificación crediticia, constituyen un importante antecedente para la emisión de deuda pública y favorecen así la inversión internacional en nuestro país. En efecto, las clasificaciones contribuyen a ampliar la información respecto de Chile en los mercados de capitales internacionales, atraer inversionistas extranjeros, y facilitar el endeudamiento en el exterior de las empresas chilenas públicas y privadas.

Las calificadoras de riesgo analizan la deuda del país respectivo al menos una vez al año. Para ello, el Ministerio de Hacienda coordina visitas y reuniones a distintos Ministerios (Hacienda, Economía, Energía, y otros), al Banco Central, a centros de estudios públicos y privados, empresas y líderes de opinión, para discutir sobre la evolución reciente de la economía chilena, avances en la agenda programática del Gobierno, y sus perspectivas sobre la trayectoria de deuda y crecimiento de mediano plazo. Posteriormente, estas agencias publican un informe donde explicitan su evaluación y razonamiento.

Actualmente Chile tiene calificaciones de riesgo A1 con Moody's, A con Fitch, A+ con S&P, y AA- con JCR, todas con una perspectiva estable. Cabe destacar que la clasificación de Chile por JCR se encuentra un nivel por encima de S&P y Moody's, y dos por encima de la calificación de Fitch.

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

Esta segunda sección ha sido renovada durante la presente administración, y su diseño ha recogido las mejores prácticas en la materia, entre otras, las del *Institute of International Finance*, asociación orientada a promover las mejores prácticas mundiales en el ámbito financiero y que realiza, dentro de sus múltiples tareas, una evaluación transversal de las páginas web de varios países dedicadas a fomentar la relación con inversionistas. Los cambios implementados en la web institucional han permitido a los inversionistas un mejor manejo de la información económica, así como un contacto más fluido con el acontecer nacional. Entre otros cambios introducidos para mejorar la entrega de información a inversionistas, destaca la creación de un *Newsletter*, orientado a informar periódicamente a los inversionistas sobre las noticias más relevantes emanadas desde el Ministerio y la economía nacional. Además, se publicó al inicio de 2019 la programación para la emisión de deuda y se publican periódicamente las presentaciones preparadas para reuniones con inversionistas en Chile y el extranjero en la página web del ministerio, hechos que implican una mejora sustantiva en términos de transparencia.

## FONDOS SOBERANOS

### Manejo de Activos

Chile cuenta con dos Fondos Soberanos: el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)<sup>1</sup>. Por un lado, los recursos del FEES pueden ser usados para financiar al Gobierno en períodos en que los ingresos caen por causa del ciclo económico o por caídas en el precio del cobre. Por otro lado, el FRP acumula recursos para solventar el gasto 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 es quien representa al Fisco en la administración de fondos, y fija las políticas de inversión considerando la recomendación de un grupo externo compuesto por profesionales independientes, denominado Comité Financiero<sup>2</sup>. Por su parte, el Banco Central de Chile y administradores externos<sup>3</sup> ejecutan las operaciones financieras de acuerdo a las directrices de inversión elaboradas por el Ministerio de Hacienda.

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 su objetivo de inversión es obtener un retorno esperado anualizado en pesos de al menos 2,0% por sobre la inflación chilena en un período de diez años con una probabilidad de al menos 60%<sup>4</sup>.

Desde su inicio, el 6 de marzo de 2007, hasta el cierre estadístico de este documento, el FEES ha recibido aportes por US\$ 21.766 millones. Los últimos aportes se realizaron entre 2010 y 2013, por un total de US\$ 3.666 millones. Desde entonces, no se han realizado aportes a este fondo. Asimismo, a la fecha y desde su inicio, se han efectuado retiros del FEES por US\$ 11.958 millones. Del total de retiros efectuados, US\$ 9.278 millones fueron usados para financiar el plan de estímulo fiscal, el déficit fiscal del país y el aporte requerido al FRP por US\$ 837 millones el año 2009; y US\$ 2.681 millones se han usado para financiar los aportes requeridos por ley al FRP entre los años 2010 y 2019. En el caso del FRP, desde su inicio ha recibido aportes por un total de US\$ 9.477 millones. A su vez, se han efectuado retiros desde el fondo por US\$ 314 millones en 2017, por US\$ 525 millones en 2018 y por US\$ 577 millones en 2019.

---

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

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

3 En la actualidad existen seis administradores externos: BlackRock, Mellon, Allianz, Nomura, Western Asset, y BNP Paribas.

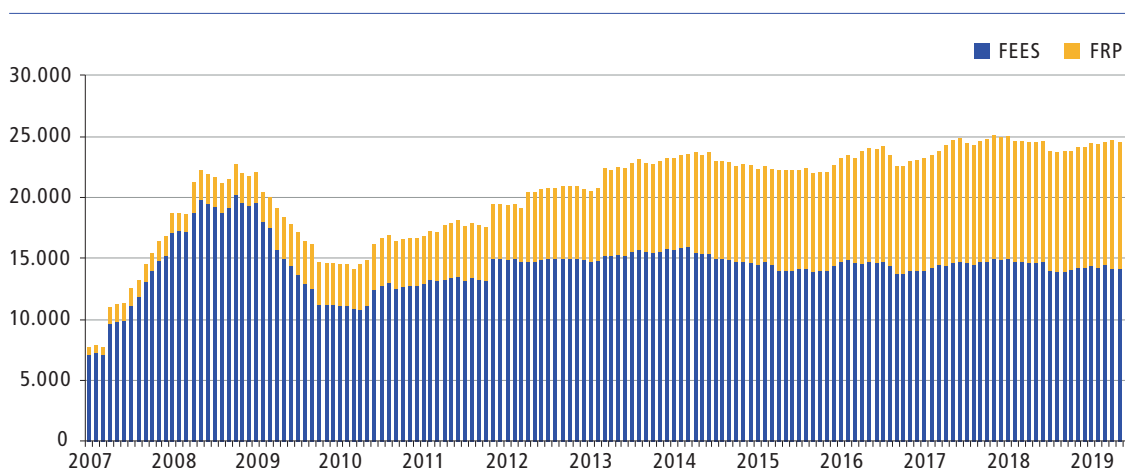
4 Este objetivo de inversión es coherente con la nueva política de inversión definida por el Ministro de Hacienda en noviembre de 2017, la cual debiese estar implementada a comienzos de 2021.

---



**FIGURA 2.14**

Evolución de los Fondos Soberanos (millones de US\$)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con ello, a agosto de 2019 el valor de mercado de los fondos soberanos alcanzaba US\$ 24.826 millones, de los cuales US\$ 14.321 millones correspondían al FEES y US\$ 10.505 millones al FRP (Figura 2.14).

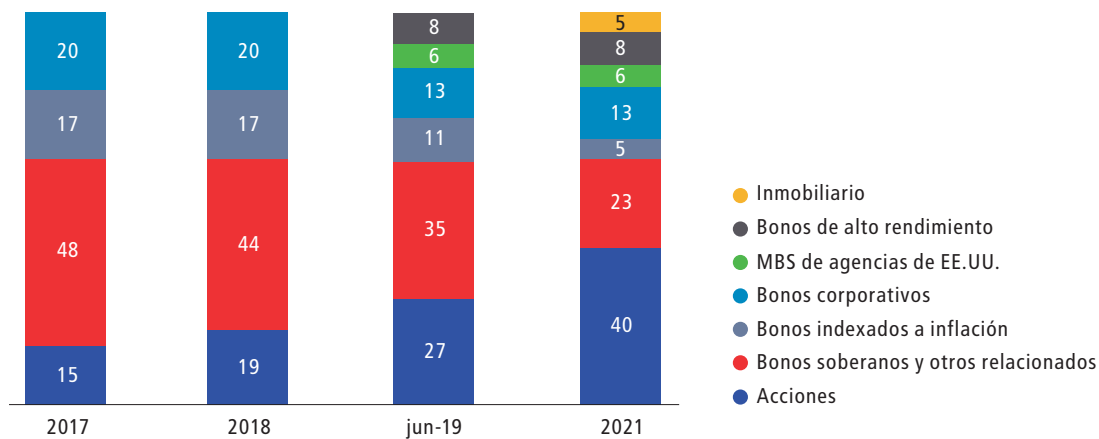
Desde su creación y hasta fines de agosto de 2019, las inversiones del FEES y del FRP habían generado ganancias netas por US\$ 4.513 y US\$ 2.443 millones, respectivamente. Lo anterior, se ha traducido en rentabilidades anualizadas en dólares de 2,71% para el FEES y 3,75% para el FRP, y de 5,13% y 6,20%, respectivamente, cuando se miden en moneda nacional.

La actual política de inversión del FEES, implementada a partir de agosto de 2013, sigue un mandato pasivo que establece que se debe invertir 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, se está convergiendo paulatinamente a la composición de activos de la nueva política de inversión definida a fines de 2017 (Figura 2.15), la que se espera tener implementada a comienzos de 2021. Así, a partir de junio de 2019 hasta diciembre de 2019 la composición de activos transitoria es de 27% en acciones, 35% en bonos soberanos y otros relacionados, 11% en bonos indexados a la inflación, 13% en bonos corporativos, 6% en bonos con respaldo de hipotecas de agencias de EE.UU. (MBS, por sus siglas en inglés, de agencias de EE.UU.), y 8% en bonos de alto rendimiento.

**FIGURA 2.15**

Convergencia a Nueva Política de Inversión del FRP (% del fondo)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Como parte de la nueva política de inversión del FRP, durante 2019 y 2020 se trabajará en lograr exposición al sector inmobiliario e implementar un programa de cobertura que permita reducir el impacto que tienen las paridades cambiarias del portafolio de renta fija en el fondo. Asimismo, una vez contratados los encargados de administrar este programa de cobertura cambiaria y gestionar el mandato inmobiliario, de acuerdo a lo recomendado por el Comité Financiero, se realizará un proceso de selección para administradores de acciones y bonos corporativos, teniendo en consideración el tiempo transcurrido desde la contratación de los actuales.

Con respecto al FEES, durante el año 2018 el Ministerio de Hacienda decidió realizar un nuevo estudio de la política de inversión del fondo. Esta decisión se tomó considerando que las buenas prácticas recomiendan realizar revisiones periódicas y que el último estudio fue realizado en 2011. Este estudio se llevará a cabo en dos partes. La primera abarcará la dimensión fiscal del fondo, cuyas conclusiones permitirán evaluar su objetivo. Este estudio está siendo realizado por la DIPRES. Una vez finalizada la primera parte, se encargará a una firma consultora un estudio de la política de inversión. Se espera comenzar dicho proceso durante el segundo semestre de 2019.

Además, el Ministro de Hacienda solicitó al Comité Financiero en abril de 2019 la evaluación de las alternativas que existen para incorporar consideraciones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en los procesos de inversión de los Fondos Soberanos chilenos. Se solicitó que este análisis y las recomendaciones sean coherentes con los objetivos de los fondos, su marco institucional, y la filosofía utilizada para su inversión.

Adicionalmente, se han implementado nuevas iniciativas con el fin de mejorar aún más la transparencia de los Fondos Soberanos. A partir de junio de 2018, un boletín es enviado a todos los usuarios suscritos y

que da a conocer cualquier información nueva que se publique en el sitio web de los Fondos Soberanos (por ejemplo, informes, comunicados de prensa, etc.). Este boletín se prepara tanto en español como en inglés con el fin de que tanto el público nacional como internacional tenga acceso a dicha información. Estos esfuerzos han permitido posicionar al FEES y al FRP entre los fondos más transparentes del mundo<sup>5</sup>.

## RECUADRO II

### Primera emisión de Bonos Verdes

Chile tiene un fuerte compromiso con la mitigación al cambio climático y protección del medio ambiente, y considera que el desarrollo del mercado local y externo de bonos verdes es una herramienta fundamental para conseguir estos objetivos. En línea con esto, en junio de 2019 se concretaron las primeras emisiones de bonos verdes soberanos de nuestro país y primeras también en las Américas. Estos instrumentos financieros son similares a los bonos normales en cuanto a sus características financieras, pero se diferencian en que su propósito es financiar o re-financiar proyectos que protejan el medioambiente, de acuerdo con estándares internacionales.

Para poder llevar a cabo esta operación fue necesario un trabajo interministerial liderado por el Ministerio de Hacienda, para identificar y seleccionar los proyectos a ser incluidos en el portafolio de proyectos verdes. En paralelo, se estableció un documento “Marco para los Bonos Verdes”, que ofrece los lineamientos a seguir para las futuras emisiones de este tipo de instrumentos. En este documento se define la intención de asignar los recursos a seis sectores verdes:

1. **Transportes Limpios:** se consideran elegibles los proyectos que promueven la inversión en infraestructura pública y activos que mejoren el transporte público eléctrico y estaciones intermodales.
2. **Eficiencia Energética:** contempla proyectos que mejoren en al menos un 20% la eficiencia energética de edificios públicos.
3. **Energías Renovables:** considera elegible a proyectos que inviertan en fuentes de energía renovable no fósil; también considera proyectos que contribuyan al desarrollo del conocimiento técnico en estas materias.

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

4. **Conservación de la Biodiversidad y Recursos Marinos:** considera proyectos de conservación y restauración de bosques nativos, y/o áreas marinas.
5. **Manejo de Agua:** contempla proyectos de conservación, monitoreo, y análisis de aguas.
6. **Edificios Verdes:** considera proyectos de edificación pública que estén certificados bajo el Sistema Nacional de Certificación de Calidad Ambiental y Eficiencia Energética para Edificios de Uso Público (CES) y que cumplan con al menos una reducción del 30% de emisiones de CO<sub>2</sub>.

El “Marco para los Bonos Verdes” se realizó siguiendo las mejores prácticas internacionales y fue evaluado exitosamente por *Vigeo Eiris*, agencia independiente internacional especializada en investigación relacionada a temas medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, en inglés), obteniendo el más alto grado de seguridad respecto a la contribución de los bonos contemplados al desarrollo sostenible. Además, el portafolio de proyectos asociado a las emisiones de 2019 obtuvo la certificación de *Climate Bonds Initiative* (CBI), organismo internacional especializado en estándares de emisiones verdes.

El Ministerio de Hacienda realizó exitosas colocaciones inaugurales de bonos verdes durante junio de 2019, logrando varios hitos históricos. Primero, fue el primer país de América en realizar este tipo de emisiones, fortaleciendo su liderazgo global en finanzas internacionales y por la acción climática. Segundo, en términos de la estructura de las operaciones, Chile fue el primer país en el mundo en colocar bonos verdes denominados secuencialmente en dólares (a 31 años) y luego en euros (a 12 años) ambas por un total de US\$ 2.395 millones, logrando así cautivar el interés de inversionistas globales de renta fija.

Asimismo, las operaciones destacaron por concitar niveles récord de demanda de 12,8 veces para la operación en dólares y 4,7 veces para la operación en euros. Ambas transacciones alcanzaron tasas mínimas históricas de 3,53% para el bono en dólares y de 0,83% para el bono en euros, siendo la primera vez para Chile que las tasas obtenidas en colocaciones en moneda extranjera estuvieron por debajo de aquellas estimadas con información del mercado secundario. Finalmente, las operaciones cumplieron con el importante objetivo de ampliar la base de inversionistas de bonos soberanos chilenos, al incorporar a inversionistas institucionales con mandatos especializados en bonos verdes, alcanzando un 76% de inversores de este tipo para la emisión en euros y un 35% para la emisión en dólares (Figura 2.16).

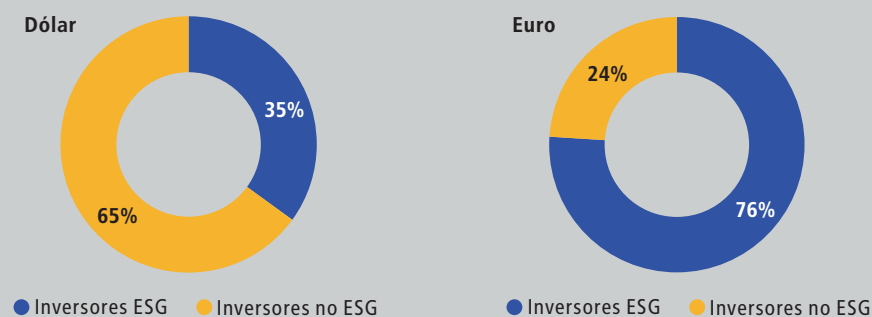
Las operaciones totalizaron US\$ 1.500 millones de nuevo endeudamiento (US\$ 523 millones por el bono denominado en dólares y US\$ 977 millones por el bono denominado en euros). La

transacción en dólares incorporó además una operación de manejo de pasivos por aproximadamente US\$ 895 millones con el principal objetivo de fortalecer la nueva referencia y ajustar el perfil de vencimientos de la deuda pública.

El 18 de septiembre de 2019, estos Bonos recibieron el premio “Bono Verde del Año para América Latina”, por parte de GlobalCapital, prestigiosa revista especializada en mercados de capitales que es parte del grupo Euromoney. Esta revista entrega el premio de Sostenibilidad y Responsabilidad en el Mercado de Capitales desde el año 2016 para reconocer la importancia del mercado de bonos verdes sociales y sostenibles, así como también otros aspectos de las finanzas sostenibles.

**FIGURA 2.16**

Proporción de Inversores ESG<sup>1</sup>



Fuente: Ministerio de Hacienda.

1 Son inversores que cumplen con estándares medioambientales, social y de gobierno corporativo (ESG).