



Munich Personal RePEc Archive

Fiscal Policy in Covid-19 Times: The Case of Chile

Cordero, Alvaro and Villena, Mauricio

Centro de Estudios Públicos, Chile

20 May 2020

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/100791/>
MPRA Paper No. 100791, posted 10 Aug 2020 15:46 UTC

Fiscal Policy and Debt Sustainability in Covid-19 Times: The Case of Chile

Álvaro Cordero¹ y Mauricio G. Villena²

This Version: Mayo 21th, 2020

ABSTRACT

The fiscal stimulus initially proposed by the Chilean government to support COVID-19 measures contemplates US\$ 17.105 billion and corresponds to 6.9% of GDP. This paper seeks to contribute to the discussion on fiscal policy in times of pandemic by analyzing the country's fiscal measures to address COVID-19 and comparing them with those applied by other countries, and with those used to address the 2009 subprime financial crisis. It also discusses what measures could complement the government's Emergency Plan. The second part of the paper presents a discussion of the evolution of the central government's finances (as a percentage of GDP) from 1990 to 2019. Together with this, the ex post calculation of vulnerability and fiscal sustainability indicators adapted to the Chilean fiscal reality is discussed. In particular, we estimate the following Sustainability indicators: (I) Gross Debt / GDP (Chilean experience and a comparative analysis with countries with a GDP per capita similar to the national one, and emerging countries with a reputation of solid fiscal positions); (II) Net Debt / GDP; (III) Debt Service; (IV) Acid Test for Debt Service; (V) Primary Balance (IMF methodology); (VI) Adapted Sustainable Primary Balance and (VII) Macro-Adjusted Primary Balance.

Keywords: Fiscal Policy, Public Finances, Macroeconomics, Public Debt, Fiscal Sustainability, COVID-19, Chile

JEL Classification: E62, H6, O23, O11

¹ Investigador Asistente del CEP, email: acordero@cepchile.cl

² Coordinador Académico e Investigador del CEP, email: mwillena@cepchile.cl

Política y Sustentabilidad Fiscal en tiempos de Covid-19: El Caso de Chile

Álvaro Cordero³ y Mauricio G. Villena⁴

Esta Versión: 21 de mayo, 2020

Resumen

El estímulo fiscal propuesto inicialmente por el gobierno chileno para apoyar las medidas por COVID-19 contempla US\$ 17.105 millones y corresponde a un 6,9% del PIB. Este trabajo busca contribuir a la discusión sobre la política fiscal en tiempos de pandemia analizando las medidas fiscales del país para enfrentar el COVID-19 y compararlas con aquellas aplicadas por otros países, y con las utilizadas para enfrentar la crisis financiera subprime de 2009. También se discute qué medidas podrían complementar el Plan de Emergencia del gobierno. En la segunda parte del trabajo, se presenta una discusión de la evolución de las finanzas del Gobierno Central (como porcentaje del PIB) desde 1990 hasta 2019. Junto a ello, se aborda el cálculo ex post de indicadores de vulnerabilidad y sostenibilidad fiscal adaptados a la realidad fiscal chilena. En particular, estimamos los siguientes indicadores de Sostenibilidad: (I) Deuda bruta / PIB (experiencia chilena y un análisis comparado con países de PIB per cápita similar al nacional, y países emergentes con reputación de posiciones fiscales sólidas); (II) Deuda neta / PIB; (III) Servicio de la deuda; (IV) Prueba ácida al servicio de la deuda; (V) Balance primario (metodología FMI); (VI) Balance Primario Sostenible Adaptado y (VII) Balance Primario Macro-Ajustado.

Palabras clave: Política fiscal, hacienda pública, macroeconomía, deuda pública, COVID-19, Chile

Clasificación JEL: E62, H6, O23, O11

³ Investigador Asistente del CEP, email: acordero@cepchile.cl

⁴ Coordinador Académico e Investigador del CEP, email: mwillena@cepchile.cl

Introducción

Durante cerca de dos décadas, la política fiscal chilena se ha basado en el concepto de balance cíclicamente ajustado del Gobierno Central Total. Esto es consistente con los equilibrios macroeconómicos de mediano plazo, es decir, con un nivel de deuda pública sostenible en el tiempo (Marcel, 2010; Larraín et al. 2011 y Tapia, 2015). En la práctica, hasta 2010, esto implicó una tendencia decreciente en la acumulación de pasivos brutos por parte del Gobierno Central Presupuestario. Dicha reducción en la acumulación de deuda tiende a revertirse en los últimos años, pero sin recuperar los niveles de los años anteriores a la regla: en promedio la razón deuda bruta/PIB pasa de un 21,9% en el período 1990-2001 a un 13,3% en el período 2002-2019.

A pesar de los logros de la política fiscal, Chile ha enfrentado una importante presión sobre las cuentas fiscales en la última década, como consecuencia de la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008-2009 y el terremoto y tsunami de febrero de 2010. Adicionalmente, en años recientes la política fiscal ha estado expuesta a una serie de desequilibrios que han llevado al país a completar siete años con déficits de presupuesto, con un consecuente aumento de la deuda. La última gran presión, previo a la actual crisis, se generó a partir del estallido social del año pasado. Así, debido al sostenido deterioro de la situación fiscal, en 2016 Chile pasó, después de 10 años, de acreedor neto a deudor neto. Actualmente se cuenta con una deuda neta del 7,9% del PIB al 2019, lo que nos retrotrae al año 1994 (deuda neta de 8,1% del PIB). Si bien esta cifra aún no es de un tamaño considerable, debiera agravarse a partir de la tendencia alcista sostenida durante los últimos años, y proyectada a futuro. La situación de la deuda neta es consistente con el aumento que ha mostrado la deuda bruta, que en 2019 alcanzó al 27,9% del PIB, su mayor nivel desde 1993 (28% del PIB). Como consecuencia del aumento de la deuda neta, el gasto en intereses neto como porcentaje del PIB de 2019 corresponde a 2,7 veces lo pagado en 2010⁵. Este deterioro de las cuentas fiscales ya fue internalizado por las clasificadoras de riesgo. En 2017, Fitch Ratings redujo la calificación de A+ a A, y S&P Global Ratings de AA- a A+. Y en 2018, Moody's recortó la nota desde AA- a A.

Es en este contexto que Chile enfrenta un nuevo shock externo: la crisis del COVID-19. Esta pandemia ha tenido un impacto global muy importante, con alrededor de 320 mil víctimas fatales a la fecha y con casi 5 millones de infectados a nivel mundial. Además de este gran costo social, se prevé con bastante seguridad que el impacto económico será mayor al de la CFG del año 2009.⁶ Las políticas de cuarentenas y distanciamiento social afectan negativamente a la economía, a través de un shock real que tiene impacto tanto a nivel de la demanda como de la oferta agregada. En la demanda agregada, ya que este shock afecta a los consumidores vía una disminución de sus ingresos, por ejemplo, por una reducción de salarios debido a la falta de ingresos de las empresas, o producto del desempleo vinculado a la reducción de costos o quiebras de las empresas. Así, se reciente el consumo de una gran parte de la población y también la inversión. A nivel de la oferta agregada, las cuarentenas masivas implican que parte importante de la fuerza laboral está dejando de participar de los procesos productivos, lo que provoca que la producción agregada se contraiga.

El Banco Central de Chile estima que el PIB caería 12-15% al mes (Marcel, 2020), bajo la estrategia de contención previa a la cuarentena general en la Región Metropolitana. Esto correspondería a un menor

⁵ Relación entre el gasto neto de intereses como porcentaje del PIB en 2019, y el gasto neto de intereses como porcentaje del PIB en 2010. Datos extraídos de Dipres.

⁶ Las cifras de crecimiento del mundo desarrollado del primer trimestre ya dan muestras de ello. A ello se le suman las cifras de desempleo en Estados Unidos para abril, las mayores desde la Gran Depresión.

impacto económico que lo estimado por la OCDE para un bloqueo total (24%), dado que la Minería se ha visto menos afectada que otros sectores y que el gobierno ha implementado, por lo general, una estrategia de cuarentenas focalizadas en lugar de generalizadas. Dado esto, por cada mes de medidas de contención, el PIB anual caerá en cerca del 1%, y se estima que dichas medidas se implementen para la mayor parte del segundo trimestre.

Afortunadamente, Chile ha logrado acumular recursos sustantivos en los fondos soberanos. Lo anterior, sumado a cuentas fiscales ordenadas, ha permitido al gobierno enfrentar esta crisis con un paquete de medidas que ya llega a los US\$17.105 millones (6,9% del PIB). Estos recursos se financiarán recurriendo a los fondos y activos del tesoro público, a un mayor endeudamiento, y a partir de reasignaciones del presupuesto público.

Sin embargo, claramente este esfuerzo fiscal no es ilimitado y las necesidades urgentes e inmediatas son muy grandes. Primero, el gasto fiscal debe garantizar la implementación de una política sanitaria que privilegie por sobre todo la salud de las personas y que les permita enfrentar las cuarentenas, tratando así de disminuir al máximo posible el número de víctimas fatales por la pandemia. Eso puede implicar ampliar en el tiempo la aplicación del Ingreso Familiar de Emergencia y los planes de garantías para movilizar el crédito a empresas pequeñas y medianas, y, en el futuro, eventualmente a grandes empresas. Segundo, debe ayudar a que la economía retome el rumbo una vez pasada la crisis. Por último, la política fiscal del presente debe tener siempre una mirada de mediano y largo plazo, fundamentada en la responsabilidad de mantener un nivel adecuado de los fondos soberanos. Esto es relevante, porque permite financiar el gasto social y la inversión pública, reduce los costos de la deuda de todos en el país, y entrega herramientas para enfrentar con éxito futuras emergencias.

Bajo este contexto, este trabajo busca contribuir a la discusión sobre la política fiscal en tiempos de pandemia. Primero, se analizan las medidas fiscales del país para enfrentar el COVID-19, comparándolas con aquellas aplicadas por otros países, y con las utilizadas para enfrentar la CFG. También se discute qué medidas podrían faltar en el Plan de Emergencia del gobierno. En la segunda parte del trabajo, se presenta una discusión de la evolución de las finanzas del Gobierno Central (como porcentaje del PIB) desde 1990 hasta 2019. Junto a ello, se aborda el cálculo ex post de indicadores de vulnerabilidad y sostenibilidad fiscal adaptados a la realidad fiscal chilena. En particular, estimamos los siguientes indicadores de Sostenibilidad: (I) Deuda bruta / PIB (experiencia chilena y un análisis comparado con países de PIB per cápita similar al nacional, y países emergentes con reputación de posiciones fiscales sólidas); (II) Deuda neta / PIB; (III) Servicio de la deuda; (IV) Prueba ácida al servicio de la deuda; (V) Balance primario (metodología FMI); (VI) Balance Primario Sostenible Adaptado y (VII) Balance Primario Macro-Ajustado.

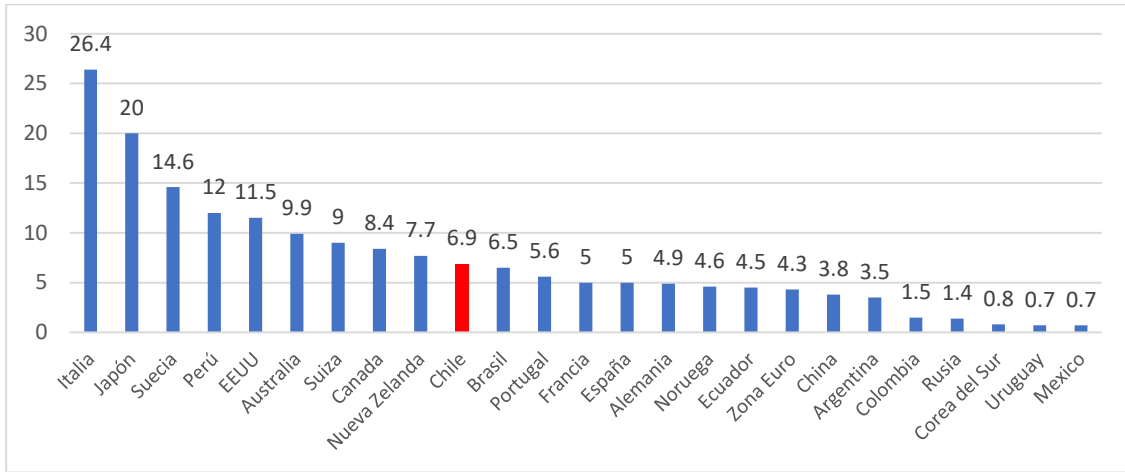
Medidas fiscales ante el COVID-2019

Los países alrededor del mundo están aplicando medidas extraordinarias para limitar los efectos del COVID-19 en el bienestar de la población y en la economía. A partir de una iniciativa del Fondo Monetario Internacional (FMI), es posible analizar, evaluar y comparar los diferentes paquetes.⁷ El **Gráfico 1** presenta el tamaño de las medidas implementadas por diferentes países seleccionados.⁸

⁷ Para acceder a la base ver <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

⁸ La medición puede no incluir todas las medidas, ya que no considera medidas de seguros automáticos o redes de seguridad social preexistentes. De manera genérica, se refiere a gasto fiscal directo.

Gráfico 1: Tamaño de paquetes fiscales ante el COVID-19 (como porcentaje del PIB), países seleccionados



Fuente: Elaboración propia en base a: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#M> y Dirección de Presupuestos- Ministerio de Hacienda y el Banco Central. Información al 1 de mayo 2020.

En el caso de Chile, el Ministerio de Hacienda anunció el 19 de marzo el Plan Económico de Emergencia, con el objetivo de apoyar a familias, trabajadores y empresas (principalmente pymes). El Plan involucra recursos fiscales por hasta US\$ 11.750 millones, equivalente a 4,7% del PIB anual, con medidas ya están operando. Adicionalmente, el 8 de abril las autoridades dieron a conocer nuevos proyectos, que implican US\$5.000 millones del Fisco destinados a la Protección de la Actividad Económica y a la Protección de los Ingresos. Esto totaliza un paquete estimado en US\$17.105 millones, alrededor de un 6,9% del PIB.

El paquete nacional, como proporción del PIB, es uno de los más grandes de la región, siendo superado sólo por Perú. **Colombia**, por ejemplo, anunció un paquete fiscal por 1,5% del PIB; **Uruguay** destinará a transferencias \$400 millones de pesos (alrededor de 0,7% del PIB); y el programa de ayuda de **Argentina** alcanza alrededor del 3,5% del PIB. Entre los países latinoamericanos más afectados por la pandemia se encuentra **Brasil** con cerca de 16 mil muertos por el COVID-19, que adoptó recientemente medidas que suman 6,5% del PIB; y **Perú**, con más de 2.600 víctimas, que aprobó inicialmente un plan por 783 millones de soles (7% del PIB) para atender la emergencia sanitaria, a lo que recientemente se sumaron medidas, logrando un paquete equivalente al 12% del PIB. La excepción en este caso es **México**, que, a pesar de llevar cerca de 5 mil fallecidos, destinará sólo cerca de 0,7% de su PIB.

La posición de Chile también es favorable cuando se compara con la de países desarrollados. El paquete nacional estaría sobre el implementado por **Alemania**, el que equivale a 4,9% del PIB (156 mil millones de euros), el de **Francia**, que suma cerca del 5% del PIB (110 mil millones de euros), y el 3% comprometido por **España**. A su vez, el paquete anunciado por **Nueva Zelanda** es de un tamaño similar al del chileno, correspondiente a 7,7% del PIB.

Por otra parte, los países que han dispuesto más recursos (como porcentaje del PIB) en la lucha contra el COVID-19 son **Italia** (26,4%), **Japón** (20%), **Suecia** (14,6%), **Perú** (12%), **EEUU** (11,5%) y **Australia** (9,9%).

En la discusión reciente, para justificar un aumento en el paquete fiscal de Chile, se ha argumentado que los programas de emergencia que ha planteado el gobierno, como porcentaje del PIB, son considerablemente inferiores a los de la mayoría de los países europeos, de Estados Unidos y también de

Perú. Del análisis presentado arriba se desprende que este no es el caso en cuanto a los países europeos, ya que el promedio de los paquetes de gasto fiscal de la zona Euro es un 4.3% del PIB, frente al 6,9% de Chile. En paralelo, la comparación con el caso de EEUU no parece ser del todo justa, ya que este país cuenta con cifras de muertes (más de 80 mil) y casos (casi 1,5 millones) muy por sobre los observados en Chile, además de un PIB per cápita de casi 56 mil dólares, que deja considerablemente atrás a los casi 23 mil dólares chilenos⁹. A su vez, la magnitud del impacto del virus en Perú, con más de 2.600 víctimas y casi 95 mil contagiados, también se aleja bastante de la experiencia nacional, lo que justificaría un paquete mayor. Ahora bien, estos aspectos deben ser considerados en conjunto al impacto económico que se espera a partir de las medidas sanitarias y el menor dinamismo global.

Otro camino para dimensionar el paquete aplicado por Chile corresponde a compararlo con la respuesta aplicada durante la CFG. Se ha planteado que en dicha oportunidad el déficit fiscal aumentó cerca de 8% del PIB entre 2008 y 2009, explicado por un aumento real en el gasto público de 16,5%, equivalente a 3% del PIB. La pregunta es si dicho impulso fue mucho mayor al aplicado hasta este momento en la crisis actual. La respuesta técnica correcta es que esto depende de la base de comparación, ya que la variación (positiva) corresponde al aumento respecto al año anterior. El gasto público ejecutado en 2019 es considerablemente mayor al de 2008, por lo que el mismo aumento respecto al primero deriva en un impulso considerablemente mayor que respecto del segundo. Adicionalmente, el 2020 sigue a un año en el que ya se aplicó un crecimiento relevante en el gasto público. Así, si se toma la diferencia de la tasa de crecimiento del gasto público del año de crisis respecto del año justo anterior, es posible concluir que los impulsos en la Crisis Subprime y la actual son similares (Tabla 1).

Tabla 1: Impulsos Fiscales en la Crisis Subprime y en la Pandemia COVID-19

Año	Crecimiento T-1	Crecimiento T	Diferencia
2009	9,3%	16,5%	7,2%
2020	4,2%	10,4%	6,2%

Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres

Por otra parte, dado que el impacto económico de la pandemia se avizora de más larga duración de lo que se había anticipado inicialmente – con las respectivas repercusiones en empleo y crecimiento –, es probable que se necesiten medidas económicas adicionales, tanto por temas sanitarios como para la reactivación de la economía. Esto derivará seguramente en un impulso fiscal producto del COVID-19 mayor que el aplicado para la CFG.

¿Qué medidas faltan en el Plan de Emergencia del gobierno?

Aunque en el Plan de Protección de la Actividad Económica presentado en abril se incluyen garantías por hasta US\$ 3.000 millones para movilizar el crédito para empresas con ventas anuales de hasta 1 millón de UF, éste deja fuera a las empresas grandes. Éstas representarían el 16% del empleo¹⁰ y serán claves en la recuperación económica del país una vez controlada la pandemia.

Al revisar la evidencia internacional de los paquetes fiscales por el COVID-19, destacan diversos casos en los que existen medidas financieras que no diferencian en el tamaño de las empresas. Por ejemplo, en

⁹ Cifras de 2018, a PPP y en dólares de 2011 (Banco Mundial).

¹⁰ Ministerio de Hacienda.

Francia y Bélgica se otorgan garantías estatales para préstamos bancarios a empresas, **Estonia** incluyó en sus medidas garantías/colateral para préstamos bancarios que permitan la reprogramación de pagos, e **Islandia** anunció préstamos puente garantizados por el Estado a las empresas. Ninguno de estos casos discrimina entre pequeñas y grandes empresas.

Una experiencia local de este tipo de medidas la podemos obtener del *policy mix* del paquete económico para la crisis del 2008-2009, con el BancoEstado cumpliendo un rol fundamental (ver Lagos y Tapia, 2014). A partir de una capitalización de US\$500 millones, éste aumentó significativamente su crédito, principalmente en cuanto a préstamos a las empresas. Dicha expansión en el crédito de BancoEstado fue exitosa suavizando la contracción del crédito de los bancos privados, proveyendo una respuesta rápida y con resultados rentables, lo que sugiere que el capital adicional que el gobierno puso en el banco se utilizó de forma productiva. Este mecanismo aplicado para la CFG se dirigió principalmente a **grandes empresas**. Esto no sólo se debió al hecho de que este tipo de préstamos representan una proporción mayor en la cartera del banco, sino también a que la tasa de crecimiento del crédito en esos segmentos fue superior. Esta fórmula también fue eficiente en cuanto a la maximización del valor a largo plazo del banco.

A partir de lo recién expuesto, es posible afirmar que medidas similares pueden ser convenientes en estos momentos, para apoyar financieramente no sólo a Pymes – que pueden ser las primeras en requerirlo –, sino que también a empresas grandes, las que generan un nivel significativo de empleo y aportan considerablemente en el crecimiento del país.

Como propuesta específica, se podría plantear una capitalización adicional a los 500 millones de dólares recientemente otorgados para BancoEstado¹¹, pero dirigido específicamente a empresas con ventas anuales mayores al 1 millón de UF. Esta capitalización iría bajo la línea, por lo que no implicaría un gasto fiscal adicional, y se recuperaría en el mediano plazo a través de las rentas de BancoEstado. Esto debe ir acompañado de los requisitos necesarios para que los créditos no se utilicen con otros fines.

Medidas como la enunciada reducirían la probabilidad de que empleados de este tipo de firmas dejen de percibir sus salarios y ayudaría a que la economía retome el rumbo una vez pasada la crisis.

Por otra parte, es relevante mantenernos alertas en caso de que se requiera profundizar el apoyo a las familias de menos recursos y a trabajadores menos protegidos. Si bien ya se han aplicado medidas de resguardo a estos grupos, la dureza de la crisis probablemente exija aumentar los beneficios.

Sostenibilidad Fiscal de la Economía Chilena¹²

Un aspecto crucial en la discusión, en cuanto a la sostenibilidad fiscal del país, consiste en estudiar la evolución de las cuentas fiscales durante el último tiempo. Tomando como referencia una serie de variables durante el período 1990-2019, a continuación se aborda el cálculo *ex post* de algunos indicadores seleccionados de vulnerabilidad y sostenibilidad fiscal adaptados a la realidad chilena. Este análisis es descriptivo y eminentemente estático.

¹¹ Que se adiciona a la aplicada posteriormente al 18 de octubre de 2019.

¹² Para mayor detalle de este análisis revisar Villena et al (2018).

Para ser consistentes con la cobertura aplicada por la regla fiscal chilena, la estructura de gobierno utilizada para todas las mediciones es el Gobierno Central Consolidado¹³.

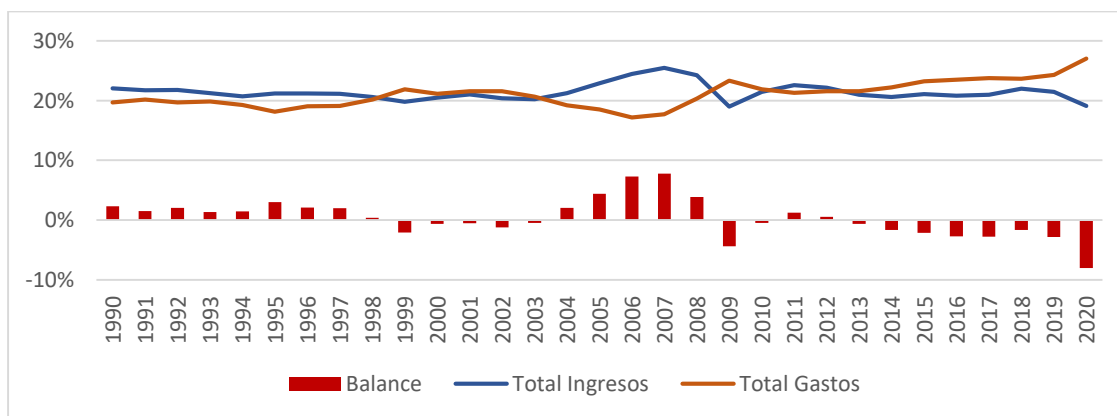
La política fiscal de mediano plazo de Chile desde 2001 se basa en un concepto de Balance Cíclicamente Ajustado (BCA) del Gobierno Central. A diferencia del resultado efectivo, que indica la posición fiscal del momento, el BCA refleja el balance presupuestario que se produciría si el PIB evolucionara de acuerdo a su tendencia y el precio del cobre fuera el de largo plazo. Por lo tanto, se trata de un balance que aísla los efectos cíclicos de la economía que tienen impactos en los ingresos fiscales, y, por lo tanto, permite que el gasto fiscal evolucione de acuerdo a los ingresos estructurales (largo plazo), y no a los efectivos (corto plazo) afectados por el ciclo.

Evolución de las Finanzas del Gobierno Central

En el **Gráfico 3** se presenta la evolución de las finanzas del Gobierno Central como porcentaje del PIB desde 1990 hasta 2019. Éstas, en primera instancia, dan origen a la situación de endeudamiento y, por lo tanto, impactan directamente en los niveles de sostenibilidad fiscal.

Se puede observar que, antes de la aplicación del BCA (2001), el balance global ya mostraba valores positivos. De todas formas, es desde el año 2004 al año 2008 cuando se generaron los balances positivos de mayor magnitud. Los años deficitarios, en general, se asocian con turbulencias en la economía, siendo de particular interés el año 2009 con un déficit de 4.3% del PIB marcado por la CFG, y el año 2020 con un déficit de 8% del PIB. Éste último se postula como el mayor déficit de todo el período analizado, debido a las medidas fiscales tomadas para enfrentar el COVID-19, que se adicionaron a lo comprometido por la agenda social. Resalta, además, la tendencia a un déficit creciente, que se observa marginalmente desde 2013 con un 0,6%, pero que se vuelve relevante durante los siguientes tres años, con un promedio de 4,1%.

Gráfico 3: Ingresos, gastos y balances del Gobierno Central (como porcentaje del PIB), 1990-2020



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres.

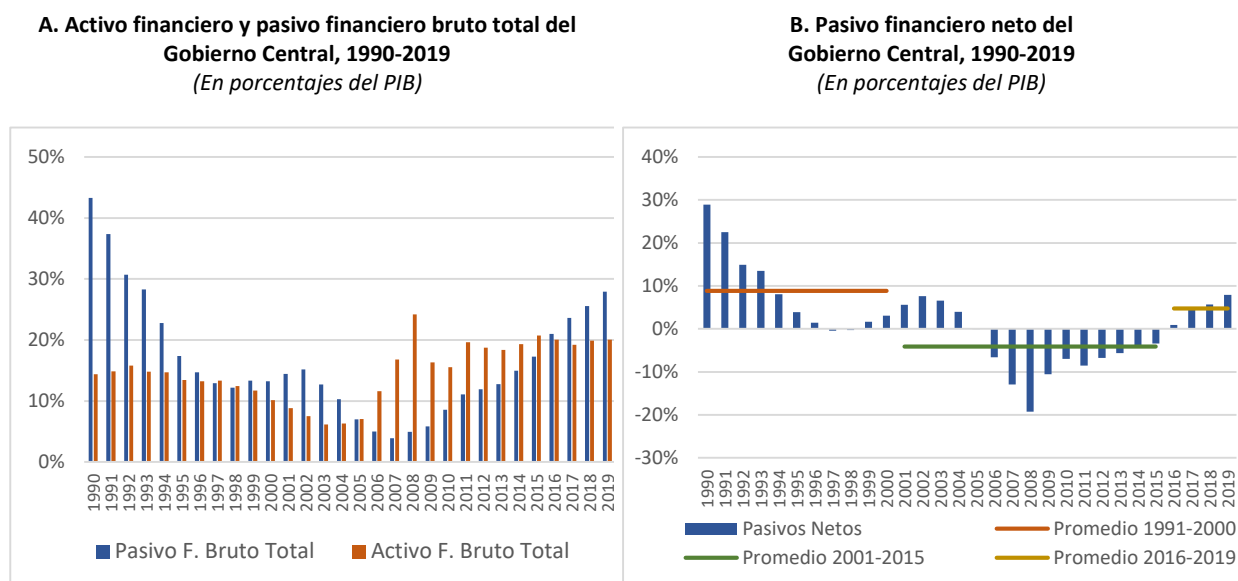
En la práctica, la política fiscal basada en un balance cíclicamente ajustado y metas de balances en el mediano plazo derivó en una tendencia decreciente en la acumulación de pasivos brutos por parte del Gobierno Central Presupuestario. Esto se tiende a revertir en los últimos años, pero sin recuperar los niveles

¹³ Esto implica excluir del análisis los pasivos y activos del Banco Central, de empresas públicas, universidades y municipalidades. Para un análisis que considera tanto el Gobierno Central como las empresas públicas y el Banco Central ver Vergara (2002).

de los años anteriores a dicha regla. Como se puede inferir del **Gráfico 4.A**, en promedio la razón deuda bruta/PIB pasa de un 22,6% en el período 1990-2000, a un 13,3% en el período 2001-2019.

Así, durante la operación de la regla fiscal, el Gobierno Central Presupuestario pasó de una posición deudora neta en 2000 a una posición acreedora neta a partir del año 2005, situación que se mantiene hasta 2015 (**Gráfico 4.B**). Esta evolución del endeudamiento neto ha permitido, entre otras cosas, mejorar la credibilidad como emisor de deuda, tanto a nivel local como internacional. Desde el 2016 hasta el 2019, sin embargo, se observa una tendencia creciente en el nivel de gasto fiscal, la que ha implicado una mayor acumulación de pasivos brutos por parte del Gobierno Central Presupuestario. Esto tiene como consecuencia un rápido deterioro de la posición fiscal chilena.

Gráfico 4: Deuda del Gobierno Central 1990-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda.

Deuda del Gobierno Central

Un indicador fiscal tradicionalmente usado es el del stock de deuda (bruta o neta) sobre el PIB de un año. La siguiente ecuación representa su cálculo para cada año de medición.

$$D_t = \frac{\text{Stock de deuda}_t}{\text{PIB}_t}$$

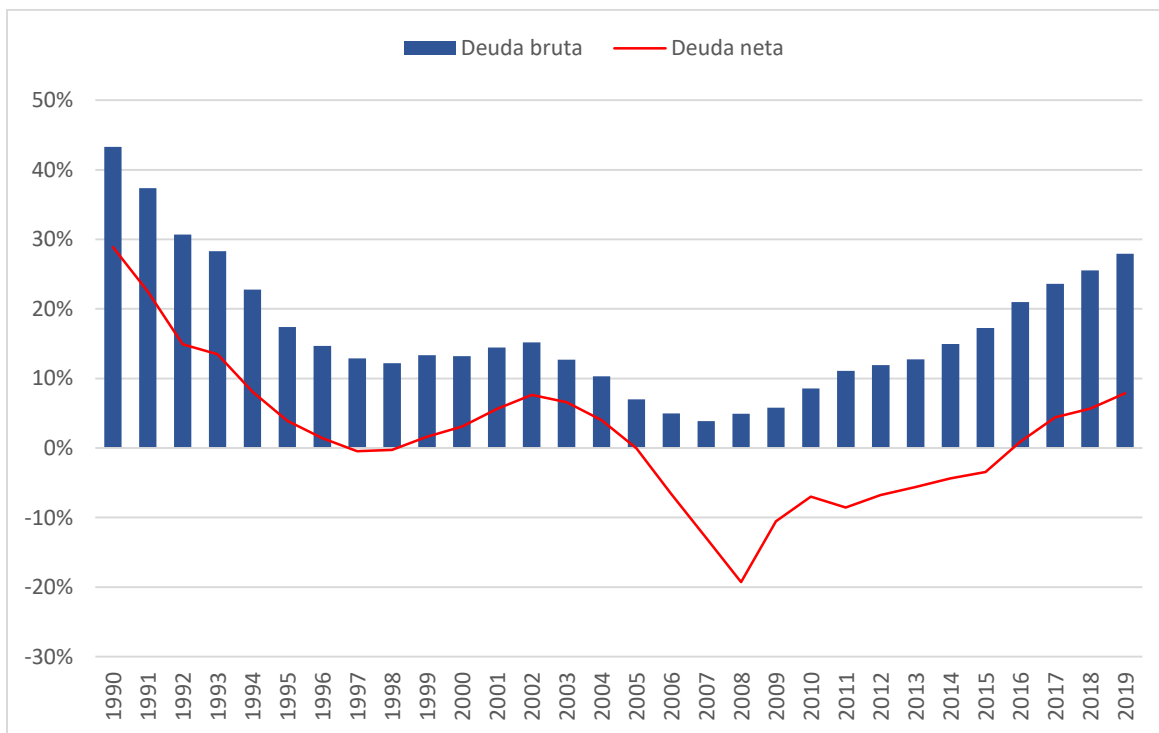
Este indicador tiene la ventaja de su simplicidad de estimación y es ampliamente utilizado para evaluar sostenibilidad fiscal. Sin embargo, como limitante está el hecho de que se focaliza en el nivel de la deuda global y no hace consideración sobre su composición en términos de tasas de interés, de monedas y de estructura de vencimientos.

Si se considera en el numerador la deuda bruta, es decir, tomando en cuenta únicamente los pasivos en los que ha incurrido el Fisco, el indicador muestra la proporción de la producción en un año que debería destinarse al pago total de la deuda existente en ese momento. Niveles altos de implicarían un elevado peso del servicio de la deuda, y niveles crecientes de éste podrían sugerir que el Gobierno Central se encuentra sobre una senda insostenible, sobre todo si se parte de un alto nivel de endeudamiento.

Si se mide utilizando la deuda neta, este indicador lleva implícito, además de la emisión de deuda bruta, el impacto de la acumulación de activos. Así, un valor positivo del indicador expresaría una posición deudora del Gobierno Central, mientras que un valor negativo indicaría que el Fisco es un acreedor neto, ya que sus activos son mayores a sus pasivos.

El **Gráfico 5** muestra la evolución de Deuda Bruta y Deuda Neta del Gobierno Central como porcentaje del PIB para el período 1990-2019.

Gráfico 5: Deuda Bruta y Deuda Neta Gobierno Central (como porcentaje del PIB), 1990-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres

El stock de deuda bruta muestra una sostenida reducción desde comienzos de los años 90, pasando de niveles superiores al 40% del PIB en el año 1990, a un 4% el año 2007. Sin embargo, desde que se rompe la regla fiscal durante los años 2008-2009, producto del estímulo aplicado para aliviar los efectos económicos de la CFG, la posición fiscal chilena ha empeorado cada año. El terremoto y tsunami de febrero de 2010 marcaron un período de mayor deuda hasta el año 2013. Sin embargo, a partir del año 2014 y hasta el año 2017, la deuda bruta cambia de pendiente, creciendo dos dígitos cada año: 17.5% del 2013 al 2014, 15.5% del 2014 al 2015, 21.6% del 2015 al 2016 y 12.3% del 2016 al 2017. Dicha aceleración se reduce el 2018 y el 2019, sin embargo, el 2020 se espera que crezca nuevamente sobre los dos dígitos con respecto al 2019, debido a la medida adoptadas por el virus.

En relación a la deuda neta, que resulta de restarle a la deuda bruta los activos del Gobierno Central (FEES, FRP y otros activos), se aprecia una evolución especialmente descendente desde 1997 hasta 2008. Lo anterior es producto tanto de reducciones de deuda bruta como de incremento de activos. Éste último se debe en gran medida al importante componente cíclico de ingresos del cobre – cuyo precio aumentó en forma importante hacia mediados de los años 2000 –, lo que, en el marco de la regla fiscal, permitió un

importante aumento del ahorro. Se debe notar, sin embargo, que en el año 2009 se observa una relativa reversión de la deuda neta, a pesar de que continuó en cifras negativas. Esta reversión respondió principalmente a una reducción en los activos, debido a su uso como parte del financiamiento del paquete contra cíclico aplicado por la autoridad, y también por una caída en su valoración. Luego, la posición negativa de la deuda neta, que indicaba que el Fisco chileno era un acreedor neto, se pierde a partir del año 2016, cuando alcanza un 1%. La posición deudora del Gobierno Central se ha mantenido creciendo, llegando a un 4% el 2017, 6% el 2018 y 8% el 2019.

Con frecuencia se señala una relación deuda bruta como porcentaje del PIB del 60% como límite prudencial para los países desarrollados, lo que sugiere que cruzar ese límite amenazaría su sostenibilidad fiscal. Esta cifra, por ejemplo, es uno de los criterios de convergencia de la zona Euro. Para las economías en desarrollo y emergentes, como la chilena, el 40% es la relación deuda/PIB que es considerada como umbral, la cual no debería ser sobrepasada a largo plazo (IMF, 2002; Ostry et al. 2010). Existe la práctica de tratar estos puntos de referencia como "óptimos", en el sentido específico que cruzar estos umbrales supone una amenaza para la sostenibilidad de la deuda. Esto es coherente con el modelo macroeconómico mundial del FMI, que asigna un doble papel a la política fiscal: 1) suavizar los ciclos económicos a corto plazo y 2) cumplir los objetivos de sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

Sin embargo, estos límites no son una barrera absoluta e inmutable, ni deben interpretarse como el nivel óptimo de deuda pública. De hecho, para resguardar la solvencia fiscal los países fijan como objetivo un nivel de deuda inferior a ese límite. Dos factores relevantes que afectan a la solvencia son: 1) la respuesta del saldo presupuestario, neto de los pagos de intereses de la deuda, ante el aumento de las deudas, y 2) la posibilidad de que se produzcan perturbaciones adversas. Si la deuda es muy grande, será difícil generar un saldo que sea suficiente para garantizar la sostenibilidad fiscal frente a intereses crecientes. Y la existencia de una perturbación llevaría a los países más allá de sus límites de deuda. Por lo tanto, se aconseja mantenerse considerablemente por debajo del límite en aras de la prudencia.

El 30 de abril del 2020, la Dirección de Presupuestos anunció que, producto de las medidas económicas adoptadas por la pandemia, para el año 2020 el déficit efectivo alcanzará un 8,0% del PIB y el déficit estructural un 3,5% del PIB, como muestra la **Tabla 2**.

Tabla 2: Balance del Gobierno Central Total 2020
(millones de pesos de 2020 y % del PIB).

		Proyección abril	
		(MM\$)	(% del PIB)
(1)	Total Ingresos Efectivos	38,504,085	19.1
(2)	Total Ingresos Cíclicamente Ajustados	47,549,917	23.5
(3)	Total Gastos	54,580,454	27.0
(1) - (3)	Balance Efectivo	-16,076,368	-8.0
(2) - (3)	Balance Cíclicamente Ajustado	-7,030,536	-3.5

Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres

A partir de dicho escenario, se espera que la Deuda Bruta del Gobierno Central alcance un 32,7% del PIB al término del año 2020 y un 35,7% el año 2021, llegando al 40% en 2024 (Tabla 3)¹⁴.

Tabla 3: Deuda Bruta del Gobierno Central Cierre estimado 2021-2024
(millones de pesos 2020 y % del PIB estimado).

	2021	2022	2023	2024
Deuda Bruta saldo ejercicio anterior	66,117,752	75,478,888	83,438,502	88,801,615
Déficit Fiscal GC Total	5,612,325	5,298,539	3,349,920	3,043,791
Transacciones en Activos Financieros	3,748,811	2,661,074	2,013,194	1,940,147
Deuda Bruta saldo final	75,478,888	83,438,502	88,801,615	93,785,553
% PIB	35.7	37.9	39.1	40.0

Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres

La situación descrita nos acerca peligrosamente a un umbral de deuda que incrementa de forma importante el pago de intereses y, con ello, a la probabilidad de entrar en una crisis de deuda. Estimaciones apuntan a un pago de intereses de US\$4.500 millones en 2024, esto frente a los US\$2.500 millones que se esperan pagar este año por ello (González 2020)¹⁵.

¿Cómo se compara la evolución de la Deuda Bruta Chilena con la de otros países?

Aunque los actuales niveles de deuda bruta del Gobierno Central de Chile no parecen demasiado altos al compararlos con los países de la región o de la OCDE, desde un punto de vista económico estos no son los mejores contrastes para evaluar la posición fiscal chilena. Lo anterior se explica porque dichos países se encuentran en etapas diferentes de desarrollo. Así, con el objetivo de lograr una comparación mejor, seleccionamos a países con un ingreso per cápita similar al chileno (Tabla 4).

¹⁴ Cabe mencionar que existe poca seguridad respecto a dicho valor, ya que dependerá de las decisiones elaboradas por el próximo gobierno.

¹⁵ Para más detalles, revisar la nota elaborada por La Tercera (<https://www.latercera.com/pulso/noticia/pago-de-intereses-del-fisco-por-mayor-deuda-publica-casi-se-duplicara-al-ano-2024/7OXVLSZXEBGVNVKFRIB52LSXA/>).

Tabla 4: Países de PIB per cápita similar a Chile

País	PIB pc en 2018 (PPP US\$2011)
Croacia	\$ 23,664
Rumania	\$ 24,538
Grecia	\$ 25,141
Turquía	\$ 25,358
Rusia	\$ 25,629
Letonia	\$ 26,219
Chile	\$ 22,874

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Mundial

La **Tabla 5** muestra la Deuda bruta como porcentaje del PIB para este grupo de países. Las proyecciones de Chile, con 34,8 al 2021, muestran niveles similares a los de Letonia, Rumania y Turquía, y por encima de Rusia. Sin embargo, dichos países, a diferencia del caso chileno, han mantenido por una década niveles similares de deuda, e incluso la venían reduciendo los últimos años. Esto es importante de notar, ya que la trayectoria creciente de la deuda bruta chilena es preocupante, llegando a casi duplicarse en el período 2014-2017. De seguir dicha senda, podríamos salir prontamente del rango de los países mencionados. Fuera de la discusión quedan Croacia, con 81.8% de deuda al 2021, y Grecia, con 194.8%, ambas economías considerablemente volátiles. A modo ilustrativo, en el caso croata la deuda se incrementa desde 64,4% a 81,8% (proyectado), en menos de una década. Esto se debería principalmente al aumento no lineal, a partir de cierto umbral, de los intereses a pagar por la deuda.

Tabla 5: Deuda Bruta (% del PIB)
Países de PIB per cápita similar a Chile

Año	Chile	Croacia	Grecia	Letonia	Rumania	Rusia	Turquía
2011	11.1	64.4	180.6	43.3	34.2	10.3	36.4
2012	11.9	70.1	159.6	41.9	37.8	11.2	32.7
2013	12.7	81.2	177.9	39.4	39.0	12.3	31.4
2014	15.0	84.7	180.2	40.9	40.5	15.1	28.6
2015	17.3	84.4	177.8	36.7	39.4	15.3	27.5
2016	21.0	81.0	181.1	40.2	38.9	14.8	28.2
2017	23.6	78.0	179.3	40.3	36.8	14.3	28.2
2018	25.6	75.1	184.8	36.5	36.4	13.6	30.4
2019	27.9	72.0	179.2	36.8	37.3	14.0	33.1
2020	32.3	84.6	200.8	45.0	43.9	17.9	39.3
2021	34.8	81.8	194.8	44.9	47.3	17.1	40.7

Fuente: Fiscal Monitor Database.

Ahora, se compara a Chile con otros países emergentes con posiciones fiscales sólidas. Para su selección se siguió el reciente ranking publicado en el artículo de *The Economist*¹⁶. En dicho ranking – que considera Deuda Bruta como porcentaje del PIB, Deuda Externa, Costo de endeudamiento (rendimiento real de los

¹⁶“Which emerging markets are in most peril?”, The Economist, 02 de mayo de 2020.

bonos locales) y cobertura de las reservas (reservas de divisas en relación con los pagos de la deuda externa y el déficit en cuenta corriente de 2020) – Chile aparecía en el ranking 31 de 66.

Al revisar la deuda bruta como porcentaje del PIB de este grupo de países, en la **Tabla 6**¹⁷, se observa que el promedio de deuda es de un 38,5% el 2020, con Chile ubicándose en el promedio. Nuevamente, es bueno destacar que muchos de estos países muestran niveles de deuda estables en el período presentado (2011-2021), y que Chile, de seguir la tendencia creciente en su deuda, podría salir de este grupo de países. De todas formas, existen algunos casos dentro del grupo presentado con tendencias similares o con aumentos incluso superiores a los de Chile, como Arabia Saudita y Azerbaiyán.

Tabla 6: Deuda Bruta (% del PIB)
Países Emergentes con Posiciones Fiscales Sólidas

Año	Chile	Arabia Saudita	Azerbaiyán	Bangladesh	Filipinas	Kuwait	Indonesia	Tailandia	Vietnam
2011	11.1	5.4	5.0	36.6	47.5	4.6	23.1	39.1	35.8
2012	11.9	3.0	5.8	36.2	47.9	3.6	23.0	41.9	38.3
2013	12.7	2.1	6.2	35.8	45.7	3.1	24.8	42.2	41.4
2014	15.0	1.6	8.5	35.3	42.1	3.4	24.7	43.3	43.6
2015	17.3	5.8	18.0	33.7	41.5	4.7	27.0	42.6	46.1
2016	21.0	13.1	20.6	33.3	39.0	10.0	28.0	41.7	47.6
2017	23.6	17.2	22.5	33.4	39.9	20.5	29.4	41.8	46.3
2018	25.6	19.0	18.7	34.6	38.9	14.8	30.1	42.0	44.2
2019	27.9	22.8	18.0	35.7	38.6	11.6	30.4	41.1	42.9
2020	32.3	34.0	21.0	38.9	42.9	18.9	36.9	48.1	45.7
2021	34.8	38.6	21.8	40.1	42.9	36.1	37.6	48.9	45.5

Fuente: Fiscal Monitor Database, FMI: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FM/1>.

Indicador de servicio de la deuda

Este indicador mide el porcentaje de los ingresos corrientes (que afectan el patrimonio neto) que se destinan al pago de amortizaciones e intereses de la deuda del Gobierno Central. Su expresión es la siguiente¹⁸:

$$SD_t = \frac{\text{Amortizaciones}_t + \text{Pago de intereses}_t}{\text{Ingreso Corriente}_t}$$

El servicio de la deuda entrega una idea de cuán relevante es el peso de la deuda dentro del presupuesto público de cada año, considerando tanto su amortización como el pago de los intereses que conlleva. Lo deseable es que esta medida presente un nivel bajo.

¹⁷La selección de países se ajustó principalmente a la disponibilidad de datos.

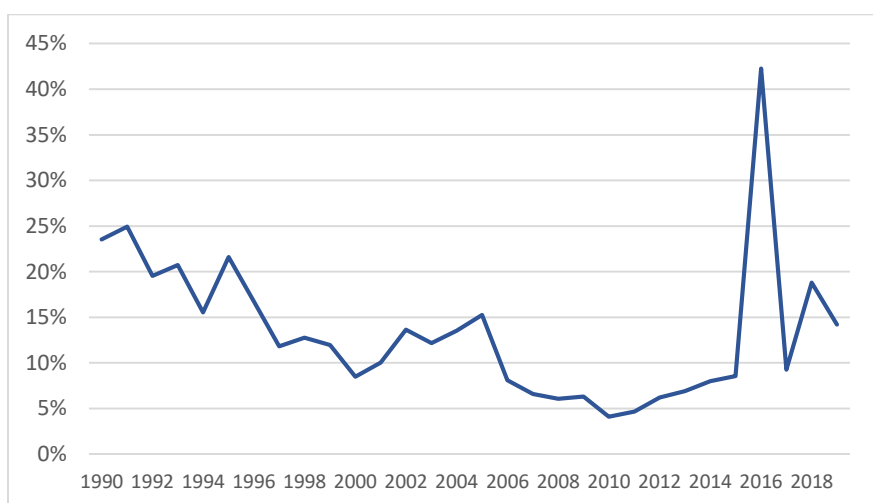
¹⁸ Amortización financiera se refiere a la parte de la cuota a pagar por un préstamo que se corresponde con el principal (la cantidad de dinero solicitada). Al pagar una cuota por un préstamo, una parte es amortización (pago del principal) y otra es un gasto financiero (pago de intereses). Cuota = Principal + Interés.

En el caso chileno, como los ingresos del cobre representan una alta proporción de los ingresos corrientes efectivos¹⁹, resulta interesante medir el indicador anterior excluyendo del denominador los ingresos del cobre²⁰, a fin de contar con una prueba ácida del mismo:

$$SD_t(\text{prueba ácida}) = \frac{\text{Amortizaciones}_t + \text{Pago de intereses}_t}{\text{Ingreso Corriente}_t - \text{Ingreso Cobre}_t}$$

Esta nueva expresión, al considerar únicamente los recursos no dependientes del metal rojo – que se pueden asumir como menos volátiles –, entrega una medición más pura de cuánto de los recursos permanentes con los que cuenta el presupuesto fiscal se debe destinar a servir la deuda pública. El **Gráfico 6** muestra la evolución del Servicio de la Deuda del Gobierno Central como porcentaje del PIB para el período 1990-2019.

Gráfico 6: Servicio Deuda Gobierno Central (amort. + intereses)/Ing. Corrientes, 1990-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres

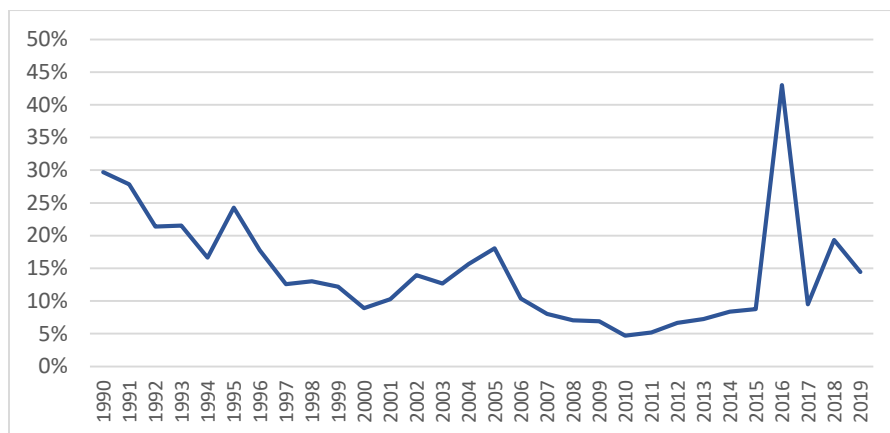
Del **Gráfico 6** se desprende que, desde el año 1990 hasta el año 2010, hubo una reducción significativa de estos egresos (respecto de los ingresos corrientes), llegando a representar alrededor de 4% ese último año. Sin embargo, a partir de ahí, el servicio de la deuda comienza a aumentar. El 2016 llega al máximo del período, un 42%, lo que se explica por el altísimo monto correspondiente a amortizaciones que se debió pagar ese año. El 2017 el indicador alcanza un 9%, creciendo fuertemente el año 2018, a un 19%, y llegando al 14% para el final del período. Si bien este indicador está por debajo del porcentaje crítico típicamente sugerido por el FMI (25-35%), seguramente al año 2024, con una deuda bruta de 40%, estaremos cerca de un 30%. Esto lleva a niveles similares a los observados a principios de los 90, cuando estos desembolsos llegaron a representar un cuarto de los ingresos corrientes.

El **Gráfico 7** muestra una prueba ácida del Servicio de la Deuda del Gobierno Central como porcentaje del PIB para el período 1990-2019.

¹⁹ Cabe mencionar que este aporte ha decrecido los últimos años.

²⁰ Considerando como ingresos del cobre los ingresos por concepto de tributación de las mineras privadas y los ingresos provenientes de Codelco.

Gráfico 7: Prueba Ácida del Servicio de la Deuda del Gobierno Central (Amort- + Intereses)/(Ing. Corrientes – Ing. Cobre), 1990-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres.

El **Gráfico 7** muestra que el servicio de la deuda respecto de los ingresos corrientes, excluidos los del cobre, mostró una evolución descendente hasta el año 2010, siguiendo la misma línea que el indicador anterior. En este último año se alcanza un mínimo histórico de 5%. Excepciones a esta tendencia corresponde el período 2000-2005, y algunos repuntes en 1995 y 2009. Sin embargo, a partir del año 2016, se observa un deterioro importante de este indicador de sustentabilidad fiscal, el cual alcanzó un 14% el 2019.

Indicador del Balance Primario

Otras formas de medir cuán importantes resultan los intereses de la deuda respecto de las finanzas públicas es el **Balance primario**, que excluye dichos gastos del total de erogaciones del Gobierno Central en la medición del balance. Cabe destacar que el FMI define el balance primario como el balance global²¹, excluyendo de los gastos los correspondientes al devengo de intereses de la deuda. Por su parte, la Dirección de Presupuestos (Dipres), dada la alta relevancia de los activos acumulados en nuestro país – con los correspondientes ingresos por intereses –, considera como balance primario el balance global descontando los intereses tanto de los ingresos como de los gastos.

Para efectos de este trabajo revisaremos tanto la aproximación del FMI como la de la Dipres, comparándolas con el balance primario efectivo. El detalle de la formulación de la aproximación del FMI corresponde a:

$$bp_t^{FMI} = \frac{\text{Ingresos Totales}_t - (\text{Gastos Totales}_t - \text{Pago de intereses}_t)}{PIB_t}$$

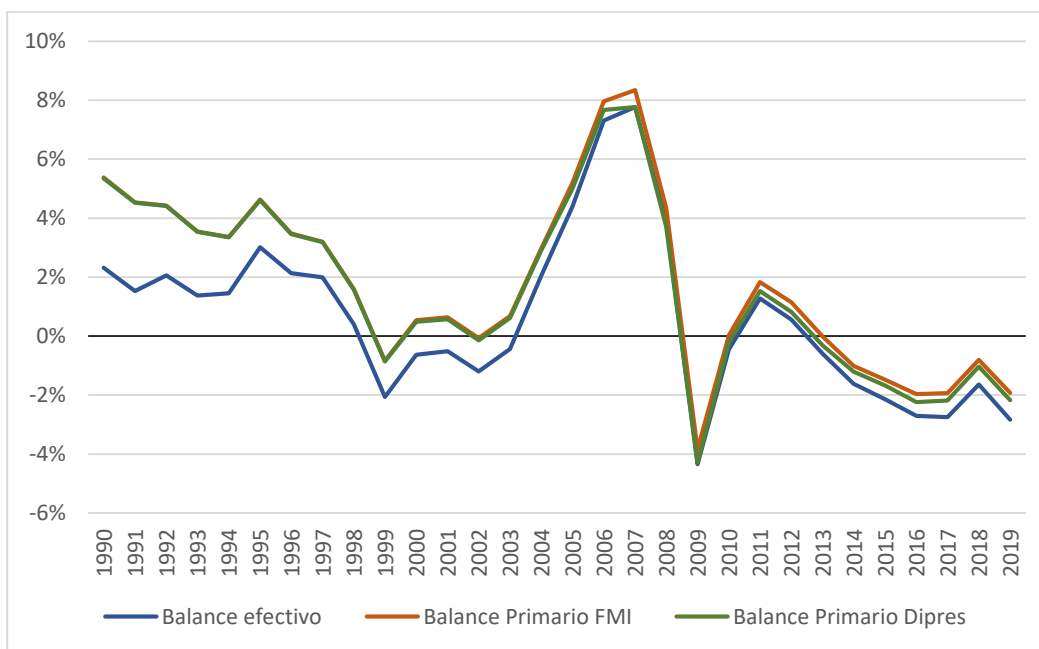
Por otra parte, la versión de la Dipres corresponde a la siguiente:

²¹ Balance global – Préstamo Neto/Endeudamiento Neto: Ingreso menos gasto menos inversión neta en activos no financieros; o ingreso menos erogaciones; o resultado operativo neto menos inversión neta en activos no financieros; o resultado operativo bruto menos inversión bruta en activos no financieros. El préstamo neto/endeudamiento neto también equivale al financiamiento total. El Balance Global, considera al Gobierno Central Total, que abarca el resultado del Gobierno Central Presupuestario y del Gobierno Central Extrapresupuestario.

$$bp_t^{Dipres} = \frac{(Ing. Totales_t - Ing. de intereses_t) - (Gastos Totales_t - Pago de intereses_t)}{PIB_t}$$

Para evaluar la política fiscal de acuerdo a estos indicadores, es deseable que éstos no difieran en gran magnitud del balance global: mientras mayor sea el nivel de las medidas respecto de este último, mayor la carga del pago de intereses por concepto de deuda.

Gráfico 8: Balance Primario Gobierno Central (como porcentaje del PIB), 1990-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres.

El **Gráfico 8** muestra el Balance Primario del Gobierno Central (metodologías FMI y Dipres) como porcentaje del PIB para el período 1990-2019. Se rescata una evolución favorable de la deuda desde el retorno a la democracia hasta el año 2011, tiempo en que dicho indicador ha tendido a igualarse al balance global, producto de la reducción de intereses como proporción del total de gastos. Se observa, además, que estos indicadores presentan valores negativos, asociados a crisis relevantes, como el de 2009 asociado a la CFG, y el correspondiente al 2010 producto de las medidas para enfrentar el terremoto y tsunami. Luego de dichos años, retoman valores positivos. Sin embargo, a partir del año 2013, estas medidas se han mantenido en terreno negativo, y difieren notoriamente del balance global. Así, se observa que el pago de intereses por concepto de deuda se ha vuelto cada vez más relevante.

Por otra parte, la diferencia entre ambos indicadores da cuenta del aporte de los ingresos de los intereses generados por los activos nacionales. A partir de la tendencia negativa que comienza en 2012, se rescatan algunos momentos en que la distancia entre ambas series es mayor a la actual, lo que da cuenta de un rol menos preponderante de los activos.

Balance Primario Sostenible Adaptado (basado en Edwards & Vergara, 2002)²²

Este indicador se basa en la lógica del indicador de Blanchard (1990)²³, y busca medir el balance primario sostenible consistente con la tasa de crecimiento, inflación y tasa de interés vigentes en la economía, dada una razón de deuda neta. A diferencia de la medición tradicional, que considera la deuda neta en su conjunto, esta versión descompone la deuda neta en deuda bruta y activos financieros, con el fin de adaptar el indicador al caso chileno, en el que se cuenta con un nivel de activos relevante.

La literatura sobre sostenibilidad fiscal tiene como base la siguiente ecuación, que muestra la relación intertemporal entre la deuda y el déficit operacional del gobierno en términos nominales:

$$(1) D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - BP_t - \Delta M_t$$

Donde:

D_t = deuda neta en t

i_t = tasa de interés nominal (de los pasivos)

BP_t = Balance primario, según metodología FMI (Balance global menos intereses pagados)

ΔM_t = Variación de de la base monetaria, la que por simplicidad se asume cero.

Prescindiendo de la emisión de dinero, es posible encontrar la siguiente ecuación para un balance primario sostenible:

$$(2) Bp_t^* = \frac{i - \pi - g}{(1+g)(1+\pi)} d_{t-1}$$

Que representa el nivel de balance primario requerido (BP_t^*) para mantener una relación deuda a PIB constante, donde π es la tasa de variación del deflactor (o por simplicidad la tasa de inflación) y g la tasa de crecimiento del PIB.

La noción detrás de este indicador es que la acumulación de activos – y por ende de los intereses que estos generan – no es relevante. No obstante, en el caso chileno, dichas variables sí influyen en la dinámica del endeudamiento neto por lo que es necesario tomarlas en cuenta. De esta manera adaptamos la ecuación (1) para considerar tanto el stock de activos como los intereses ganados, separando además los conceptos de deuda bruta y de deuda neta:

$$(3) D_t^N = (1 + i_t^d) \cdot D_{t-1}^B - (1 + i_t^A) \cdot A_{t-1} - Bp_t$$

Donde:

D_t^N = deuda neta en t

D_t^B = deuda bruta en t

i_t^d = tasa de interés nominal de los pasivos

A_t = stock de activos

²² Ver también Edwards (2003).

²³ Ver también Buitier (1985).

i_t^A = tasa de interés nominal de los activos

BP_t = Balance primario, según metodología Dipres ($BEf_t - i_t^d \cdot D_{t-1}^B + i_t^A \cdot A_{t-1}$)

Expresando (3) en términos del PIB nominal del año, se obtiene:

$$(4) \quad d_t^N = (1 + i_t^d) \cdot \frac{D_{t-1}^B}{P_t Y_t} - (1 + i_t^A) \cdot \frac{A_{t-1}}{P_t Y_t} - bp_t$$

Al componente de deuda bruta y de activos se les multiplica y divide por el producto del año anterior:

$$(5) \quad d_t^N = (1 + i_t^d) \cdot \frac{D_{t-1}^B}{P_{t-1} Y_{t-1}} \cdot \frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} - (1 + i_t^A) \cdot \frac{A_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \cdot \frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} - bp_t$$

Donde:

π es la variación del deflactor $\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$

g es la tasa de crecimiento real del PIB: $\frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1$

Con lo que se puede expresar (24) como:

$$(6) \quad d_t^N = d_{t-1}^B \cdot \frac{1+i_t^d}{(1+g)(1+\pi)} - a_{t-1} \cdot \frac{1+i_t^A}{(1+g)(1+\pi)} - bp_t$$

Para la construcción del indicador, se supone que i , π y g son constantes y que la variación de la deuda neta es igual a cero:

$$(7) \quad \Delta d_t^N = d_t^N - d_{t-1}^N = 0$$

Donde: $d_{t-1}^N = d_{t-1}^B - a_{t-1}$

Así:

$$(8) \quad \Delta d_t^N = d_{t-1}^B \cdot \frac{1+i_t^d - (1+g)(1+\pi)}{(1+g)(1+\pi)} - a_{t-1} \cdot \frac{1+i_t^A - (1+g)(1+\pi)}{(1+g)(1+\pi)} - bp_t = 0$$

Desarrollando y asumiendo valores bajos para π y g :

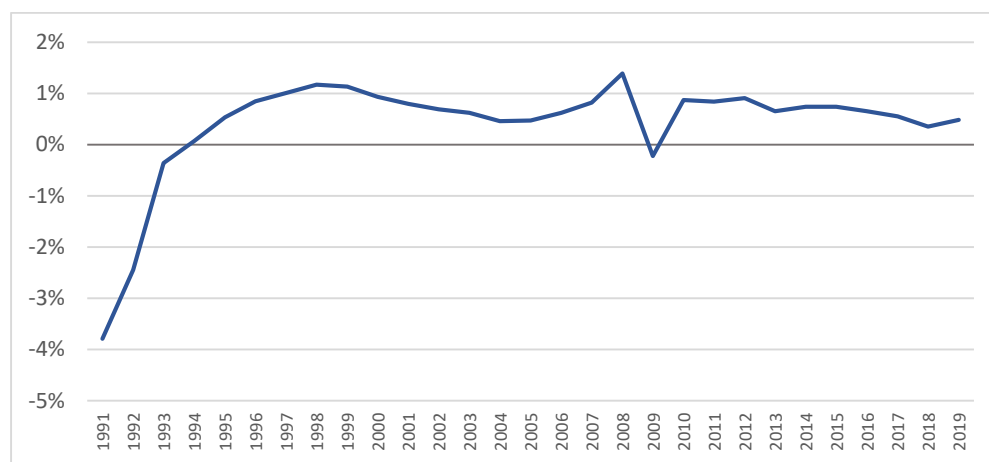
$$d_{t-1}^B \cdot \frac{i_t^d - \pi - g}{1 + \pi + g} - a_{t-1} \cdot \frac{i_t^A - \pi - g}{1 + \pi + g} - bp_t = 0$$

El indicador corresponde a:

$$bp_t^* = d_{t-1}^B \cdot \frac{i_t^d - \pi - g}{1 + \pi + g} - a_{t-1} \cdot \frac{i_t^A - \pi - g}{1 + \pi + g}$$

De tal manera que el indicador de bp_t^* sería aquel que mantenga tanto el nivel de deuda bruta como de activos constante (i.e. deuda neta constante). El **Gráfico 9** muestra el Balance Primario Sostenible Adaptado del Gobierno Central como porcentaje del PIB para el período 1990-2019.

Gráfico 9: Balance Primario Sostenible Adaptado del Gobierno Central (% del PIB), 1990-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de Dipres.

En el Gráfico se observa que el indicador, en pocos años, pasa de un valor negativo a uno positivo. A partir de 1994 la variable se ha mantenido con poca variabilidad, con las excepciones del 2008 y 2009. Cabe destacar la relevancia de seguir este indicador para este año 2020, con la situación extraordinaria provocada por el COVID-19.

Un elemento a seguir respecto al balance primario sostenible es su relación con el balance primario observado. En el caso de que el primero sea mayor que el segundo, estamos en el caso de que el balance primario efectivo es insuficiente para lograr que la deuda sea sostenible en el tiempo (que no crezca la razón deuda/PIB), y se requeriría algún tipo de ajuste (por ejemplo, la reducción de la tasa de crecimiento del gasto) para alcanzar los niveles del indicador. Se aprecia que, además algunas excepciones en los años previos, desde el 2013 la condición anterior no se cumple. Esto significa que actualmente nos encontramos con balances que no permiten la sostenibilidad a futuro de los niveles actuales de deuda nacional.

Balance Primario Macro-Ajustado (Basado en Talvi & Végh, 2000):

La motivación de este indicador es la gran volatilidad de las variables macroeconómicas que hacen que el superávit (déficit), en un momento dado, pueda diferir del que se daría en condiciones macroeconómicas “normales”, entendiendo como normales las condiciones de largo plazo. La idea fundamental de este indicador es comparar el balance macro-ajustado con el valor resultante de considerar los intereses que se

están devengando efectivamente en un momento dado junto con el nivel de la deuda y la tasa de crecimiento del país que imperan en ese momento. El indicador se define como:

$$I_t^M = \frac{r - g}{1 + g} d_{t-1} + bp_t^m$$

Donde:

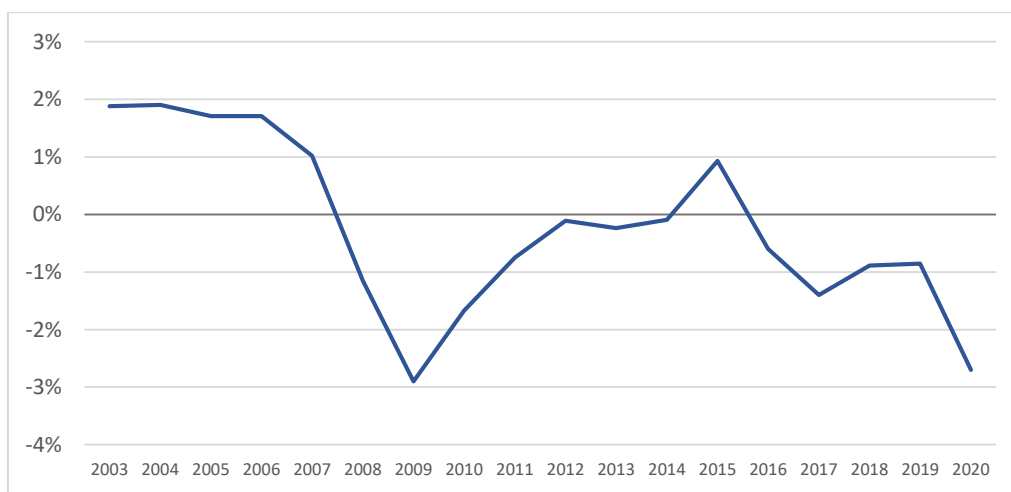
- r: es la tasa de interés real
- g: es el crecimiento real en el año de análisis
- bp_t^m es el balance primario “macroajustado”

El primer componente del lado derecho de la ecuación es el balance primario resultante de considerar los intereses que se están devengando efectivamente en un momento dado, junto con el nivel de la deuda y la tasa de crecimiento del país. Respecto del segundo componente, lo que se entiende por “macro ajustado” varía dependiendo de cada país, pero la idea es que refleje el balance primario que se observaría en condiciones normales (o estructurales), ya sea entendiendo éstas por una situación de pleno empleo o en la cual las variables fluctúan de acuerdo a su tendencia, excluyendo los efectos del ciclo económico. En ese sentido, dado que Chile se rige por una política fiscal de balance estructural, este componente correspondería al balance primario estructural, que se obtiene de restar al balance estructural observado los intereses devengados por concepto de deuda.

El indicador de Balance Primario Macro-Ajustado debe ser mayor que cero para mostrar que la política fiscal en un año dado es sostenible en términos de largo plazo.

El **Gráfico 10** muestra Balance Primario Macro-Ajustado del Gobierno Central como porcentaje del PIB para el período 2003-2019.

Gráfico 10: Balance Primario Macro-Ajustado Gobierno Central (% del PIB), 2003-2019



Nota: 2020 corresponde a una estimación. Fuente: elaboración propia a partir de Dipres

Los resultados muestran que indicador comienza el 2006 una tendencia decreciente, pasando a valores negativos el 2008. Luego de la CFG, la tendencia se revierte, retomando valores positivos el 2015. De todas

formas, a partir de dicho año la tendencia vuelve a ser decreciente, consolidándose, a partir del año 2017, en valores cercanos a -1%. Finalmente, para el año 2020 se proyecta que el valor caiga a -2,7%.

A partir de la recomendación de que este indicador tenga valor positivo, es posible concluir que durante los años cercanos a la CFG y a partir del 2016, Chile se encuentra en niveles no sostenibles de deuda de largo plazo.

En resumen, de este ejercicio estático de indicadores seleccionados de vulnerabilidad y sostenibilidad fiscal se puede desprender que la situación de deuda pública de Chile mejoró en forma sostenida desde el año 1990 hasta el año 2008. En este último año, a raíz de la CFG, la autoridad fiscal introdujo cambios en la medición del indicador de balance estructural y en el nivel de la meta, aplicándose una cláusula de escape de facto, que entregó espacio a una política fiscal más contracíclica. Luego, entre 2010 y 2013, se aplicaron medidas para que los indicadores revirtieran total o parcialmente el efecto producido en 2009. Sin embargo, a partir del año 2014 y hasta la fecha, Chile se ha visto enfrentado a una serie de presiones por mayor gasto fiscal, las que, tal y como reflejan los distintos indicadores presentados, dañaron la posición financiera del país. Claramente, Chile se encuentra mayoritariamente en niveles aceptables de deuda y sostenibilidad fiscal, pero la tendencia de los últimos años ha correspondido a un deterioro relevante. Y, de seguir dicha tendencia negativa, se avizora que en los próximos años la situación de sostenibilidad y estabilidad pueda revertirse en un tiempo menor al considerado por muchos en la discusión pública. Diversos indicadores aquí mostrados apuntan a una situación no sostenible en el largo plazo de las cifras fiscales de Chile.

Discusión

El 19 de marzo de 2020, el gobierno anunció un Plan Económico de Emergencia para enfrentar el Covid-19 por US\$ 11.750 millones. Adicionalmente, el 8 de abril, las autoridades anunciaron nuevas medidas por US\$5.000 millones, destinados a la Protección de la Actividad Económica y a la Protección de los Ingresos. En total el paquete fiscal alcanza los US\$17.105 millones (6,9% del PIB), los cuales se financiarán recurriendo a los fondos y activos del tesoro público, a un mayor endeudamiento, y reasignaciones del presupuesto público.

Sin embargo, algunos siguen insistiendo en que este estímulo fiscal todavía es insuficiente y que: “*No es el momento para reglas fiscales. Chile tiene espacio para endeudarse.*” Estos argumentos son entendibles dada la incertidumbre sobre la persistencia de los efectos económicos negativos del COVID-19. De hecho, no se puede descartar que sean necesarias medidas fiscales adicionales. Sin embargo, es importante considerar las consecuencias de elevados y crecientes niveles de endeudamiento fiscales, las que repercuten en todos los agentes e individuos del país, especialmente en un contexto en que se ha hecho muy popular exigir por la prensa paquetes fiscales adicionales.

En primer lugar, el aumento de la deuda pública implica un aumento no lineal en el pago por intereses. Para este año se estima un pago por este concepto por US\$2.500 millones (1% del PIB), el cual se proyecta pueda llegar incluso a los US\$4.500 millones (1,24% del PIB) al año 2024 (González, 2020). El costo de oportunidad de este aumento del pago por intereses es ciertamente un mayor gasto social.

Segundo, la deuda pública y el déficit fiscal son las principales variables para explicar el deterioro de las calificaciones crediticias soberanas²⁴. Elevados y crecientes niveles de endeudamiento pueden llevar a

²⁴ De hecho, el trabajo: “Do Fiscal Imbalances Deteriorate Sovereign Debt Ratings?” (Afonso y Gomes, 2011), que utiliza estimaciones de deuda soberana para países de la OECD por parte de Fitch, Moody's y Standard & Poor's, estima que la importancia

mayores deterioros de la calificación crediticia chilena. Esto conlleva un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y el incremento de la prima de riesgo, situación que implica que un país deba destinar mayores recursos para el pago del servicio de su deuda, presionando aún más al gasto fiscal. Por otro lado, un descenso en la calificación crediticia del Gobierno Central puede generar una baja de categoría a las empresas. Éstas, ante el aumento de los costos de los préstamos, pueden responder reduciendo nuevas inversiones, lo que frenaría aún más la economía real. La desaceleración de la economía ejercerá a su vez más presión sobre la calificación crediticia y la situación fiscal.

Tercero, el endeudamiento fiscal puede llevarnos a que, para su financiamiento, utilicemos crecientemente los fondos soberanos, los cuales constituyen un bien nacional que nos permite estabilizar el gasto social y la inversión pública ante emergencias y turbulencias económicas. El 2019 se retiraron US\$ 2.500 millones del FEES, y ya se anunció el retiro de US\$ 3.000 millones adicionales este año. El mantener un nivel adecuado de los fondos soberanos en el mediano plazo es clave para que el país pueda enfrentar con éxito futuras emergencias. Por último, el impacto de mayores déficits fiscales puede llevarnos a que, como país nos veamos enfrentados, en un futuro cercano, a tener como única vía para recortar el déficit de corto plazo fuertes ajustes del gasto público, lo que derivaría en negativas consecuencias sociales.

En este trabajo presentamos una serie de indicadores y análisis para contextualizar la situación fiscal de Chile durante 1990 a 2019. Todos ellos muestran un deterioro relevante a partir del 2009, con una pequeña recuperación entre el 2011 y 2013. El aumento de la deuda (bruta y neta) y el crecimiento de los intereses generados a partir de ésta, ha sido significativo. A esto se adiciona que los diferentes indicadores de Balance Primario analizados muestran una situación de insostenibilidad en el largo plazo de la política fiscal actual. Asimismo, la experiencia de los últimos años propone que en el mediano plazo nos alejemos de países similares y con buena situación fiscal.

La crisis actual requiere de medidas extraordinarias, y los proyectos aplicados hasta el momento, en dicha línea, son de un tamaño considerable. Si bien lo propuesto puede no ser suficiente, o probablemente se requiera de mayor esfuerzo en los próximos meses, es necesario destacar que los resultados de este trabajo dan cuenta que el espacio fiscal para seguir combatiendo las consecuencias económicas de la pandemia se está agotando. Es necesario buscar nuevas medidas, creativas y complementarias, que nos permitan combatir con éxito la crisis actual, sin poner en riesgo a los chilenos, pero tampoco la sostenibilidad fiscal del país. En caso de no cuidar lo segundo, las perspectivas posteriores al COVID-19 serán bastante menos auspiciosas y pueden generar una crisis económica y social incluso mayor a la que veremos por causa de la pandemia.

Referencias

Afonso, A., & Gomes, P. (2011). Do fiscal imbalances deteriorate sovereign debt ratings? *Revue économique*, 62(6), 1123-1134.

Banco Central de Chile. Base de Datos Estadísticos.

Banco Mundial. Base de datos abierta, consultada el 28 de abril de 2020.

Blanchard, O. J. (1990). *Suggestions for a new set of fiscal indicators*.

de la deuda pública y el déficit fiscal para explicar el deterioro de las calificaciones soberanas va entre el 50 y el 120 por ciento de la reducción de la solvencia crediticia durante el período 2010-2012.

- Buiter, W. H. (1985). A guide to public sector debt and deficits. *Economic Policy*, 1(1), 13-61.
- Dirección de Presupuestos de Chile. Estado de Operaciones del Gobierno Central, consultado el 18 de abril de 2020.
- Dirección de Presupuestos de Chile. Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público y Actualización de Proyecciones, serie de publicaciones trimestrales, descontinuada.
- Dirección de Presupuestos de Chile. Informe de Finanzas Públicas, serie de publicaciones trimestrales.
- Edwards, S. (2003). Debt relief and fiscal sustainability. *Review of World Economics*, 139(1), 38-65.
- Edwards, S., & Vergara, R. (2002). *Fiscal sustainability, debt dynamics and debt relief: The cases of Nicaragua and Honduras*. Unpublished manuscript.
- IMF. (2002). *Assessing sustainability*, Prepared by the policy development and review department. in consultation with the fiscal affairs, international capital markets, monetary and exchange affairs, and research departments.
- IMF (2020). Fiscal Monitor Database, April 2020.
- Ministerio de Hacienda del Gobierno de Chile. Informe de Estadísticas de la Deuda Pública, consultado el 18 de abril de 2020.
- Lagos, L.F. & Tapia, M (2014). Credit Stabilization through Public Banks: The Case of BancoEstado, Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, in: Sofía Bauducco & Lawrence Christiano & Claudio Raddatz (ed.), *Macroeconomic and Financial Stability: challenges for Monetary Policy*, edition 1, volume 19, chapter 14, pages 461-499, Central Bank of Chile.
- Larraín F., R. Costa, R. Cerda, M.G. Villena y A. Tomaselli,, 2011. Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile, Santiago: *Estudios de Finanzas Públicas* 18. Dirección de Presupuestos, Santiago, Chile.
- Marcel, M. (2010). La regla de balance estructural en Chile: diez años, diez lecciones. *Banco Interamericano de Desarrollo*.
- Marcel, M, 2020. *Chile y la crisis del Covid 19: Perspectivas económicas y respuestas de política*, Videoconferencia Universidad del Desarrollo 28 de abril de 2020.
- Talvi, E., & Végh, C. (2000). La sostenibilidad de la política fiscal: un marco básico. E. Talvi y C. Végh (Editores), *¿Cómo armar el rompecabezas fiscal?*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Tapia, H. (2015). *Fiscal rule in Chile: from 'automatic pilot' to 'navigation device'*. mayo, inédito.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Kim, J. I., & Qureshi, M. S. (2010). *Fiscal space*. International Monetary Fund, Research Department.
- Villena, M. G., Gamboni, C., & Tomaselli, A. (2018). Fiscal sustainability and the cyclically adjusted balance policy: methodology and analysis for Chile. *CEPAL Review* N° 124: 203-232. April.
- Vergara, R. (2002). Política y sostenibilidad fiscal en Chile. *Estudios Públicos*, 88, 45-65.