

ANÁLISIS DEL FUNCIONAMIENTO DE LA REGLA DUAL EN CHILE Y PROPUESTAS PARA INCENTIVAR SU CUMPLIMIENTO*

Juan Pablo Medina†
Escuela de Negocios
Universidad Adolfo Ibáñez

Michael Pedersen‡
Escuela de Negocios
Universidad Adolfo Ibáñez

*El contenido de este informe ha sido elaborado exclusivamente por consultores externos, Juan Pablo Medina y Michael Pedersen. En ese contexto, las conclusiones, análisis y recomendaciones contenidas en el documento no representan la opinión del Consejo Fiscal Autónomo, ni de las personas que participaron como contraparte técnica ni otros expertos externos que brindaron apoyo en el desarrollo de este estudio. Así, este informe debe considerarse como un insumo técnico independiente y externo al Consejo, que éste utilizará para su análisis y deliberaciones futuras.

† E-mail: juan.medina@uai.cl.

‡ E-mail: michael.pedersen@uai.cl.

Contenido

Abreviaciones	4
Resumen ejecutivo.....	5
1. Introducción	9
2. La historia de la regla fiscal en Chile	12
2.1 El origen de la regla fiscal	13
2.2 Regla fiscal hasta el 2009	14
2.3 Regla fiscal 2009-2019	18
2.4 Lecciones 2001-2019	20
2.5 Intensificación de las presiones fiscales	22
2.6 El rol del CFA.....	23
2.7 Justificación de la relevancia del presente estudio	29
3. Pasivos y activos financieros relevantes para la regla dual.....	30
3.1 El concepto de deuda relevante para la regla dual.....	30
3.2 El concepto de activo financiero relevante para la regla dual.....	34
3.3 Contabilización de transacciones fiscales según manual del FMI	37
3.4 Contabilización de pasivos y activos para la regla dual.....	39
3.5 Síntesis.....	43
4. Deuda bruta o deuda neta en reglas fiscales.....	44
4.1. Deuda bruta y deuda neta	44
4.2. Deuda bruta y neta en Chile y países de referencia	47
4.3. Pagos de intereses en la deuda.....	52
4.4. Series alternativas para la medición de la deuda neta y deuda bruta.....	53
4.5. Síntesis.....	58
5. Fortalecimiento de la regla dual	58
5.1. Formulación de las reglas fiscales	59
5.2 Fortalecimiento de las reglas fiscales	61
5.3 Estudio de caso de países de referencia	67
5.4 Propuestas para el fortalecer la implementación de la regla fiscal de Chile.....	69
6. El rol del CFA	74
6.1. CFA en la actualidad.....	75

6.2. Indicadores, análisis e informes	76
6.3. Síntesis.....	79
7. Comentarios finales y resumen de propuestas	80
Referencias bibliográficas	83
Anexo A: Estudios de casos	88
Anexo B: Comparación DIPRES y FMI	100
Anexo C: Marco conceptual	102

Abreviaciones

BCA	Balance Cíclicamente Ajustado ¹
BCCh	Banco Central de Chile
BE	Balance Estructural
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIRF	Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento
CAE	Crédito con Garantía Estatal
CFA	Consejo Fiscal Autónomo
CFI	Consejo Fiscal Independiente
CGR	Contraloría General de la República
DEG	Derechos Especiales de Giro
DIPRES	Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile
FEES	Fondo de Estabilización Económica y Social
FRP	Fondo de Reserva de Pensiones
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
GG	Gobierno General
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
PIB	Producto Interno Bruto
pp	Punto porcentual
UE	Unión Europea

¹ A lo largo del estudio utilizaremos de manera intercambiable el concepto de Balance Cíclicamente Ajustado (BCA) y Balance Estructural (BE).

Resumen ejecutivo

Es indudable que el marco fiscal de Chile, implementado en las últimas décadas, tiene varios méritos orientados en resguardar la estabilidad macroeconómica y el desarrollo económico del país. En particular, la regla fiscal del Balance Estructural (BE) ha ayudado a eliminar una orientación procíclica de la política fiscal, especialmente en el manejo de los recursos fiscales derivados de la producción minera. Esta regla ha permitido también dar más predictibilidad al curso futuro de la política fiscal. El país ha sido reconocido internacionalmente por este progreso en la conducción de la política fiscal. Además, ahorros precautorios amplios en los fondos soberanos chilenos permitieron tener una política fiscal expansiva durante la crisis financiera global y la pandemia del COVID-19.

Sin embargo, hace más de una década, la regla fiscal ha tenido dificultades para restaurar de manera creíble un equilibrio fiscal estructural y evitar un crecimiento de la deuda pública. Lo anterior se ha dado, además, en un contexto donde el crecimiento de los ingresos fiscales ha empezado a ser gradualmente menor que lo experimentado previamente y donde las presiones de gasto público han sido intensas. Estas dificultades de la regla fiscal para garantizar la responsabilidad fiscal no son exclusivas de Chile, sino que también se han evidenciado en muchos países. Esto último ha redundado en reformas a la institucionalidad y al funcionamiento de las reglas fiscales en varios países. En el caso de Chile, la necesidad de reforma dio paso a establecer un Consejo Fiscal en 2013, que pasó a ser autónomo desde el 2019. La regla fiscal de BE no logró atenuar el crecimiento del endeudamiento del gobierno en la última década y, por lo tanto, desde el 2022 pasó a ser una regla dual que combina una meta para el BE con un objetivo para mantener un nivel prudente de deuda pública.

En este contexto, el presente estudio tiene por objeto analizar el funcionamiento de la regla dual y hacer propuestas para su cumplimiento. La regla dual plantea desafíos para reconciliar mejor la contabilidad fiscal de ingresos, gastos y transacciones financieras en pasivos y activos del gobierno. Por ello, un objetivo específico es analizar cuáles son los pasivos y activos financieros que deben considerarse explícitamente en la regla dual; y si es necesario contar con información adicional que no está disponible de manera oportuna y precisa en la actualidad. Lo anterior es clave para conectar mejor la regla dual con el análisis de sostenibilidad fiscal de una forma integral. Al mismo tiempo, la regla dual requiere un fortalecimiento para lograr que sea una guía adecuada para resguardar finanzas públicas sanas y responsables, buscando incentivar su cumplimiento y credibilidad. Finalmente, otro objetivo específico es revisar el rol que tiene el CFA en torno a la regla dual, buscando dotarlo de atribuciones que le permita ejercer un contrapeso efectivo en garantizar la responsabilidad fiscal, pero reconociendo que la política fiscal está inmersa en un equilibrio de economía política de múltiples actores y objetivos.

Con respecto a los pasivos y activos relevantes, el presente estudio propone continuar usando al Gobierno Central (GC) como el perímetro para determinar los pasivos del gobierno, pero complementándolo con un análisis de éstos también a nivel del Gobierno General (GG), como

es lo habitual en la mayoría de los países. A nivel de los activos financieros, parece adecuado que algunos activos financieros del Tesoro Público sean incluidos explícitamente como mitigantes de los riesgos de la sostenibilidad fiscal, pero es necesario que dichos activos sean líquidos, valorados de forma adecuada y oportuna, y que no tengan un propósito específico mandado por ley. Estos criterios los cumple sólo el FEES.

También es necesario tener mayor detalle sobre saldos y transacciones de varios tipos de pasivos y activos financieros a nivel del gobierno que, si bien no están explícitamente incluidos en el GC, podrían ser relevantes para cuantificar adecuadamente los riesgos sobre la sostenibilidad fiscal. La DIPRES tiene un rol clave en proveer esta información complementaria sobre estos pasivos y activos especiales mencionados en el presente estudio. Relacionado con lo anterior, es necesario continuar el proceso de conciliación de datos de pasivos del gobierno reportados por la DIPRES y la CGR, tal como lo sugirió el FMI. También se requiere tener mayor claridad en los activos y pasivos que debieran contabilizarse explícitamente para la regla dual y la metodología del BE. El presente estudio propone un criterio de BE primario, deuda bruta y activos del Tesoro Público para lo anterior. Sin embargo, podría constituirse una mesa de trabajo para definir criterios y su aplicación para esta delimitación en los ingresos, gastos, pasivos y activos financieros involucrados. De todas formas, lo anterior requiere complementarse con que la DIPRES continúe sus esfuerzos para proporcionar mayores detalles sobre las transacciones residuales en otros pasivos y activos. En todo caso, la relevancia de estos residuos en explicar los aumentos de deuda pública no es algo exclusivo de Chile.

Para el fortalecimiento de la regla dual, el presente análisis sugiere que es necesario avanzar en eliminar ciertos aspectos discrecionales o incompletos que presenta la regla dual y su conexión con el marco fiscal. En primer lugar, se recomienda que la regla dual esté formalmente integrada en un marco fiscal de mediano y largo plazo que considere explícitamente una cuantificación de riesgos para la sostenibilidad fiscal. En segundo lugar, si bien se recomienda continuar con el uso de la deuda bruta como ancla fiscal, se cree necesario incluir objetivos explícitos para los activos financieros del Tesoro Público dentro del marco fiscal. En efecto, lo anterior es fundamental para reconstruir el FEES a niveles prudentes como lo ha sugerido el FMI. En tercer lugar, se recomienda revisar la secuencia lógica de la regla dual y dotarla de un rol formal en estabilizar la deuda bruta y mantener un nivel precautorio de activos financieros del Tesoro Público. En cuarto lugar, se sugiere explicitar más la formulación, implementación y monitoreo de medidas correctivas luego de la activación de cláusulas de escape.

Finalmente, con relación a los roles del CFA, el estudio recomienda analizar cuidadosamente alternativas para ampliar sus atribuciones y recursos involucrados para ejercer un contrapeso efectivo en materias que tienen que ver con la responsabilidad fiscal. Así, se propone realizar un estudio para evaluar la conveniencia de que los consejeros del CFA tengan dedicación exclusiva y establecer también procedimientos para que la labor del CFA sea sometida a evaluaciones independientes. Además, se recomienda formalizar un rol más explícito del CFA en emitir opinión, estimaciones y publicaciones sobre: (i) la sensibilidad de los ingresos estructurales a

supuestos clave; (ii) los informes financieros de los proyectos de ley y sus efectos en el BE y la deuda pública; (iii) la evolución futura de la deuda y los activos financieros; (iv) la probabilidad de activación de cláusulas de escape; (v) las medidas correctivas preestablecidas para las cláusulas de escape; y (vi) la cuantificación de riesgos de distinto tipo para la sostenibilidad fiscal. En último término, también se propone que existan canales formales respaldados por ley que aseguren de manera efectiva que el CFA pueda acceder a toda la información necesaria para cumplir con sus funciones.

El cuadro A abajo contiene un resumen de las principales recomendaciones.

Cuadro A. Resumen de las recomendaciones

Propuesta	Prioridad
Pasivos y activos financieros	
Se debería continuar utilizando el GC para la cuantificación de los pasivos, pero incorporar de forma complementaria los pasivos del GG.	3
La DIPRES debería publicar información sobre los pasivos relacionados con pagos de pensiones a empleados del sector público en los informes periódicos sobre la deuda, incluyendo escenarios de mejor y peor caso.	1
La DIPRES debería presentar escenarios alternativos para la trayectoria de la deuda futura que incluyan los pasivos contingentes con alta probabilidad en materialización, los cuales pueden ser usados para incluirlos dentro del análisis de riesgos fiscales para la trayectoria de la deuda bruta.	2
La DIPRES debería reportar información sobre los pasivos financieros relacionados con las asociaciones público-privadas.	2
De los fondos del Tesoro Público, la DIPRES debería incluir únicamente el FEES como parte de los activos que puede contabilizarse para analizar la sostenibilidad fiscal regularmente.	1
La DIPRES debería presentar información detallada sobre los pasivos y activos financieros de los gobiernos estatales.	3
La DIPRES debería proporcionar información más detallada sobre las transacciones de pasivos y activos de las empresas públicas, tanto con el GC como con el sector privado, interno y externo, tal como lo recomienda el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI. Se debería incluir un análisis de sostenibilidad de deuda del sector público no financiero de manera complementaria, tal como se realiza en otros países.	3
La DIPRES y la CGR deberían continuar con el proceso de conciliación de los datos para la medición de los pasivos y activos del gobierno, según lo propuesto por el FMI (2021a).	1
Se debería delimitar el perímetro de los activos y pasivos para la regla dual, respectivamente, a los activos del Tesoro Público y la deuda bruta.	1
Se debería considerar un balance que incluya las transacciones que son más claras en su clasificación como ingresos o gastos, para considerarlas en la medida del BE. Se propone constituir una mesa de trabajo para establecer criterios y su aplicación para determinar las transacciones que se contabilizan para el BE.	1
Se debería avanzar en la recopilación de información y el análisis detallado sobre las transacciones residuales, es decir, aquellas transacciones financieras fuera del balance primario o registradas “debajo de la línea”. Se debería dotar de mayores atribuciones para el CFA para acceder de forma oportuna al desglose de estas transacciones, particularmente a las que no pertenecen a los activos financieros del Tesoro Público ni la deuda bruta.	1
Fortalecimiento de la regla dual	
Se debería integrar formalmente la regla dual en un marco fiscal de mediano y largo plazo.	1
Se debería continuar usando la deuda bruta como ancla fiscal, pero incorporar explícitamente el rol de los activos financieros relevantes en el análisis de sostenibilidad fiscal. Se debería incluir también objetivos explícitos para los activos del Tesoro Público dentro del marco fiscal. En particular, se recomienda tener una estrategia clara para recomponer el tamaño del FEES. Tal como lo propone el FMI (2023c), se sugiere mantener el FEES en un rango de al menos entre el 5% y el 7% del PIB en tiempos normales.	1

Notas: Las prioridades son de primer orden (1), segundo orden (2) y tercer orden (3).

Cuadro A. Resumen de las recomendaciones (cont.)

Propuesta	Prioridad
Fortalecimiento de la regla dual (cont.)	
El marco fiscal debe incorporar un enfoque de análisis de riesgos para las proyecciones de las finanzas públicas.	1
Se debería seguir una secuencia lógica para la implementación operativa de la regla dual.	2
Se debería explicitar el rol de la regla dual como función de reacción que garantiza el cumplimiento de los objetivos fiscales, tanto para la deuda como los activos financieros.	1
Se debería incluir mecanismos y procedimientos explícitos – ya sea en la Ley de Responsabilidad Fiscal u otro tipo de ley o decreto relacionado-- que definan cómo deben operar las medidas correctivas tras la activación de las cláusulas de escape y otorguen al CFA un rol más claro en la evaluación de su pertinencia.	1
El rol del CFA	
El CFA debería llevar a cabo un estudio basado en experiencias de otros países para evaluar si los consejeros del CFA deberían ser contratados en tiempo completo, tiempo parcial o una combinación de ambas modalidades.	2
El CFA debería desarrollar un procedimiento para evaluaciones externas de las labores del CFA. Esta evaluación podría ser realizada por expertos nacionales o internacionales.	3
El CFA debería evaluar la sensibilidad de los ingresos fiscales estructurales a cambios en los parámetros estructurales utilizados y contrastarla con estimaciones alternativas. También debería publicar notas al respecto en conexión con la publicación de las predicciones de los comités de expertos independientes para el PIB No Minero Tendencial y el Precio de Referencia del Cobre.	1
El CFA debería estar facultado para revisar y emitir opinión sobre los informes financieros de proyectos de ley sistemáticamente relevantes para la política fiscal.	1
El CFA debería evaluar las consecuencias de proyectos de ley sobre el BE y la deuda del gobierno; y publicar notas al respecto como insumo para el debate político.	1
El CFA debería elaborar proyecciones propias de la deuda bruta y los activos financieros a mediano y largo plazo, y a su vez, publicar información al respecto explicando las diferencias respecto a las estimaciones de la DIPRES.	2
El CFA debería evaluar riesgos futuros que puede llevar a activar las cláusulas de escape. Debería publicar información respecto a costos relacionados a diferentes riesgos y actualizar dicha información periódicamente, por ejemplo, una vez al año.	2
El CFA debería desarrollar un <i>benchmark</i> para medidas correctivas luego de activaciones de cláusulas de escapes. De ser el caso, argumentar por qué en una situación particular sería necesario medidas correctivas desviadas del <i>benchmark</i> .	2
El CFA debería evaluar riesgos respecto a los gastos de intereses de la deuda, incluyendo el riesgo de refinanciamiento (<i>rollover risk</i>), riesgo cambiario y otros riesgos derivados de la renta de propiedad de los activos financieros. También debería monitorear otros pasivos no incluidos en la deuda bruta del gobierno. Informar al público los resultados en reportes regulares.	1
El CFA debería establecer canales respaldados por la ley, con sanciones definidas en caso de incumplimiento, que aseguren que el CFA pueda acceder a la información necesaria para cumplir con sus funciones.	1

Notas: Las prioridades son de primer orden (1), segundo orden (2) y tercer orden (3).

1. Introducción

El presente estudio fue encargado por el Consejo Fiscal Autónomo (CFA) con el principal propósito de analizar el funcionamiento de la regla dual en Chile y ofrecer propuestas para incentivar su cumplimiento. El informe se elaboró entre los meses de mayo y noviembre del 2024, período en el cual la regla dual ha sido implementada según la Ley sobre Responsabilidad Fiscal.

Los objetivos del estudio son evaluar los conceptos de deuda, o pasivo, y activos financieros relevantes para la regla dual, discutir el uso de deuda bruta, deuda neta, o posición financiera neta como ancla fiscal, y evaluar brechas de transparencia al respecto. Además, en el contexto de la regla dual, el informe examina la adecuada formulación de metas y evalúa incentivos de cumplimiento. Finalmente, se analiza el rol del CFA en el fortalecimiento de la regla dual. Para lo anterior se utilizó como metodología analizar y discutir las referencias internacionales relevantes y la experiencia de países junto con entrevistas con expertos en la materia para derivar lecciones sobre las buenas prácticas internacionales en relación a los objetivos planteados en el estudio.

En economía, un tema recurrente es la consistencia temporal de las políticas. En el caso de la política monetaria, esta preocupación se ha abordado estableciendo que los bancos centrales sean independientes, con el mandato principal de estabilizar la inflación en un nivel bajo. En cuanto a la política fiscal, la solución al mismo problema ha sido la implementación de reglas que permiten dotarla de mayor consistencia y responsabilidad a lo largo del tiempo.

Sin embargo, a diferencia de la política monetaria, la política fiscal enfrenta dos complicaciones adicionales. Por un lado, la política fiscal debe satisfacer una restricción presupuestaria intertemporal. Esta restricción requiere que el valor presente de sus obligaciones sea financiado con el valor presente de sus ingresos, lo cual se asocia con el concepto de que la política fiscal sea sostenible. Cuando esta sostenibilidad no se logra, el sector fiscal deberá realizar recortes en sus obligaciones, lo que genera problemas económicos, sociales y financieros adversos. Por otro lado, la política fiscal es intrínsecamente multidimensional, tanto en los objetivos que persigue como en los actores que la determinan, lo que la distingue aún más de la política monetaria.

Para afrontar estos desafíos en materia fiscal y, al igual que se observa en un creciente número de países con bancos centrales independientes y con esquemas de metas de inflación, las últimas cuatro décadas han evidenciado un incremento significativo de países que han adoptado reglas fiscales de algún tipo. Según Davoodi et al. (2022a), en 1985 había sólo cinco países con reglas fiscales, una cifra que se cuadruplicó diez años después. La base de datos del Fondo Monetaria Internacional (FMI)² incluye 106 países que tienen, o han tenido, reglas fiscales durante el período 1985-2021.

Las ventajas de adoptar reglas fiscales son múltiples. Diversos estudios han demostrado que contribuyen a obtener prudencia en la política fiscal y aseguran una buena gestión del

² <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>.

presupuesto público. Uno de los objetivos principales de las reglas es imponer a los gobiernos la conducción de políticas fiscales prudentes para mejorar la disciplina fiscal y la credibilidad, como argumenta Ulloa-Suárez (2023). No obstante, la regla más apropiada, depende de las características particulares de cada país.

Por su parte, Reuter (2015) concluye que la implementación de reglas fiscales típicamente guía la política fiscal hacia los límites numéricos establecidos en dichas reglas. Caselli y Reynaud (2020) y Heinemann et al. (2018) encuentran que reglas bien diseñadas tienen un impacto significativo en los balances fiscales. En cualquier caso, el cumplimiento de la regla es fundamental para obtener los beneficios. En estudios con países de América Latina y el Caribe, Blanco et al. (2020) discuten cómo la adopción de reglas mejora el desempeño fiscal. Sin embargo, no sólo importa la existencia de una regla, sino que su cumplimiento marca una diferencia en el desempeño fiscal.³

Además, como discuten Hatchondo et al. (2022), las reglas fiscales limitan la posibilidad de que un gobierno incurra en problemas de riesgo moral o gaste en exceso para mostrar resultados favorables a corto plazo, sin considerar que las generaciones futuras tengan que pagar la cuenta. En otras palabras, la adopción de reglas explícitas y su cumplimiento evitan conductas discrecionales y, en este sentido, como señalan Eyraud et al. (2018a), promueven la sostenibilidad fiscal y previenen comportamientos procíclicos.

Para el éxito de las reglas fiscales, la transparencia es primordial,⁴ y la literatura académica ha documentado varios beneficios relacionados con la transparencia fiscal. Generalmente, la transparencia ofrece a los políticos incentivos para adoptar mejores políticas, ya que mejora la discusión pública sobre el diseño de la sostenibilidad de la política fiscal y establece responsabilidad en la implementación. Dicha transparencia también puede reducir la incertidumbre respecto a la política y los riesgos fiscales. Arbatli y Escolano (2015) encuentran que un aumento en la transparencia fiscal incrementa la calificación crediticia, en países avanzados por mejor desempeño fiscal y en países en desarrollo principalmente por la reducción de la incertidumbre. Benito et al. (2016) encuentran que el costo soberano de la deuda pública disminuye con un aumento de la transparencia en tiempos de crisis económicas y Peat et al. (2015) muestran que existe un premio por riesgo en tasas swaps cuando hay opacidad fiscal. Para Chile, Medina y Soto (2014) argumentan que una buena política fiscal pierde eficacia si ésta carece de credibilidad y transparencia. Montes et al. (2019) utilizan una muestra de 82 países en el período 2006-2014 y encuentran evidencia de que la transparencia fiscal es importante para reducir la deuda pública, mejorar la eficacia del gobierno y la eficiencia en los gastos públicos. De hecho, Gootjes y de Hann (2022) argumentan que las reglas fiscales no mejoran el balance presupuestario si hay poca transparencia sobre el presupuesto. En resumen, la evidencia de la

³ Ardanaz et al. (2024).

⁴ El concepto de transparencia fiscal se refiere al principio de que la información sobre el presupuesto y las finanzas públicas debe estar disponible y ser accesible para los interesados. Esto incluye la divulgación clara y comprensible de los procesos, las políticas y las decisiones relacionadas con las finanzas del gobierno.

literatura académica muestra un consenso de que hay beneficios económicos y de eficiencia gubernamental relacionados con una mayor transparencia fiscal.⁵

En Chile, es evidente que la política fiscal ha logrado progresos sustantivos que han contribuido a una mayor estabilidad macroeconómica y financiera, una condición clave para el crecimiento y el desarrollo económico del país. La conducción de la política fiscal avanzó durante los años 90 y se implementaron reformas clave para consolidar dichos progresos al comienzo del siglo XXI. En efecto, se estableció una regla de balance estructural (BE) en el año 2000 y se adoptó una Ley de Responsabilidad Fiscal en 2006 que, entre otras cosas, creó el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). Para proporcionar una evaluación independiente y técnica de la política fiscal, se creó el Consejo Fiscal Asesor en 2013, el cual fue reemplazado en 2019 por el CFA como un organismo independiente e influyente en la preservación de la responsabilidad fiscal. Sin embargo, durante la última década y media se han observado incumplimientos de la meta del BE en un contexto sin cláusulas de escape formales ni mecanismos de corrección; la deuda bruta ha aumentado significativamente y el valor de los fondos soberanos ha disminuido.

En este contexto, desde 2022, la regla fiscal se transformó en una regla dual, combinando un objetivo de BE con un techo prudente para el nivel de endeudamiento del gobierno. Después de un par de años de discusión en el congreso, en el 2024 se aprobó una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal, que modificó la ley del 2006, buscando perfeccionar la disciplina fiscal y otorgando mayores atribuciones al CFA en la evaluación y monitoreo de las metas fiscales, así como explicitando los criterios para la activación de cláusulas de escape. Mayores detalles sobre estos cambios se proporcionarán en la Sección 2.

A pesar de los progresos, se observa que las complicaciones mencionadas anteriormente para la política fiscal y otras tensiones emergentes han dificultado que la política fiscal en Chile sea consistente, sostenible y creíble. En este contexto, este estudio busca proporcionar elementos para analizar el funcionamiento actual de la regla fiscal, con el objetivo de perfeccionar su rol e incentivos para preservar la responsabilidad fiscal de manera creíble y duradera.

Para la elaboración del informe, se han llevado a cabo conversaciones con el ex Ministro de Hacienda, Rodrigo Valdés, que actualmente se desempeña como Director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI; con el experto en políticas y reglas fiscales, Leonardo Martínez, quien trabaja como Economista Senior en el *Institute for Capacity Development, General Macro and Fiscal Division* del FMI y con el Economista Senior del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, Alberto Behar, encargado de hacer el seguimiento de la política fiscal de Costa Rica; con Claudio Soto, Consejero del Banco Central de Chile (BCCCh) y anteriormente encargado de la Coordinación Macroeconómica en el Ministerio de Hacienda; con Javier Bianchi, *Monetary Advisor* en el *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, quien ha redactado varios artículos académicos sobre política económica; y con Rodrigo Caputo, Académico de la Universidad de Santiago,

⁵ Índices de transparencia fiscal están compilados por Hollyer et al. (2014) y actualizados en Hollyer et al. (2024) para incluir más observaciones y países. Williams (2015) construye índices de transparencia y responsabilidad para más de 190 países durante el período 1980-2010.

quien ha publicado varios artículos sobre política fiscal. Además, se tuvo una reunión con el equipo de economistas del FMI encargados del análisis de Chile del Departamento del Hemisferio Occidental, incluyendo a Andrea Schaechter (Jefa de Misión), Luiza Antoun de Almeida, Dmitry Vasilyev y Si Guo. Adicionalmente, el informe se ha beneficiado de conversaciones con William Foster y Dylan Walsh de Moody's, Constanza Pérez y Manuel Orozco de S&P, y Gustavo Smith de la Contraloría General de la República (CGR). También se agradecen las reuniones con miembros del CFA: Jorge Rodríguez (Presidente), Hermann González (Vicepresidente), Jeannette con Wolfersdorff (Consejera), Sebastián Izquierdo (Consejero), Mario Arend (Gerente de Estudios), Gabriel Valenzuela (Economista Senior) y Pedro Dosque (Economista).

El resto del documento está organizado como se explicación a continuación. Para contextualizar el estudio, la Sección 2 presenta la historia de la regla fiscal en Chile y justifica la relevancia del presente informe. En la Sección 3 se analizan los criterios para determinar los pasivos y activos financieros relevantes para la regla dual, mientras que la Sección 4 discute los argumentos acerca de si las reglas fiscales deberían basarse en la deuda bruta o la deuda neta. La Sección 5 desarrolla cómo se podría fortalecer la regla dual, mirando la experiencia de países y recomendaciones internacionales. La Sección 6 ahonda en el rol que el CFA podría desempeñar en este contexto. Finalmente, la Sección 7 incluye comentarios finales. El Anexo A contiene un resume del estudio caso de países, mientras que el Anexo B tiene una tabla detallada de la comparación de los datos publicados por la DIPRES y lo que propone el Manual de Estadísticas del Finanzas Públicas del FMI (FMI, 2014). El Anexo C contiene un marco conceptual para justificar las propuestas discutidas en la Sección 5.

Finalmente, cuando es relevante, se realizan comparaciones con una muestra de países de referencia para Chile seleccionados de forma específica para este estudio: dos de la región, Colombia y Costa Rica; cuatro países europeos, Alemania, Eslovaquia, Suecia y Suiza; y uno de Oceanía, Nueva Zelanda. Estos países fueron seleccionados por tener aspectos destacables en sus marcos fiscales, reglas y/o en dimensiones de transparencia fiscal. La Sección 5 incluye un breve resumen de los estudios de caso de estos siete países en relación con el funcionamiento de sus marcos y reglas fiscales, lo cual sustenta adicionalmente la selección de estos países y sus principales lecciones. Un mayor detalle sobre lo anterior se encuentra en el Anexo A.

2. La historia de la regla fiscal en Chile

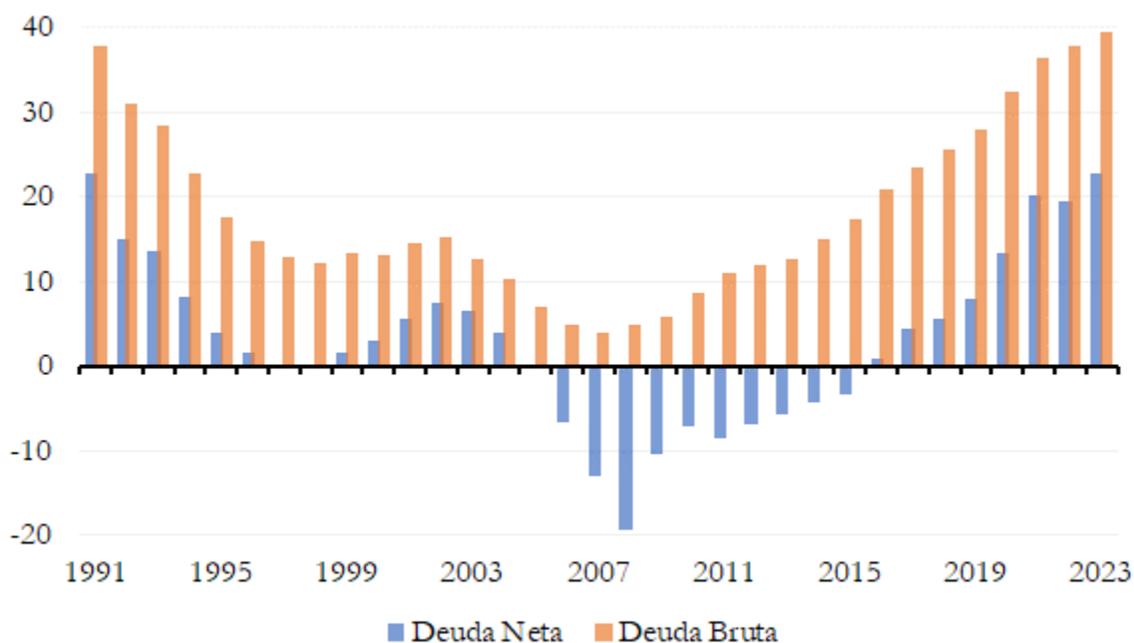
Desde una perspectiva de medio siglo, es innegable que la política fiscal chilena ha logrado importantes avances en términos de su contribución al crecimiento económico y a la estabilidad macroeconómica del país. Estos avances se han manifestado en diversas áreas complementarias, como prácticas, reglas, leyes e instituciones que promueven finanzas públicas responsables y sostenibles. Esta sección contextualiza la política fiscal de Chile, ofreciendo una reseña histórica que facilita la comprensión de la configuración actual de la regla fiscal dual.

2.1 El origen de la regla fiscal

Con el retorno de la democracia en los años 90, se adoptó la práctica habitual de mantener un superávit fiscal en torno al 2% del Producto Interno Bruto (PIB). La orientación de la política fiscal buscaba financiar el gasto público permanente con ingresos fiscales de la misma naturaleza. Esta práctica fue crucial para la gestión macroeconómica en los primeros años de dicha década. De hecho, la reforma tributaria de 1990 estableció claramente este principio de financiar gastos permanentes con ingresos permanentes. Según Marcel (1997), el principal objetivo de esta reforma tributaria a inicios de los 90 fue recaudar recursos para financiar el programa social del gobierno del Presidente Aylwin de manera responsable, evitando caer en el ciclo de inestabilidad macroeconómica que había sido frecuente en América Latina.

Los resultados de esta política fiscal fueron bastante positivos: entre 1990 y 1993, el gasto social creció cerca del 40%, manteniendo una gran estabilidad macroeconómica y un balance fiscal superavitario. La considerable reducción de la deuda bruta y neta durante los años 90 evidencia claramente el manejo responsable durante ese período (Gráfico 2.1.A).

Gráfico 2.1.A. Deuda bruta y deuda neta (% del PIB, 1991-2023)



Fuente: DIPRES.

El período de alto crecimiento económico con estabilidad macroeconómica y fiscal durante la década de los 90 fue interrumpido por un severo empeoramiento de las condiciones externas, manifestado en una abrupta salida de capitales y una caída en los términos de intercambio. Estas condiciones adversas fueron resultado de las crisis en el sudeste asiático, Brasil, Rusia y Argentina, entre 1997 y 2001. Ante este escenario externo adverso, las prácticas que regían la política fiscal durante los 90 fueron puestas a prueba.

La situación macroeconómica a finales de los 90 evidenció que una regla fiscal debía equilibrar dos aspectos centrales. Por un lado, debía garantizar la predictibilidad y responsabilidad en el comportamiento futuro de la política fiscal. Por otro, debía asegurar flexibilidad para reaccionar ante cambios imprevistos en el ciclo económico. El anuncio del Presidente Lagos a comienzos del año 2000, en el que se comprometía a conducir la política fiscal bajo el concepto de balance fiscal estructural, fue el resultado de estas discusiones sobre la necesidad de combinar responsabilidad y flexibilidad fiscal a lo largo del ciclo económico. Según Marcel (2013), esta decisión estuvo respaldada por cuatro meses de intensa reflexión sobre cómo llevar a cabo la política fiscal durante su mandato.

De esta forma, surgió la idea de formalizar una regla fiscal que abordara dichos desafíos. La regla se basó en el cálculo de un balance cíclicamente ajustado (BCA), el cual excluye las fluctuaciones en los ingresos fiscales asociadas a movimientos del ciclo económico, es decir, de carácter temporal o transitorio. Cabe destacar que el alcance de la regla se define a nivel del Gobierno Central (GC), excluyendo a las municipalidades, empresas públicas, instituciones de educación superior públicas y al Banco Central.⁶ Inicialmente, se contemplaban ajustes cíclicos sobre los ingresos tributarios, cotizaciones previsionales de salud e ingresos del cobre. Estos ajustes cíclicos provienen principalmente de desviaciones entre el PIB efectivo y su nivel potencial, y entre el precio del cobre y su valor de largo plazo. Además, los ajustes cíclicos de ingresos consideran medidas tributarias con reversión automática.

Es conveniente destacar que un primer período de la regla fiscal del BE podría considerarse entre 2000 y 2009. Como se mencionó, esta regla fiscal aspiraba, por un lado, a reducir el carácter procíclico de la política fiscal y, por otro, a fortalecer la solvencia de las finanzas públicas.⁷

Según Marcel (2013), la regla del BE buscaba establecer tres principios centrales para la conducción de la política fiscal en Chile. En primer lugar, pretendía proporcionar mayor predictibilidad a la política fiscal, limitando el comportamiento excesivamente discrecional. En segundo lugar, materializaba el esfuerzo por contar con un indicador de la orientación fiscal que pudiera aislar el impacto del ciclo económico en las finanzas públicas de los efectos de las decisiones de gasto tomadas por las autoridades de gobierno. Finalmente, la meta de alcanzar un superávit estructural también reflejaba la preocupación por la sostenibilidad fiscal de Chile ante las significativas incertidumbres macroeconómicas y presupuestarias previstas.

2.2 Regla fiscal hasta el 2009

Desde comienzos del año 2000, el gobierno chileno ha implementado su política fiscal principalmente a través de una regla fiscal basada en una medida del BE del gobierno. Como es evidente en el caso de Chile y se mencionó previamente, existen dos fuentes principales de

⁶ Es importante señalar que, desde un punto de vista contable y según el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI (FMI, 2014), los ingresos del Gobierno Central (GC) considerados por la Dirección de Presupuestos (DIPRES) son aquellas transacciones que afectan el patrimonio neto, además de la venta de activos físicos, clasificada como transacciones en activos no financieros. De este modo, la venta de activos financieros no se registra como ingresos.

⁷ Ver también Corbo et al. (2011).

fluctuación cíclica en los ingresos: las fluctuaciones del PIB en torno a su nivel potencial y las variaciones del precio del cobre respecto a su valor a largo plazo.

Si bien la metodología para realizar estas estimaciones se basa en Marcel et al. (2001), la forma precisa de obtener estos componentes cíclicos y cómo tratar ingresos específicos ha variado a lo largo de los años (ver Cuadro 2.2.A para un resumen de los principales cambios en la regla durante el período 2001-2009). Dos comités de expertos autónomos del gobierno definen los dos parámetros clave para calcular el BE: el PIB potencial y el precio de largo plazo del cobre, antes de la definición del presupuesto del año siguiente. El carácter autónomo y técnico de estos comités busca preservar la objetividad e independencia en la estimación de los parámetros estructurales que determinan el cálculo del BCA o BE. Además, desde 2017 se creó un registro público de expertos, y el CFA desempeña un rol más activo en el funcionamiento de estos comités para proporcionar mayor transparencia en la determinación de los parámetros estructurales.

La regla fiscal opera de la siguiente manera: cada año, el gobierno establece un objetivo para su BE el año siguiente. Luego, presenta un pronóstico de sus ingresos y, en función de los parámetros estructurales entregados por los comités de expertos, calcula los ingresos ajustados cíclicamente. Finalmente, se define el gasto para cumplir (ex ante) con la meta del BCA o BE.

Cuadro 2.2.A. Principales cambios en la regla fiscal del período 2001-2009.

Año	Hechos relevantes
2000	Se anuncia la instauración de una regla fiscal en mensaje presidencial para la elaboración del proyecto de ley de Presupuestos de 2001.
2001	Publicación de la metodología de la regla en el documento: “ <i>Balance Estructural del Gobierno Central. Metodología y Estimaciones para Chile: 1987-2000</i> ”. Creación del Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre. Se establece superávit del 1% del PIB.
2002	Creación del Comité Consultivo del PIB Tendencial.
2004	Migración hacia estadísticas fiscales basadas en el devengado de acuerdo con el Manual “ <i>Government Finance Statistics Manual</i> ” del FMI (2001).
2005	Incorporación del ajuste cíclico a los ingresos por tributación de la minería privada (impuesto a la renta). Incorporación de un ajuste cíclico por el precio de referencia del molibdeno.
2006	Promulgación de la Ley N.º 20.128 de Responsabilidad Fiscal. Se crea el FEES y el FRP. Incorporación de un ajuste cíclico por el pago del impuesto específico y adicional de las empresas mineras privadas.
2007	Modificación del cálculo del ajuste cíclico del impuesto específico de la minería privada para que considere su mecánica de tributación. Se establece un superávit del 0,5% del PIB a partir del presupuesto de 2008.
2008	Incorporación del ajuste cíclico por el efecto de los ingresos por intereses de los activos financieros del Fisco.
2009	Exclusión, en el cálculo del ajuste cíclico de los ingresos tributarios no mineros, del efecto de las Modificaciones Tributarias Transitorias (MTT). Actualización de las elasticidades de las cotizaciones previsionales y los ingresos tributarios no mineros, que se separan en cinco categorías. Se establece una reducción transitoria de la meta al 0% del PIB para 2010.

Fuente: Elaboración propia en base a Valdivieso et al. (2022).

En relación con la meta operativa de la regla del BCA, hasta 2007 el objetivo fue alcanzar un superávit estructural del 1% del PIB. Esta meta se justificó por ciertos riesgos macroeconómicos y fiscales presentes a comienzos de la década de 2000, como el déficit operacional del Banco Central, la vulnerabilidad financiera ante la volatilidad cambiaria y las obligaciones fiscales contingentes relacionadas con pensiones y en la construcción de infraestructura pública

mediante concesiones. Este nivel prudente de meta del BE también consideraba la naturaleza no renovable de los recursos fiscales provenientes del sector minero. Tras un informe sobre sostenibilidad fiscal,⁸ la meta estructural se redujo al 0,5% del PIB en 2008. Posteriormente, como respuesta a la crisis financiera mundial y con el objetivo de promover una política fiscal contracíclica, el objetivo fue ajustado nuevamente, estableciéndose en 0% del PIB.

Junto con la regla del BE o BCA, la política fiscal chilena adaptó otras reglas, leyes e instituciones destinadas a fomentar la disciplina fiscal. Así, en 2006 se promulgó la Ley de Responsabilidad Fiscal (Ley N.º 20.128), que exige que la autoridad entrante se pronuncie sobre los efectos que tendrá su política fiscal en el BE.

Tras la promulgación de la Ley de Responsabilidad Fiscal, se establecieron dos fondos soberanos: el FEES y el FRP. El FEES fue creado a principios de 2007 con un aporte inicial de US\$2.580 millones, proveniente principalmente del saldo del antiguo Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre, el cual dejó de operar al fusionarse con el FEES. Por su parte, el FRP se construyó a fines de 2006 con un aporte inicial de US\$604,5 millones.

Ambos fondos fueron creados para mitigar diversos riesgos fiscales. El objetivo del FEES es financiar eventuales déficits fiscales y realizar amortizaciones de la deuda pública, contribuyendo a que el gasto fiscal sea más resiliente frente a los ciclos de la economía mundial y a la volatilidad de los ingresos provenientes de impuestos, del cobre y de otras fuentes. Por otro lado, el objetivo del FRP es apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales asociadas a la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como de los aportes previsionales solidarios contemplados en la reforma previsional de esos años.

En cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal, en 2007 se creó el Comité Financiero, cuyo objetivo es asesorar al Ministro de Hacienda en la inversión de los recursos acumulados en los fondos soberanos. Este Comité, externo e independiente, se reúne de manera regular y está conformado por profesionales con experiencia en los ámbitos económico y financiero.

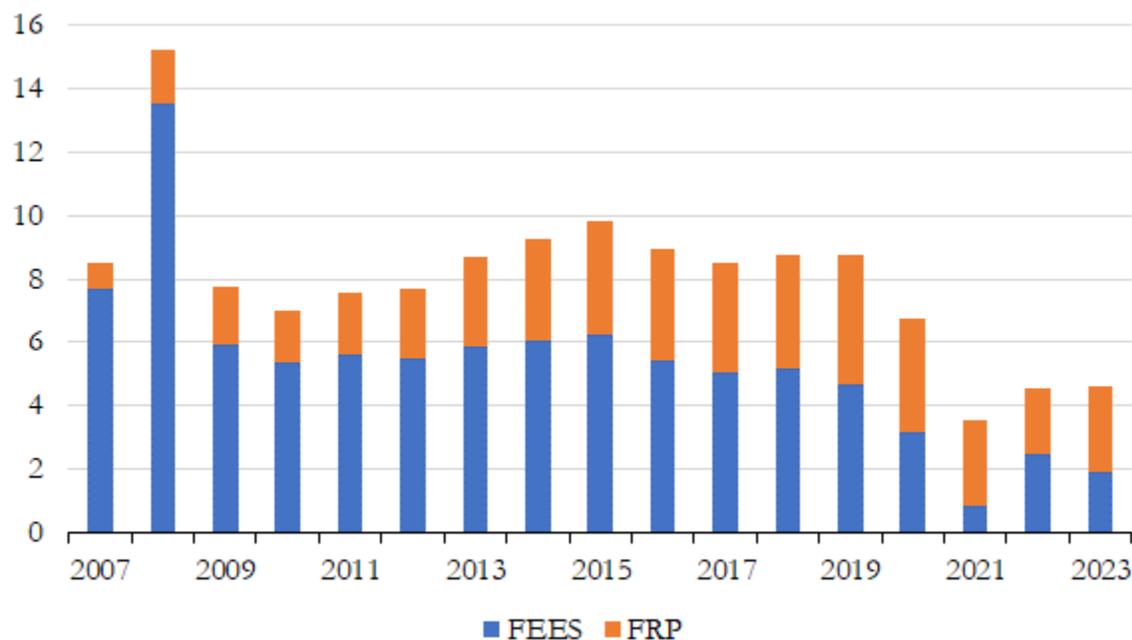
La administración de los fondos soberanos ha establecido una institucionalidad que aspira a asegurar un manejo adecuado y transparente, con mecanismos efectivos de rendición de cuentas. El Ministro de Hacienda representa al fisco en la gestión de estos recursos fiscales. Para apoyarlo en las actividades vinculadas a la inversión de los fondos, se creó la Unidad de Fondos Soberanos dentro del Ministerio de Hacienda. Además, en virtud de sus facultades legales, el Ministerio delegó la inversión de los fondos al BCCh, dado su prestigio y experiencia en la administración de las reservas internacionales.

Por su parte, el Comité Financiero ha promovido la transparencia al proporcionar recomendaciones expertas e independientes para la definición de la política de inversión de los fondos. Asimismo, se han establecido diversas instancias periódicas de divulgación sobre la evolución de los fondos soberanos y las recomendaciones del Comité Financiero, fortaleciendo la confianza pública en su gestión.

⁸ Velasco et al. (2007).

La creación y gestión de los fondos soberanos ha generado resultados positivos. El FEES ha facilitado el espacio fiscal necesario para implementar políticas fiscales expansivas en respuesta a la crisis financiera de 2009. Por su parte, el FRP ha seguido una regla operativa que prioriza la acumulación precautoria a lo largo del tiempo, permitiendo financiar las obligaciones futuras del Fisco en materia de pensiones (Gráfico 2.2.A). Como se discute más abajo, la sostenibilidad fiscal de Chile no sólo ha sido resultado de tener un nivel de deuda bruta acotado, sino que también de contar con suficientes recursos en los fondos soberanos para enfrentar crisis económicas.

Gráfico 2.2.A. Evolución de los fondos soberanos de Chile (% del PIB, 2007-2023)



Fuente: DIPRES.

Así, el FEES ha sido una fuente clave de financiamiento para cubrir necesidades fiscales durante la crisis del COVID-19, replicando su rol durante la crisis de 2009. Esto demuestra los beneficios macroeconómicos de mantener un enfoque prudente de ahorro y la acumulación de recursos en estos fondos cuando las condiciones macroeconómicas y fiscales son relativamente favorables.

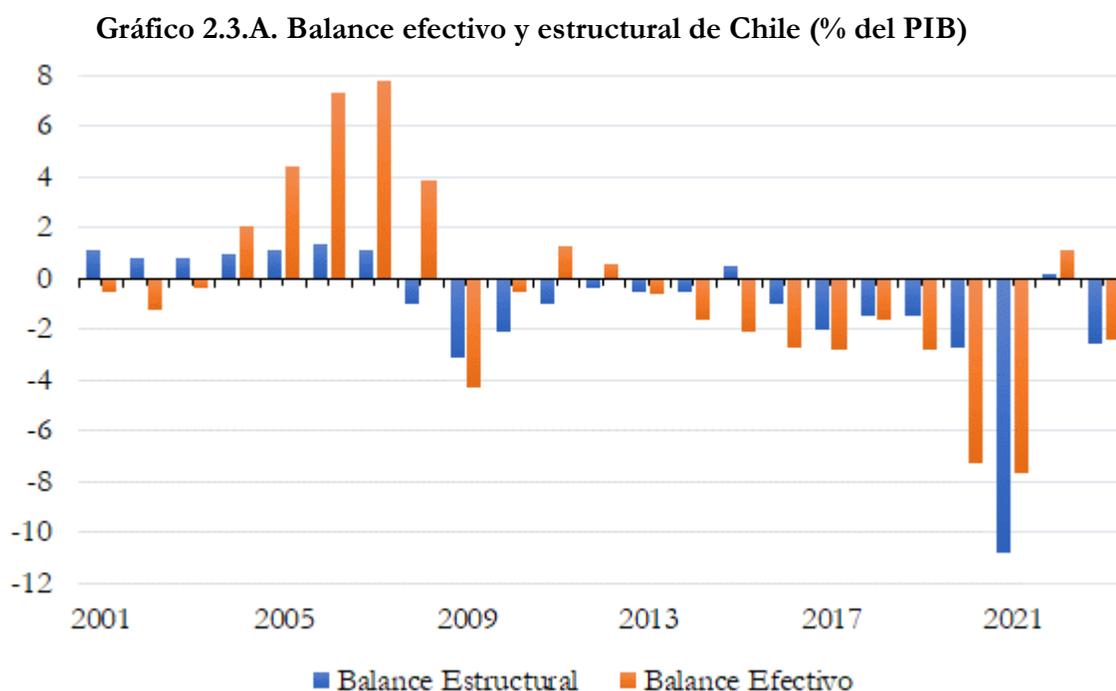
Un informe reciente del FMI (2023c) también concluye que la gestión de los fondos soberanos ha sido adecuada, destacando la flexibilidad con la que han operado y la alineación de sus estrategias de inversión con sus objetivos. Sin embargo, el FMI plantea varias recomendaciones para mejorar su funcionamiento. En primer lugar, sugiere que la política de inversión de los fondos soberanos se incorpore dentro de un marco fiscal integrado para la gestión de activos y pasivos soberanos. En segundo lugar, recomienda revisar periódicamente las estrategias de inversión, considerando la tolerancia al riesgo del gobierno y el horizonte de inversión. Finalmente, subraya en la actualidad la importancia de reconstruir el nivel del FEES para estar preparados ante futuras crisis económicas.⁹

⁹ El análisis detallado sobre la gestión de los fondos soberanos excede el alcance de esta sección y puede consultarse en FMI (2023c).

Otro período relevante para analizar el comportamiento de la política fiscal es el posterior a la crisis financiera global. Este escenario, sumado al fin del superciclo de los precios de las materias primas y a la persistencia de déficits estructurales, evidencia cambios significativos en las condiciones de la política fiscal y una menor efectividad de la regla para fomentar la disciplina fiscal.

2.3 Regla fiscal 2009-2019¹⁰

Fue evidente que la situación fiscal cambió tras de la crisis financiera global. En 2010, una comisión especial revisó la metodología del BE y propuso una serie de modificaciones para la estimación de los ingresos estructurales, con el objetivo de hacer más transparente el procedimiento para calcular los componentes cíclicos de los ingresos fiscales.¹¹ Tras estas modificaciones, el saldo estructural medido *ex post* alcanzó -3,1% del PIB en 2009 (Gráfico 2.3.A). En lugar de establecer objetivos anuales, el compromiso del gobierno en ese momento fue alcanzar un saldo estructural de -1% del PIB para 2014.¹²



Fuente: DIPRES.

¹⁰ El 2019 se ha elegido de manera arbitraria como el final de este segundo período de la regla fiscal, pero existen razones que lo justifican. Tanto el denominado estallido social de octubre del 2019 como la crisis derivada del COVID-19 cambiaron drásticamente las presiones fiscales, lo que hace adecuado esta separación temporal.

¹¹ Corbo et al. (2011).

¹² Este enfoque de establecer una meta para el BE al final de cada administración fue replicado por otros gobiernos posteriormente dado que la Ley de Responsabilidad Fiscal del 2006 no era tan precisa en ese sentido. Sin embargo, la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal promulgada durante este año resolvió esa ambigüedad, explicitando que el Decreto de Política Fiscal de cada nueva administración tenga una meta para el BE para todos los años del gobierno.

Desde el 2010 en adelante, los gobiernos han establecido metas de convergencia parcial hacia el balance o BE (ver Cuadro 2.3.A para un resumen de los principales hitos en la regla fiscal entre 2010 y 2019). Además, Valdivieso Sastre et al. (2022), en un estudio de la DIPRES, analizaron el cumplimiento de las metas durante el período 2001-2021. Este estudio concluye que la regla se cumplió (o se sobrecumplió) en 14 de los 21 años. Sin embargo, si se consideran las metas establecidas en los Decretos de Política Fiscal publicados al inicio de cada administración, así como el compromiso del gobierno de alcanzar un superávit de 1,0% del PIB antes de 2006, solo se habrían cumplido en 9 años, mientras que en los 12 restantes se habrían incumplido.

Cuadro 2.3.A. Principales cambios en la regla e institucionalidad fiscal del período 2010-2019

Año	Hechos relevantes
2010	Incorporación en la metodología de un ajuste cíclico para los “ingresos de operación”, “rentas a la propiedad” (excluyendo los intereses) y “otros Ingresos”. El “Comité Corbo” presenta su primer informe con recomendaciones, los cuales son acogidas por el Ministerio de Hacienda. Promulgación de la Ley N.º20.469, que establece una tasa variable del impuesto específico a las empresas mineras de forma transitoria, lo que implica una modificación en su ajuste cíclico. Junio: se mantiene la meta de 0% del PIB para 2010 hasta el fin del período presidencial. Octubre: se fija la convergencia hacia un déficit del 1,0% del PIB para 2014.
2011	El “Comité Corbo” entrega su segundo informe con propuestas para fortalecer la regla fiscal. Algunas de estas sugerencias son incorporadas en los años siguientes en la metodología de la regla.
2013	Creación del Consejo Fiscal Asesor.
2014	Finalización de la aplicación de la tasa variable del impuesto específico de las empresas mineras, estableciéndose una tasa fija de 4%, lo que revierte el ajuste introducido en 2010. Se fija la meta de convergencia hacia un déficit estructural de 0% del PIB para 2018
2015	Actualización e incorporación de parámetros estructurales en la regla fiscal del año en curso (metodología de parámetros comparables). Eliminación del ajuste relacionado con el precio de referencia del molibdeno. Reducción del déficit estructural en un cuarto de punto porcentual (pp) del PIB cada año entre 2016 y 2018.
2017	Creación de los registros públicos de expertos/as y publicación en formato Excel de las proyecciones innominadas de los comités de expertos/as.
2018	Eliminación del ajuste de 2015 sobre la incorporación de parámetros estructurales actualizados en la regla fiscal del año en curso, estableciendo una reducción de un quinto de pp del PIB anual, comenzando con un déficit estructural de 1,8% en 2018 para converger hacia un déficit estructural de 1% del PIB en 2022.
2019	Creación del CFA, que reemplaza al Consejo Fiscal Asesor. Reglamentación de la regla de BE (Decreto Exento N.º145).

Fuente: Elaboración propia en base a Valdivieso Sastre et al. (2022).

El fin del superciclo del precio del cobre alrededor de 2016 y la disminución del crecimiento del PIB potencial complicaron aún más las finanzas públicas. Estas circunstancias generaron un marcado deterioro de los ingresos fiscales estructurales del país. Como respuesta, durante el período 2015-18, el gobierno se comprometió a reducir gradualmente el déficit estructural en un 0,25% del PIB por año.

Inicialmente, a mediados de 2018, la nueva administración para el período 2018-22 estableció una reducción anual del déficit estructural de 0,2% del PIB, partiendo de un déficit estructural del 1,8% del PIB en 2018. Sin embargo, tras las protestas sociales de finales de 2019, la meta de BE fue ajustada en febrero de 2020, estableciendo un déficit estructural de 3,2% del PIB para 2020, de 2,5% para 2021 y de 2% para 2022.

Las medidas fiscales adoptadas en respuesta a la pandemia de COVID-19, junto con el nuevo escenario macroeconómico, también impactaron las estimaciones del BE, resultando en una proyección de déficit estructural de -3,3% del PIB para 2022.

2.4 Lecciones 2001-2019

¿Cuáles son las principales lecciones derivadas de la institucionalidad fiscal de Chile en el período 2001-2019? La política fiscal chilena es ampliamente reconocida como un ejemplo internacional de buen manejo macroeconómico.¹³ Si bien varios países emergentes han avanzado en una conducción más responsable de la política fiscal, especialmente en respuesta a la bonanza de los precios de las materias primas,¹⁴ el caso de Chile se destaca como una de las mejores ilustraciones de un progreso institucional que ha permitido superar la tradicional política fiscal procíclica, habitual en muchos países emergentes.

Por ejemplo, Frankel et al. (2013) afirman que Chile es probablemente el mejor ejemplo de un país que ha logrado desarrollar instituciones fiscales más sólidas con el tiempo, lo que ha permitido implementar una política fiscal contracíclica. Además, según Frankel (2012), la creación de comités independientes para determinar las tendencias a largo plazo del PIB y del precio del cobre ha contribuido a reducir el sesgo optimista en las proyecciones fiscales al establecer metas para el balance fiscal futuro.

Por su parte, Medina y Soto (2014) cuantifican los beneficios macroeconómicos derivados de una mayor resiliencia a las fluctuaciones del precio del cobre, lograda mediante la regla fiscal de Chile. Según sus estimaciones, en ausencia de la regla de BE, un aumento del 10% en el precio del cobre conduciría una expansión del producto superior al 0,5% y una apreciación del tipo de cambio real del 0,8%. En contraste, bajo la regla del BE, la magnitud de estos efectos se reduce a la mitad.

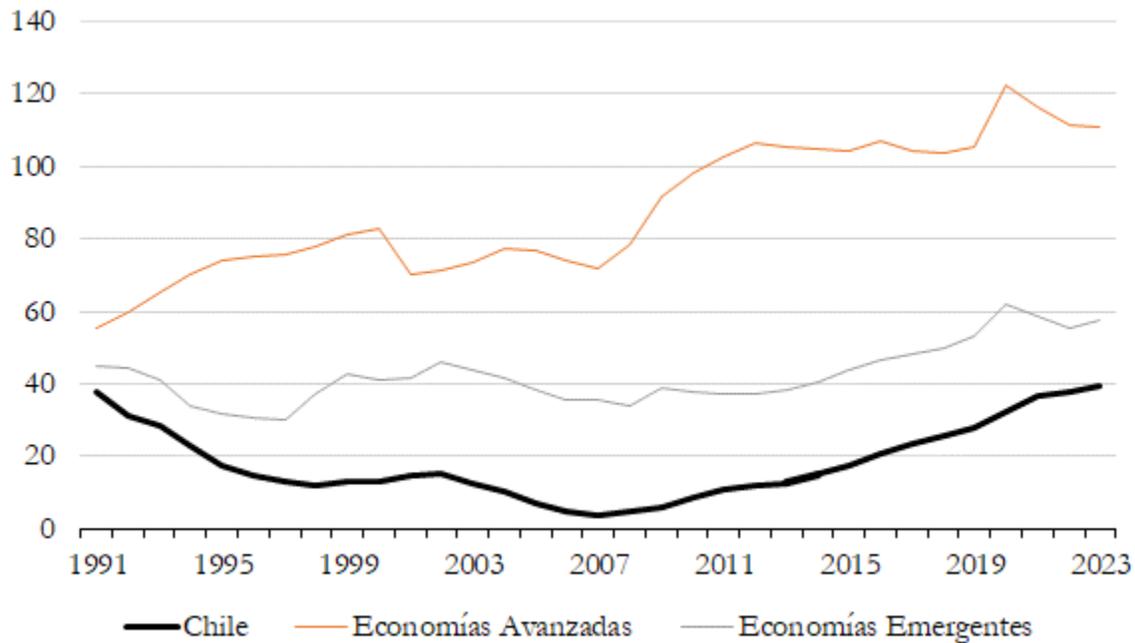
Una comparación internacional de Chile con otros países resalta cómo estos logros se han reflejado en diversas estadísticas fiscales. Por ejemplo, la deuda pública bruta como porcentaje del PIB alcanzó un mínimo en 2007. En contraste, entre 1991 y 2007, los países avanzados incrementaron su deuda en relación con el PIB, mientras que los países emergentes lograron mantenerla relativamente estable, alrededor del 40% del PIB (Gráfico 2.4.A).

Entre 2007 y 2019, la deuda de los países avanzados aumentó cerca de 35 puntos porcentuales (pp) en relación con el PIB. Por su parte, en Chile y en el promedio de países emergentes, se registró un incremento de aproximadamente 24 y 18 pp del PIB, respectivamente, en el mismo período. Durante 2020, en respuesta a la pandemia COVID-19, el aumento de la deuda pública fue significativamente más intenso en el promedio de los países emergentes y en los países avanzados que en Chile. Sin embargo, desde 2020, mientras la deuda en los grupos de países avanzados y emergentes ha tendido a estabilizarse, en Chile ha continuado aumentando, marcando una diferencia respecto a las tendencias observadas internacionalmente.

¹³ Por ejemplo, Borensztein et al. (2012).

¹⁴ Ver Céspedes y Velasco (2014) y Frankel et al. (2013).

**Gráfico 2.4.A. Deuda bruta de Chile en comparación con grupos países
(% del PIB, 1991-2023)**



Fuente: FMI.

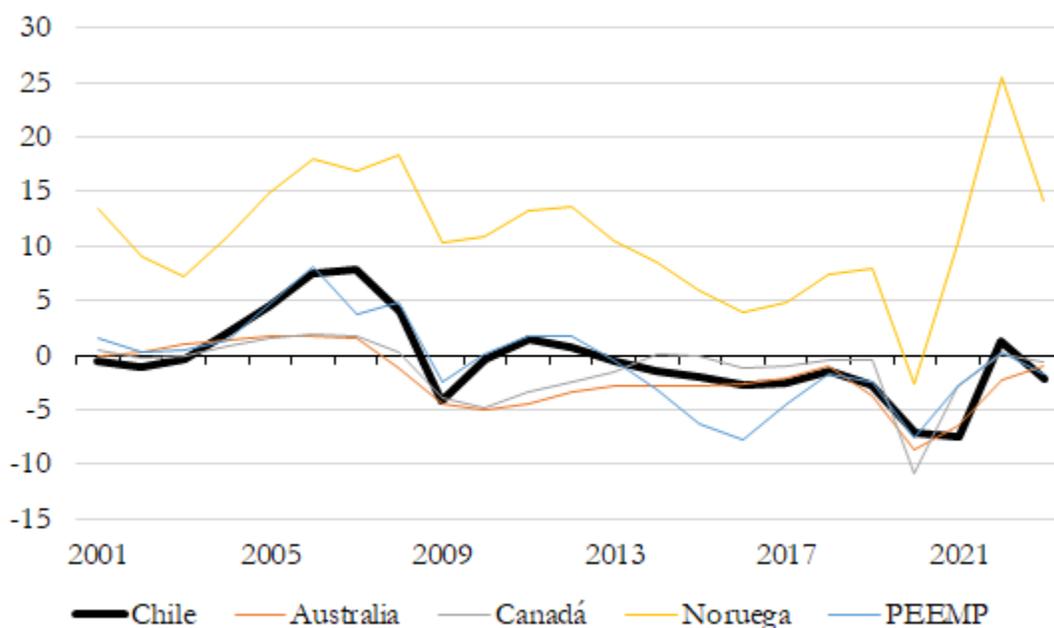
El balance fiscal efectivo de Chile sirve para resaltar los años con una adecuada orientación cíclica en una comparación internacional. Al analizar el balance fiscal de Chile desde el año 2000 en relación con otros países, se pueden identificar varios aspectos destacables (Gráfico 2.4.B).

El perfil de los cambios en el balance fiscal de Chile muestra similitudes con países con abundantes recursos naturales y amplio espacio fiscal, como Noruega, al menos hasta 2018 o 2019. El ahorro fiscal promedio de Chile desde el año 2000 hasta 2019 fue superior al de Australia, aunque claramente inferior al de Noruega. En comparación con economías emergentes exportadoras de materias primas, los resultados de Chile hasta 2019 destacan por una política menos procíclica y una expansión del déficit más contenida tras el fin del auge de los precios de las materias primas. Sin embargo, esta diferencia favorable frente a Australia y el promedio de emergentes exportadores de materias primas tiende a diluirse a partir de 2020. Al mismo tiempo, la brecha con Noruega se ha ampliado.

En resumen, durante las últimas tres décadas, los avances en la práctica y los arreglos institucionales orientados a la disciplina fiscal han sido altamente favorables en Chile. La política fiscal se ha caracterizado por una conducción prudente, basada en principios y reglas que la han hecho predecible, responsable y adaptable al ciclo económico del país.

No obstante, junto a estos avances positivos, Chile ha experimentado transformaciones estructurales significativas en su composición económica, social y demográfica, así como en el desarrollo del aparato político y en las preferencias de la sociedad. Estos cambios plantean nuevos desafíos y necesidades que requieren ser abordados para garantizar la sostenibilidad y eficacia de la política fiscal en el futuro.

Gráfico 2.4.B. Balance fiscal efectivo de Chile en comparación con otros países (% del PIB, 2001-2023)



Fuente: FMI.

Nota: PEEMP: Países Emergentes Exportadores de Materias Primas.

2.5 Intensificación de las presiones fiscales

La política fiscal posterior a la crisis financiera global ha evidenciado tensiones fiscales graduales pero persistentes.¹⁵ Estas tensiones derivan de factores que muestran cómo las presiones sobre el gasto fiscal no solo emergen de la discusión presupuestaria anual, sino que también plantean desafíos potenciales para la sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

En primer lugar, se percibe un menor consenso político sobre el valor de la disciplina y la sostenibilidad fiscal.

En segundo lugar, la creciente fragmentación de las fuerzas políticas dificulta alcanzar acuerdos que permiten contener el gasto fiscal.

En tercer lugar, también inciden los factores macroeconómicos. Es poco probable que las condiciones macroeconómicas favorables experimentadas por Chile entre 2005 y 2015 se repitan, lo que sugiere que los ingresos fiscales crecerán a un ritmo significativamente menor que el observado en ese período.

En cuarto lugar, factores demográficos y relacionados con la clase media influyen. Durante décadas, la política social chilena ha estado enfocada en los sectores más pobres y desaventajados. Sin embargo, en años recientes, la expansión de la clase media ha generado

¹⁵ Estas tensiones fiscales se resumen en Medina et al. (2020) y en Hernaiz Diez de Medina et al. (2022).

nuevas demandas, como la necesidad de mayor protección para evitar caer nuevamente en la pobreza.

En quinto lugar, ciertas decisiones de gasto fiscal parecen no estar sujetas a límites presupuestarios ni a reglas transparentes que justifiquen o comuniquen con claridad las razones para exceder lo presupuestado. Por ejemplo, el gasto excesivo en salud ha evidenciado deficiencias en el control presupuestario de este sector.¹⁶

En sexto lugar, como se mencionó anteriormente, la metodología y el diseño operativo de la meta del BE han experimentado múltiples cambios desde 2009. Aunque la mayoría de estos cambios tienen fundamentos económicos y justificación técnica, han generado dificultades para mantener la credibilidad de la regla como guía para una política fiscal responsable. Un ejemplo claro de esto fue la ausencia de una cláusula de escape explícita, lo que llevó a la omisión de la regla fiscal en situaciones extremas, como durante la crisis financiera de 2009 y la pandemia del COVID-19.

En séptimo lugar, y en relación con lo que Yared (2019) identifica como un creciente desacuerdo sobre las prioridades de gasto fiscal entre varios actores relevantes para explicar el aumento del endeudamiento gubernamental, se deben considerar las nuevas tensiones presupuestarias originadas en otros poderes del Estado. En este contexto, se ha observado un aumento en los proyectos de ley emanados del Congreso y en fallos del Poder Judicial que podrían ejercer presión sobre las finanzas fiscales a mediano plazo. Un ejemplo de ello son los dictámenes de la Tercera Sala de la Corte Suprema, que ha acogido recursos de protección exigiendo que el Estado financie medicamentos de alto costo no contemplados en la denominada Ley Ricarte Soto.¹⁷

2.6 El rol del CFA

Por otra parte, un aspecto que ha requerido atención en la última década es cómo lograr una mayor transparencia y credibilidad en la implementación de la regla del BE. Para asegurar una adecuada transparencia, la regla debe ser sencilla de calcular y replicable. Se ha demostrado que las políticas económicas basadas en reglas son menos efectivas si los agentes de mercado las perciben como poco creíbles.¹⁸ Por lo tanto, Corbo et al. (2011) destacaron la importancia de aumentar la transparencia en la metodología de estimación del BE y la necesidad de contar con un consejo fiscal independiente que desempeñara un rol relevante en garantizar una adecuada conducción de la política fiscal basada en la regla del BE. Así, en junio de 2013 se creó, mediante decreto, el Consejo Fiscal Asesor, encargado de colaborar en la discusión, el análisis y la emisión de recomendaciones relacionadas con la determinación del BE. De esta manera, se buscó asegurar la independencia en la estimación de las variables estructurales, ya que el Consejo Fiscal Asesor actuaba como observador en los comités del PIB tendencial y del precio de referencia del cobre.

¹⁶ Ver más detalle en Medina et al. (2020).

¹⁷ Para más detalles, véase Observatorio Judicial (2020).

¹⁸ Por ejemplo, Medina y Soto (2014).

No obstante, la institucionalidad de este Consejo mostró algunas debilidades, como se puede observar a la luz del trabajo de Beestma y Debrun (2016a, 2016b). Estos autores construyeron índices sobre la independencia y la solidez en la comunicación de los consejos fiscales en una muestra de países con información hasta 2015. En dichos análisis, el Consejo Fiscal Asesor de Chile se encontraba rezagado en términos de independencia y comunicación, según los datos disponibles hasta 2015. La independencia de los consejos fiscales puede entenderse de manera similar a la de los bancos centrales, que buscan una política monetaria libre de sesgos de corto plazo. Sin embargo, a diferencia de los bancos centrales, los consejos fiscales independientes (CFI) deben concentrarse en comunicar de manera clara y creíble una evaluación de la política fiscal, ya que no tienen control sobre las decisiones fiscales y dependen de su influencia para impactarlas, lo que lo diferencia de las instituciones para bancos centrales mencionadas.

En febrero de 2019 se creó el CFA, en respuesta a las deficiencias mencionadas anteriormente, reemplazando al Consejo Fiscal Asesor. Este organismo autónomo tiene carácter técnico y consultivo, posee personalidad jurídica y patrimonio propio, y se relaciona con el Presidente de la República a través del Ministerio de Hacienda. El CFA, compuesto por cinco miembros, tiene como objetivo principal contribuir al manejo de las responsabilidades de política fiscal del gobierno. De acuerdo con la ley, el CFA tiene las siguientes funciones y atribuciones:¹⁹

- a) Evaluar y monitorear el cálculo del ajuste cíclico de los ingresos efectivos efectuado por la Dirección de Presupuestos, para el año en ejecución, el presupuestado y aquellos comprendidos en el programa financiero de mediano plazo, según la metodología, procedimientos y demás normas establecidas por el Ministerio de Hacienda, de conformidad con el artículo 10 del decreto ley N° 1.263, de 1975, del Ministerio de Hacienda, orgánico de Administración Financiera del Estado.
- b) Participar como observador en los procedimientos establecidos para recabar la opinión de expertos independientes sobre los factores que determinen el nivel de tendencia de los ingresos y gastos del Gobierno Central, de conformidad con lo establecido en el inciso tercero del artículo 10 del decreto ley N° 1.263, de 1975, del Ministerio de Hacienda, orgánico de Administración Financiera del Estado, y revisar dichos cálculos y manifestar su opinión sobre los mismos.
- c) Formular observaciones y proponer al Ministerio de Hacienda cambios metodológicos y procedimentales para el cálculo del Balance Estructural.
- d) Evaluar y monitorear el cumplimiento de las reglas fiscales vigentes y manifestar su opinión sobre eventuales desviaciones del cumplimiento de las metas establecidas, así como 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 tengan relación con su objeto.

¹⁹ Fuente: <https://cfachile.cl/acerca-del-consejo/funciones-y-atribuciones> accedido el 18 de octubre de 2024.

g) Realizar informes en relación con los estudios, análisis y otros temas que le competan de acuerdo a esta ley, los que deberán elaborarse en soporte digital. El Consejo enviará copia de tales informes a la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados y del Senado, dentro del plazo de cinco días hábiles contado desde su elaboración.

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 precio de referencia del cobre y del Producto Interno Bruto tendencial que ocuparán los cupos que por alguna razón hayan quedado vacantes.

j) Evaluar y monitorear las proyecciones de los indicadores que guían las reglas fiscales vigentes, y de los activos financieros del Tesoro Público, para el año en ejecución, el presupuestado y aquellos comprendidos en el programa financiero de mediano plazo, incluyendo los escenarios alternativos.”

El CFA desempeña un rol clave en la definición, evaluación y mitigación de los riesgos relacionadas con el cumplimiento de las metas de BE y la deuda pública, especialmente en el marco de las funciones y atribuciones (a), (b), (c), (d), (e) y (j). Hasta la fecha, el CFA ha tenido un papel fundamental en la elaboración de estudios, análisis y recomendaciones orientados a fortalecer tanto la disciplina fiscal como el funcionamiento de la regla fiscal.

2.7 La regla dual actual

Las tensiones fiscales emergentes, descritas previamente, se intensificaron tras el estallido social a fines del 2019 y con la pandemia del COVID-19. Estos dos grandes choques evidenciaron que la regla del BCA o BE no necesariamente proporciona un ancla fiscal de mediano y largo plazo. Esta falta de un ancla fiscal ya ha sido destacada en estudios previos.²⁰

Sin embargo, es importante señalar que el incumplimiento de las metas —considerando las establecidas inicialmente para cada año²¹—también ha contribuido al aumento de la deuda pública. Esto plantea la interrogante de si el cumplimiento de las metas originales habría sido suficiente para evitar el incremento de la razón deuda/PIB. No obstante, como se discute más adelante, la regla dual también aporta una perspectiva más amplia al considerar las operaciones financieras que ocurren ‘debajo de la línea’²² y que impactan significativamente en el aumento de la deuda bruta.

En este contexto de aumento sostenido de la deuda pública, en 2020 el Ministerio de Hacienda solicitó al CFA un informe para analizar el rol de un ancla de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección, con el objetivo de fortalecer la regla fiscal de Chile. En su informe

²⁰ Por ejemplo, Dudine (2018) y Medina et al. (2020).

²¹ Por ejemplo, Valdivieso Sastre et al. (2022).

²² Elementos que no forman parte de las operaciones presupuestarias principales, sino que se consideran transacciones financieras o ajustes contables.

de 2021, el CFA abordó estos temas y propuso una regla dual, que en este caso consistía en una regla que considera tanto metas de BE como un nivel prudente de deuda.²³

En dicha propuesta, el CFA incluyó las lecciones derivadas de la experiencia internacional para su posible aplicación en Chile. Basándose en estas recomendaciones, el Ministerio de Hacienda complementó la regla del BE en el decreto de 2022 mediante la instauración de un nivel prudente de deuda del gobierno. Este concepto hace referencia a un nivel de deuda pública como porcentaje del PIB, que permite al gobierno mantener margen de maniobra para responder a choques económicos adversos, con un riesgo razonablemente bajo de que la deuda alcance niveles que pueden desencadenar una crisis o representar un costo significativo para la economía.²⁴

Así, a partir del 2022, el régimen de la política fiscal pasó a denominarse ‘regla dual’, al incorporar objetivos tanto para el BE como para el nivel de la deuda del GC. Para fortalecer este marco, la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada y promulgada en el 2024, institucionalizó explícitamente la regla dual. Estos cambios impulsaron ajustes adicionales en la regla fiscal (Cuadro 2.6.A).

Cuadro 2.6.A. Principales cambios en la regla fiscal desde 2020

Año	Hechos relevantes
2020	Febrero: Se establece una trayectoria de reducción del déficit estructural, comenzando con un déficit estructural de 3,2% del PIB en 2020, proyectando una disminución a 2,5% del PIB en 2021 y 2,0% del PIB en 2022. Septiembre: Las estimaciones son revisadas, proyectándose un déficit estructural de 3,9% del PIB en 2022, comenzando con un déficit estructural de 3,2% del PIB en 2020, y un déficit estructural de 4,7% del PIB en 2021.
2021	El CFA publica dos informes a solicitud del Ministerio de Hacienda con recomendaciones para mejorar el cálculo de la regla fiscal. La administración opta por no implementar las recomendaciones por el momento. El gobierno presenta el proyecto de ley para modificar la Ley N° 20.128 de Responsabilidad Fiscal.
2022	Se realizan modificaciones a la regla de BE. Los principales cambios son: se introduce el uso del PIB no minero para el cálculo de brecha del PIB y se implementa el Filtro Multivariado para calcular el PIB tendencial. Se incorporan indicaciones al proyecto de ley presentado en 2021, estableciendo una regla que incluye un ancla de deuda prudente fijada en un nivel de deuda bruta del 45% del PIB del GC y se especifica el funcionamiento de las cláusulas de escape. La meta de reducción del déficit estructural se establece a 0,3% del PIB para 2026.
2024	Se establece una nueva trayectoria fiscal con metas ajustadas al nivel prudente de deuda del 45% del PIB, considerando las prioridades del Programa de Gobierno: un déficit estructural de 1,9% del PIB en 2024, pasando a un déficit estructural de 1,1% del PIB en 2025, para alcanzar un déficit estructural de 0,5% del PIB en 2026. Promulgación de la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal.

Fuente: Elaboración propia basada en Valdivieso Sastre et al. (2022), decretos y leyes correspondientes al período.

De esta forma, la regla dual ha sido implementada durante la actual administración, estableciendo una trayectoria de metas para el BE y fijando un nivel prudente de deuda bruta en un 45% del PIB, según lo definido por el Ministerio de Hacienda. Además, la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal introduce avances significativos para la regla fiscal. Entre ellos, destacan, además de la inclusión de un nivel prudente para la deuda bruta, los siguientes aspectos: (i) metas anuales

²³ CFA (2021).

²⁴ Es importante resaltar que internacionalmente es cada vez es más común aplicar un enfoque basado en la cuantificación de riesgos para determinar esta ancla y el espacio fiscal disponible. Ver, por ejemplo, Caselli et al. (2022).

explícitas en el Decreto de Política Fiscal para cada administración; (ii) cláusulas de escape; y (iii) mecanismos de control y corrección para dichas cláusulas. Como se discutirá en la Sección 5, estos cambios están alineados con los principios de mejores prácticas promovidos por organismos internacionales para fortalecer la implementación de las reglas fiscales.

Sin embargo, un aspecto que genera cierta preocupación en la nueva ley es cómo garantizar la implementación de las acciones correctivas en caso del incumplimiento de las metas. Si bien el CFA tiene atribución de emitir una opinión sobre la justificación de la activación de cláusulas de escape, la ley no establece que el CFA pueda pronunciarse sobre las medidas correctivas propuesta por el Ministerio de Hacienda para restaurar una trayectoria fiscal sostenible tras la activación de dichas cláusulas. En cualquier caso, la nueva ley especifica que el CFA deberá emitir opinión sobre las acciones correctivas propuestas por el Ministerio de Hacienda en caso de incumplimientos de las metas cuando no se activen cláusulas de escape.

En las modificaciones hacia una regla dual y en la mitigación de los riesgos fiscales emergentes, el CFA ha desempeñado un papel clave, promoviendo cambios y otras medidas para guiar la política fiscal de manera responsable. En mayo pasado, el CFA destacó en su Cuenta Pública 2023²⁵ sus principales recomendaciones recientes para fortalecer la disciplina y sostenibilidad. Estas recomendaciones abarcan varios aspectos relacionados con el presente estudio y son relevantes. A continuación, se destacan y resumen estas recomendaciones.

En primer lugar, dado que los déficits estructurales han persistido durante la última década y que las presiones fiscales derivadas del estallido social y la pandemia del COVID-19 dificultaron converger a un BE de forma creíble en el futuro, el CFA ha subrayado la importancia de cumplir rigurosamente con el BE y alcanzar un BE equilibrado a partir de 2027.

En segundo lugar, las holguras fiscales se han reducido considerablemente, y en el escenario más probable, esta situación continuará en los próximos años. Los ingresos estructurales proyectados crecerán a una tasa significativamente menor que en la década pasada. Tal como lo plantea el CFA, esto resalta la urgencia de lograr un consenso amplio para asegurar fuentes de financiamiento público permanentes y avanzar en el análisis de la eficiencia de las diferentes partidas del gasto público se volverá una dimensión más relevante en el futuro, dada la limitación de recursos.

En tercer lugar, durante el 2023, el CFA enfatizó la necesidad de retomar la tramitación del proyecto de Ley sobre la Responsabilidad Fiscal. Afortunadamente, esta nueva Ley de Responsabilidad Fiscal fue aprobada y promulgada durante 2024. Se espera que esta reforma perfeccione la institucionalidad de manejo fiscal responsable y le otorgue mayores atribuciones al CFA para promover de manera efectiva la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo.

En cuarto lugar, es crucial contar con más y mejor información sobre las presiones fiscales emergentes que van más allá del déficit del GC y los cambios en los activos financieros diferentes a los del Tesoro Público. El CFA (2024a) estimó que “los otros requerimientos de capital”

²⁵ CFA (2024a).

promediaron cerca de 1,5% del PIB entre 2008 y 2023, representando casi 20 pp del aumento de la deuda neta (46,6 pp) en ese período. De manera similar, el FMI (2024a) mostró que una parte relevante del incremento de la deuda pública en el mismo período no se debía exclusivamente a desvíos de la meta del BE, sino también a operaciones ‘debajo de la línea’, como otros requerimientos de capital que surgen de la capitalización de empresas públicas. Por ello, el CFA ha recomendado que el Ministerio de Hacienda publique información detallada sobre estos otros requerimientos del capital, que incluyen, por ejemplo, la capitalización de empresas del Estado, el pago de Bonos de Reconocimiento, la compra de cartera del Crédito con Aval del Estado (CAE) y los aportes al Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE). Además, el CFA ha solicitado más información sobre las consecuencias de varias obligaciones difíciles de predecir por su carácter contingente, como aquellas relacionadas con la Pensión Garantizada Universal (PGU), la compra de la cartera del CAE y el cambio climático, entre otros.

En este último aspecto, se valora la mayor desagregación de las transacciones en activos financieros incluida en el Informe de Finanzas Públicas a partir del primer trimestre de 2024. Sin embargo, y a pesar de la desagregación mencionada, el CFA también ha recomendado a la DIPRES especificar con mayor precisión qué tipo de activos están incluidos en el ítem de variación del stock de activos, particularmente si corresponden o no a activos del Tesoro Público.²⁶ Además, el CFA (2024b) subraya la importancia de mantener acotado el financiamiento mediante deuda de estos otros requerimientos de capital durante el período analizado. Contar con información histórica más detallada sobre los componentes que conforman estos requerimientos permitiría evaluar con mayor precisión si los supuestos utilizados en las proyecciones para este componente son creíbles y realistas.

En quinto lugar, la regla debe incorporar prácticas para garantizar sostenibilidad y disciplina fiscal. El CFA subrayó la necesidad de establecer metas anuales para el BE en el decreto de cada nueva administración, lo que facilitará el monitoreo y credibilidad. Además, incluir un ancla de deuda prudente en el decreto contribuirá a la estabilidad de la política fiscal a mediano y largo plazo. La Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada en 2024 avanzó en este sentido, al exigir que cada administración defina metas explícitas para el BE y un nivel prudente de deuda bruta del GC como porcentaje del PIB para, al menos, todo su período. Asimismo, el CFA ha recomendado reconstruir el FEES como prioridad para recuperar el espacio fiscal necesario ante crisis futuras. Establecer un nivel adecuado para el FEES es especialmente relevante, dado que el Ministerio de Hacienda se ha inclinado por utilizar la deuda bruta y no la deuda neta, que descontaría estos activos para establecer el ancla fiscal de mediano plazo.²⁷ También se valora la incorporación de un ajuste cíclico en los ingresos por litio en la metodología del BE, así como las propuestas de tener una agenda de trabajo para perfeccionar los procesos de proyección de

²⁶ CFA (2024b).

²⁷ La Sección 4 volverá sobre la discusión sobre tener una mirada sobre ambos lados de la hoja de balance del gobierno para la sostenibilidad y responsabilidad fiscal.

ingresos fiscales para mejorar su capacidad predictiva en miras de reducir el sesgo de sobre estimación de éstos.

2.7 Justificación de la relevancia del presente estudio

La justificación de este estudio radica en que preservar la sostenibilidad fiscal es una condición, a menudo indispensable, para alcanzar un desarrollo económico estable y duradero en cualquier país. Diversos estudios han demostrado que niveles elevados de deuda pública se asocian con un menor crecimiento económico. Entre los posibles canales que explican esta relación destacan: (i) efectos adversos sobre la acumulación de capital debido a tasas de interés más altas, derivadas de un endeudamiento público elevado; (ii) la necesidad de recurrir a impuestos distorsionantes futuros más altos; (iii) incremento de la inflación por dominancia fiscal; (iv) mayor incertidumbre respecto a las políticas económicas futuras; y (v) restricciones para implementar políticas fiscales contracíclicas.

Existen estudios que cuantifican los efectos adversos sobre el crecimiento que se pueden asociar con un endeudamiento público elevado. Kumar y Woo (2015) concluyen que un aumento de 10 pp en la relación deuda pública/PIB se asocia con una desaceleración del crecimiento real anual del PIB per cápita de aproximadamente 0,2 pp por año. De manera similar, Reinhart y Rogoff (2010) identifican que las economías con deuda alta (superior al 90% del PIB) experimentan tasas medianas de crecimiento del PIB hasta 2,6 pp menores en economías avanzadas y 2,1 pp en economías emergentes, en comparación con economías con deuda baja (menos del 30% del PIB). En resumen, la evidencia sugiere que el desarrollo exitoso a largo plazo no se logra mediante endeudamiento público excesivo, sino a través de gobiernos que pagan su deuda y/o acumula activos externos netos.

Asimismo, las experiencias del siglo XX en Chile y en otros países evidencian que una mala gestión de las finanzas públicas puede derivar en ajustes fiscal inevitables, con elevados costos económicos y sociales. Si bien la regla del BCA o BE, junto con principios fiscales responsables, contribuye a estabilizar el ciclo macroeconómico, las tensiones fiscales provenientes de diversas fuentes subrayan la necesidad de fortalecer la sostenibilidad fiscal de manera más creíble y duradera. En este contexto, la implementación de una regla dual busca equilibrar el objetivo de sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo con el rol de estabilizador que ofrece una meta para el BCA o BE. Sin embargo, aún persisten desafíos para que la regla dual se convierta en un herramienta clara y efectiva que minimice los riesgos fiscales y garantice la sostenibilidad fiscal.

El presente estudio, al analizar el funcionamiento de la regla dual y proponer incentivos para su cumplimiento, contribuye a delinear una política fiscal sólida y responsable. Además, un análisis exhaustivo de los pasivos y activos financieros relevantes permitirá perfeccionar el ancla fiscal de la regla dual, detectar oportunamente riesgos fiscales emergentes y mejorar la previsión de situaciones que atentan con la sostenibilidad fiscal.

Finalmente, la regla dual plantea desafíos adicionales. Una inquietud recurrente es si tener múltiples metas fiscales puede generar problemas de credibilidad y comunicación. Por ejemplo, ¿La introducción de un ancla de mediano plazo para un nivel prudente de deuda desviará la

atención del objetivo del BE? ¿Cómo evitar que dicho nivel prudente de deuda se transforme en un piso en lugar de un techo para el endeudamiento? Estas son cuestiones comunes en países que manejan múltiples objetivos fiscales. Un desafío clave es garantizar la coherencia entre los diferentes objetivos de la regla fiscal, asegurando que la gestión integral de pasivos y activos sea consistente con las metas de la regla dual y la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo. La experiencia internacional analizada en este estudio ofrece valiosas lecciones para abordar estos dilemas y fortalecer la efectividad de la regla dual como una guía efectiva para una política fiscal responsable.

3. Pasivos y activos financieros relevantes para la regla dual

Esta sección analiza los conceptos de pasivos y activos en el contexto de la regla dual en Chile. El objetivo es presentar las nociones de activos y pasivos en términos generales, siguiendo las prácticas internacionales. Además, se examina lo que propone el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI al respecto y se sugiere un marco conceptual para relacionar el BE con los activos y pasivos, en línea con la regla dual. A lo largo de la exposición, se incluyen sugerencias sobre estas materias a nivel general sin referencia a Chile, pero posteriormente se es explícito en las recomendaciones para Chile cuando se agrega un texto específico con “**Recomendación**”.

3.1 El concepto de deuda relevante para la regla dual

Esta subsección analiza las recomendaciones sobre los conceptos de deuda sugeridos para los países, basadas en el análisis de sostenibilidad fiscal realizado por el FMI. Es importante señalar que FMI (2022) es una guía para sus economistas cuando analizan la sostenibilidad fiscal de los países y no es necesariamente es un análisis de los criterios de los pasivos y activos del gobierno utilizados en el contexto de reglas fiscales. En cualquier caso, dicho reporte contiene información valiosa sobre los criterios que utiliza el FMI para monitorear la sostenibilidad fiscal de los países, un aspecto que busca resguardar en la actualidad la regla dual de Chile y, por lo tanto, bastante pertinente para el propósito de este estudio. Además, muchas sugerencias contenidas en este reporte están alineadas con las sugerencias recientes para Chile del FMI sobre la gestión de los fondos soberanos y sobre el nivel prudente de deuda (ver FMI, 2023c).

En el presente análisis también se incluye las sugerencias de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) sobre la contabilidad de los déficits y la deuda del gobierno general y del sector público (OCDE, 2017). Este análisis está estrechamente vinculado con el componente del ancla de deuda pública establecido en la regla dual para el caso de Chile. Así, la trayectoria esperada de la deuda y su comparación con un nivel prudente proporcionan una base para evaluar si la deuda es sostenible y si expone al país a riesgos fiscales adversos. Un breve resumen de las principales recomendaciones y prácticas internacionales se presenta en el Cuadro 3.1.A.

De esta forma, es adecuado revisar las prácticas habituales para analizar los riesgos soberanos y la sostenibilidad fiscal del FMI, que establecen varios criterios sobre qué pasivos incluir en estos

análisis. Aunque estos criterios buscan homogeneizar los estudios y no recogen las particularidades de cada país y sus reglas fiscales, es pertinente considerar estas recomendaciones para determinar el ámbito o perímetro del gobierno al computar los pasivos según el análisis de sostenibilidad que se realiza según los lineamientos del FMI (2022).

Cuadro 3.1.A. Principales recomendaciones sobre los pasivos para determinar el ancla fiscal

Tipo de pasivo	Recomendación y/o práctica habitual
Solo pasivos del GC	Solo se utiliza si el gobierno es altamente centralizado y el endeudamiento a nivel de los gobiernos subnacionales es limitado o casi inexistente. No es una práctica habitual
Pasivos del GG	Es la práctica habitual.
Pasivos contingentes	Se recomienda incluirlos si no están contemplados en la deuda del GC o GG y tienen una alta probabilidad de ocurrencia, como en el caso de esquemas públicos de pensiones. Es una práctica relativamente habitual, al menos como análisis complementario de la deuda gubernamental.
Pasivos de organismos públicos no financieros y financieros más allá del perímetro del GC	Se sugiere incluirlos si estas entidades desempeñan un papel relevante en la política pública, están mayoritariamente controladas por el gobierno, y/o implican riesgos fiscales relevantes y ocultos. En estos casos, también se recomienda consolidar la deuda para evitar doble contabilización.

Fuente: Elaboración propia en base a FMI (2022) y OCDE (2017).

La primera sugerencia es utilizar el GG y no el GC como es la práctica usual para definir los pasivos en el caso de Chile. La OCDE (2017) también reconoce que el GG es el perímetro más frecuentemente usado para definir la deuda pública. Según el FMI (2022), la opción de utilizar el GC para contabilizar los pasivos del gobierno podría ser adecuada en casos donde el gobierno es altamente centralizado y el endeudamiento a nivel de gobiernos subnacionales es limitado o casi inexistente. Esta descripción se ajusta relativamente bien a la situación actual de Chile. Sin embargo, si las atribuciones presupuestarias de los gobernadores regionales aumentan y se implementan otras políticas que fomenten la descentralización del gasto público y endeudamiento, se podría argumentar que Chile debiera considerar todos los pasivos del GG, como recomienda el FMI para el análisis de sostenibilidad fiscal.

En cualquier caso, es necesario monitorear los riesgos para la sostenibilidad fiscal que se presentan más allá de los pasivos registrados a nivel del GC y que podrían no estar debidamente contabilizados. En particular, pueden existir obligaciones derivadas de las pensiones y otros pasivos contingentes²⁸ a nivel del GG que no están incluidas en el GC. La OCDE (2017) también otorga importancia a estas obligaciones cuando se trata de analizar y monitorear la deuda gubernamental. Por lo tanto, la recomendación de la OCDE es incluir información sobre estas obligaciones como un anexo complementario si no están incluidas dentro del GG, sobre todo cuando se trata de montos considerables, como los referidos a seguros, pensiones y esquemas de garantías estatales. Por ejemplo, en Canadá, con datos del 2016, estas obligaciones ascendían a cerca del 17% del PIB. En el caso de Chile, los pasivos derivados de las obligaciones de pensiones no son tratados como contingentes.²⁹ No obstante, los cambios demográficos en Chile

²⁸ Compromisos o posibles obligaciones que podrían generar un desembolso financiero en el futuro, dependiendo de la ocurrencia o no de ciertos eventos inciertos.

²⁹ DIPRES (2023).

podrían estar ocurriendo más rápidamente de lo estimado en los escenarios base de la DIPRES, lo que podría ocultar riesgos sobre la magnitud de estos compromisos, que fluctuarían entre 2% y 3% del PIB en las cuentas fiscales. En ese sentido, podrían existir contingencias no anticipadas que incrementen este desembolso en el futuro. Con todo, por prudencia es recomendable considerar el GG como el perímetro base para determinar los pasivos del gobierno.

Recomendación: Se debería continuar utilizando el GC para la cuantificación de los pasivos, pero incorporar de forma complementaria los pasivos del GG.

En cuanto a los pasivos contingentes en Chile, si bien la probabilidad de materialización de estos activos es variada y generalmente baja, la DIPRES los cuantifica en alrededor del 11% del PIB al cierre del 2023. Según DIPRES (2023), las obligaciones más relevantes en términos de recursos fiscales potencialmente involucrados son la Garantía Estatal a los Depósitos, el CAE, y las Obligaciones con Organismos Multilaterales.

Al igual que la OCDE, el FMI (2022) recomienda que los países incluyan pruebas de estrés anexas al análisis de sostenibilidad de la deuda gubernamental, considerando los pasivos derivados de pensiones y pasivos contingentes, en particular cuando el perímetro de la deuda se restringe al GC y estos pasivos no están incluidos en dicha deuda. Además, es relevante señalar que sólo en un tercio de los países con una regla de deuda se cubre exclusivamente al GC. En el resto de los países, la regla cubre al GG o se emplea una definición más amplia del gobierno para el concepto de deuda.³⁰

Recomendación:³¹ La DIPRES debería publicar información sobre los pasivos relacionados con pagos de pensiones a empleados del sector público en los informes periódicos sobre la deuda, incluyendo escenarios de mejor y peor caso.³²

Recomendación: La DIPRES debería presentar escenarios alternativos para la trayectoria de la deuda futura que incluyan los pasivos contingentes con alta probabilidad en materialización, los cuales pueden ser usados para incluirlos dentro del análisis de riesgos fiscales para la trayectoria de la deuda bruta.

Otra sugerencia propone ampliar el perímetro del gobierno más allá del GG si existen riesgos fiscales recurrentes en otras áreas que no son capturadas por el GG. Esta recomendación es especialmente relevante para Chile, dado que los otros requisitos de capital han explicado una fracción significativo de la deuda del GC desde 2008. No obstante, el FMI (2022) recomienda mantener el análisis de la sostenibilidad utilizando la deuda del GG y, de manera complementaria, proporcionar proyecciones con perímetros más amplios de los pasivos gubernamentales.

³⁰ Davoodi et al. (2022a).

³¹ En las recomendaciones sobre transparencia, es decir, la publicación de información, se hace referencia a la DIPRES. Sin embargo, una recomendación más adelante aborda la conciliación de los datos entre la DIPRES y la CGR, por lo que dichas recomendaciones también son aplicables a la CGR.

³² Según FMI (2021a), el pasivo que representa los pagos futuros de pensiones a empleados públicos equivale aproximadamente 17,5% del PIB.

En cuanto a la inclusión de los pasivos de empresas públicas en el análisis de sostenibilidad, el FMI (2022) sugiere que los pasivos (y los déficits) de estas entidades deben incorporarse en la deuda del gobierno si desempeñan un papel especial en actividades en mercados no-competitivos y están mayormente controladas por el gobierno. Esto debe aplicarse incluso si las definiciones contables de la deuda del GG excluyen estas empresas. Esta recomendación también está alineada con las directrices del Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI (2014), el cual establece que las entidades especiales en mercados competitivos que ejercen un rol exclusivo en las políticas públicas del gobierno deben tratarse como parte del GG. Un ejemplo de esta práctica es la medida de deuda “aumentada” utilizada en China, que incluye la deuda de los vehículos de financiamiento de los gobiernos locales y otros fondos gubernamentales que, aunque están legalmente separados del gobierno, desempeñan funciones gubernamentales y generalmente no son entidades mercantiles. Criterios similares se aplican en otros países como Bélgica, Brasil, Rusia y Reino Unido, donde se incluyen corporaciones que gestionan principalmente infraestructura pública dentro del gobierno general.

El FMI resalta que los pasivos del sector público más allá del GG deben incluirse si una cobertura más amplia resulta útil para el debate de políticas fiscales o si existe argumento conceptual para hacerlo. En algunos países, las empresas estatales juegan un papel crucial en la inversión pública, incluso a través de asociaciones público-privadas. Por esta razón, algunas autoridades nacionales optan por basar sus análisis en el nivel del sector público no financiero y proporciona estadísticas y de análisis de sostenibilidad sobre la deuda de este perímetro del gobierno. De manera similar, algunos países deben ofrecer estadísticas consolidadas del sector público no financiero para evitar la doble contabilización de activos y pasivos, restando los activos del GG que son pasivos de otras entidades públicas fuera de su perímetro.³³

Recomendación: La DIPRES debería reportar información sobre los pasivos financieros relacionados con las asociaciones público-privadas.³⁴

Así, para el análisis de la sostenibilidad fiscal, el FMI (2022) destaca que puede ser necesaria una cobertura más amplia que la del GG para medir los pasivos y reflejar mejor los riesgos fiscales. En algunos países, incluir pasivos de organismos públicos más allá del GG podría ayudar a capturar de manera más efectiva los riesgos soberanos y los mitigantes potenciales. Así, una cobertura total o parcial del sector público no financiero podría ser adecuada si permite identificar riesgos fiscales significativos asociados a corporaciones públicas no financieras. En este sentido, los hallazgos de Ardanaz et al. (2024) muestran que, en países de Latinoamérica, una mayor cobertura del sector público incrementa la probabilidad de cumplir las reglas fiscales, mejorando así el desempeño fiscal.

La inclusión de pasivos contingentes en las proyecciones de deuda debe considerar tanto la probabilidad de su materialización como el costo asociado. Aunque los pasivos contingentes generalmente no se incluyen en la deuda del GG, deberían incorporarse al menos en escenarios de riesgo complementarios cuando sea posible estimar su probabilidad de ocurrencia y el costo

³³ Ver también OCDE (2017).

³⁴ Ver también FMI (2021a).

respectivo. Un ejemplo relevante es la situación en que el banco central enfrenta un capital negativo. Cabe recordar que, hasta el 2007, el 1% del BE permitía reconocer, entre otros pasivos contingentes, el déficit patrimonial acumulado del BCCh. Por lo tanto, existen dos enfoques para gestionar de manera responsable ciertos pasivos contingentes fuera del ámbito del GG: (i) ampliar la cobertura de los pasivos gubernamentales para incluir las obligaciones contingentes, y (ii) establecer una meta fiscal (efectivo o estructural) más exigente que contemple la eventual materialización de estas obligaciones, como se hizo durante el período 2001-2007.

En cuanto a los tipos de pasivos más allá del ámbito del GG, el FMI recomienda considerar estos instrumentos de deuda: títulos, préstamos, moneda y depósitos, Derechos Especiales de Giro (DEG), cuentas por pagar, seguros, pensiones y sistemas de garantía estandarizados (IPSGS, por sus siglas en inglés). Además, se sugiere que el criterio contable para registrar las cuentas fiscales sea el devengado en lugar del de caja o efectivo, ya que este refleja mejor las obligaciones efectivas del sector público.

Por último, la OCDE (2017) señala que los indicadores de deuda se presentan frecuentemente en términos nominales en lugar de su valoración de mercado, incluso cuando esta última está disponible. Esto implica que la información sobre la deuda gubernamental puede variar si un reporte está basado en valores de mercado, mientras otro se basa en valores contables o nominales. Por ejemplo, mientras los balances pueden valorar la deuda a precio de mercado, los datos oficiales la contabilizan a valor nominal o par.

3.2 El concepto de activo financiero relevante para la regla dual

El concepto de activo financiero relevante adquiere especial importancia cuando se utiliza el criterio de deuda neta en el marco de la regla dual y cuando se considera necesario complementar un objetivo de deuda bruta con otros sobre los activos financieros del gobierno. Nuevamente, se consideran las recomendaciones del FMI (2022) y la OCDE (2017) para evaluar la conveniencia de qué tipo de activos del gobierno utilizar para analizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. El Cuadro 3.2.A sintetiza los criterios más habituales para incorporar activos financieros en la definición del ancla fiscal. A diferencia de lo discutido previamente, estos criterios son complementarios en lugar de excluyentes, es decir, un activo financiero podría incluirse si cumple con todos los criterios considerados.

Cuadro 3.2.A. Principales criterios para la inclusión de los activos financieros

Criterio para incorporarlos
El activo debe estar disponible para cubrir compromisos y obligaciones fiscales, contribuyendo a mitigar los riesgos fiscales asociados con la deuda bruta.
El activo debe estar bajo el control del gobierno.
El activo debe ser líquido.
El activo debe contar con una valoración justa y periódica.
El activo debe contar con una valoración y un registro oportunos para la determinación de la política fiscal.
Los activos deben ser utilizables sin entrar en conflicto con otros aspectos del quehacer de la política fiscal.

Fuente. Elaboración propia en base a FMI (2022) y OCDE (2017).

De cara a la discusión en la siguiente sección, es relevante subrayar que los análisis de riesgo y sostenibilidad fiscal del *Staff Guidance Note* del FMI (2022) recomiendan basarse en el concepto de deuda bruta. Según dicho manual para economistas del FMI, utilizado para el monitoreo de sostenibilidad fiscal, no se aconseja utilizar la deuda neta en las herramientas de proyección de la deuda pública, ya que este concepto no es compatible con la calibración y el diseño de dichas herramientas estandarizadas que permite una comparación entre países.³⁵ Sin embargo, tal como se mencionó al comienzo de esta sección, este documento (e.g., FMI, 2022) es una guía para los economistas del FMI para el análisis de sostenibilidad fiscal de los países y no puede interpretarse como una recomendación estricta del FMI sobre la reglas fiscales de deuda pública. En cualquier caso, como se discute abajo, el análisis de sostenibilidad fiscal debe considerar tanto los pasivos como los activos financieros del gobierno.

Aunque ciertos activos del gobierno pueden mitigar riesgos fiscales, el FMI (2022) recomienda realizar un análisis complementario de los activos financieros dentro del módulo de necesidades de financiamiento neto del gobierno para evaluar los riesgos de corto plazo. Si bien es aceptable incluir tablas, proyecciones y análisis de sostenibilidad que consideren la deuda neta, esto debe entenderse como complementos, no como sustituto, del análisis basado en la deuda bruta. Analizar la evolución de la deuda neta y su proyección permite tener una mirada más integral de la posición financiera del gobierno y su sostenibilidad.

Una vez que se considera que los activos del gobierno son importantes para mitigar riesgos fiscales, la pregunta siguiente es determinar cuáles deben considerarse para lograr dicho propósito. Tal como sugieren Eyraud et al. (2018b), y como destaca el CFA (2021), solo los activos financieros que cumplen con las siguientes condiciones deben incluirse en el análisis de sostenibilidad fiscal.

Primero, deben ser activos bajo el control del gobierno, de forma que pueden venderse si es necesario. Por lo tanto, se excluye los activos de los gobiernos subnacionales y de las empresas públicas, que están fuera del control directo del GC.

Segundo, los activos deben ser líquidos, es decir, susceptibles de ser vendidos rápidamente sin que se les aplique un descuento significativo. Por lo tanto, las cuentas por cobrar, como facturas impagas, no deberían incluirse.

Tercero, los activos deben ser valorados de manera justa y regular, asegurando que pueden mitigar adecuadamente los riesgos asociados con la sostenibilidad fiscal de los pasivos del gobierno.

Cuarto, las valoraciones de los activos deben actualizarse oportunamente, es decir, inmediatamente después del cierre de cada año fiscal, dado que las métricas de pasivos y activos financieros del gobierno se utilizarían en las reglas fiscales que se revisan anualmente.

Algunos expertos argumentan que, al adoptar una perspectiva basada en la posición financiera neta (ver el Cuadro 3.2.B para la comparación de los conceptos de deuda neta, posición

³⁵ La Sección 4 analizará con mayor detalle el uso de la deuda bruta o la deuda neta como ancla fiscal.

financiera neta y patrimonio neto), podrían incluirse otros activos para analizar la sostenibilidad fiscal. Por ejemplo, Levy-Yeyati y Sturzenegger (2023) proponen un enfoque de hoja de balance para medir la posición financiera neta y la sostenibilidad fiscal. En el caso de los países con riqueza de los recursos naturales, el valor presente de los ingresos futuros derivados de la explotación de estos recursos podría considerarse como parte de los activos según este enfoque, ya que estos podrían utilizarse como garantía para obtener préstamos o financiar inversiones públicas, proporcionando una visión más completa de la solvencia fiscal. Además, permitiría abordar preocupaciones sobre la equidad intergeneracional.

Sin embargo, incluir activos que no están bajo el control directo del gobierno, como la riqueza derivada de recursos naturales, podría limitar la aplicabilidad de este enfoque, ya que no se encuentran bajo la gestión directa del gobierno. Según la OCDE (2017), los activos derivados de la propiedad pública de los recursos naturales deben clasificarse como activos no financieros, y, por tanto, excluirse de la contabilización de activos para determinar la sostenibilidad fiscal.

Cuadro 3.2.B. Comparación de conceptos

Concepto	Definición	Calculación	Notas adicionales
Deuda Neta	Total de pasivos de deuda menos los activos financieros correspondientes a instrumentos de deuda.	Deuda Bruta - Activos Financieros en Instrumentos de Deuda	Calculada a valor de mercado, nominal o facial.
Posición Financiera Neta	Diferencia entre los activos financieros totales y los pasivos totales de una unidad institucional.	Activos Financieros - Pasivos	Indicador común para evaluar la sostenibilidad fiscal de una entidad.
Patrimonio Neto	Valor total de los activos menos los pasivos de una unidad institucional, que refleja su valor económico.	Activos Totales - Pasivos Totales	Puede ser positivo, negativo o cero, dependiendo del balance.

Fuente: FMI (2014).

De manera similar, el FMI (2022) sostiene que los activos financieros pueden ser un indicador útil para mitigar riesgos fiscales y soberanos, siempre que cumplan con las siguientes condiciones: (i) deben poder utilizarse sin entrar en conflicto con las reglas fiscales; (ii) no deben violar regulaciones, leyes o convenciones, especialmente en el caso de fondos soberanos; y (iii) no deben generar conflictos con otras obligaciones fiscales, por ejemplo, si dichos activos son utilizados como colateral para alguna deuda gubernamental.

En el caso de Chile, no todos los activos oficiales del GC deberían incluirse como mitigantes de los riesgos a la sostenibilidad fiscal. Por ejemplo, los activos del FEES podrían incluirse, ya que cumplen con todos los criterios mencionados. Por la misma razón, el FMI (2023c) ha recomendado recomponer el nivel del FEES hasta un 5-7% del PIB como ahorro precautorio que haga frente a eventuales crisis futuras. En contraste, los activos del FRP están legalmente destinados a cubrir el pilar solidario del sistema de pensiones y solo pueden transferirse al presupuesto hasta cierto límite, lo que significa que estos activos no están completamente disponibles para el gobierno. Una exclusión similar se aplica a los otros fondos de propósito específico, como el Fondo de Educación, el Fondo de Apoyo Regional y el Fondo de Tratamiento y Diagnóstico de Alto Costo.

Recomendación: De los fondos del Tesoro Público, la DIPRES debería incluir únicamente el FEES como parte de los activos que puede contabilizarse para analizar la sostenibilidad fiscal regularmente.

3.3 Contabilización de transacciones fiscales según manual del FMI

Esta subsección presenta una comparación entre lo que publica la DIPRES y las recomendaciones del Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI (2014). Antes de proceder con esta comparación, es importante destacar algunos criterios establecidos por dicho manual y que guardan relación con la discusión previa del perímetro del gobierno para la contabilización de pasivos y activos.

El manual del FMI mencionado establece, como primer principio, que las estadísticas de finanzas públicas deben compilarse para todas las entidades que influyen de manera significativa en las políticas fiscales. Este principio es clave para justificar mejor la regla dual, ya que las transacciones financieras, que no siempre están claramente definidas, pueden afectar los pasivos y activos del gobierno, determinando así la sostenibilidad de la política fiscal. De este modo, las transacciones no financieras no son las únicas que impactan la sostenibilidad de la política fiscal.

El manual también subraya la importancia de utilizar dos coberturas o perímetros principales del gobierno. Primero, el GG, que realiza principalmente actividades no de mercado. Segundo, el sector público consolidado, para capturar también las actividades de mercado y las operaciones cuasi-fiscales de entidades públicas como el banco central y otras sociedades públicas.

Analizar las transacciones económicas y financieras más allá del GG resulta fundamental, ya que las empresas públicas pueden llevar a cabo actividades comerciales que impacten de igual manera la política fiscal. Además, el manual señala que, dependiendo de la complejidad de la organización gubernamental, identificar las unidades que forman parte del gobierno puede requerir un análisis detallado, por lo que no se proporcionan criterios precisos para decidir si una entidad o sociedad pública debe incluirse en el GG o en el sector público. Por estas razones, el manual recomienda elaborar indicadores fiscales para tanto el GG como para el sector público (GG más sociedades públicas), ya sea el no financiero como el consolidado completo). Asimismo, se sugiere desglosar algunos subsectores que pueden ser útiles para evaluar el nivel de descentralización del gobierno.

El manual también establece que las estadísticas fiscales deben incluir flujos económicos, financieros y saldos tanto a nivel del GG como del sector público consolidado. Además, recomienda descomponer el GG en GC, gobiernos locales y estatales. En el caso de la DIPRES, las estadísticas fiscales se presentan para el GG y dos subsectores: el GC y el gobierno local (municipalidades). Dado la centralización del gobierno en Chile, no existe una separación entre gobiernos estatales, pero, como se comentó previamente, esta separación podría adquirir mayor relevancia en el futuro, considerando que los gobernadores regionales podrían asumir un rol más directo en la política fiscal regional.

Recomendación: La DIPRES debería presentar información detallada sobre los pasivos y activos financieros de los gobiernos estatales.

Por esta razón, es conveniente que el análisis de pasivos y activos financieros del gobierno de Chile se realice también a nivel del GG, en línea con las recomendaciones del FMI. Si bien las publicaciones regulares de la DIPRES sobre estadísticas fiscales se centran en el GG y los dos subsectores mencionados, no existe el mismo nivel de detalle para el sector público más allá del GG, es decir, para las empresas públicas. Aunque se cuenta con un reporte anual sobre los saldos consolidados de pasivos y activos financieros de las empresas públicas, no se presentan todas las transacciones para dichas empresas con el nivel de detalle propuesto por el manual del FMI.

Esto dificulta la implementación de la otra recomendación derivada del manual –y también mencionada en las subsecciones precedentes– que subraya la importancia de compilar las transacciones en los pasivos y activos financieros del sector público consolidado con el mismo nivel de detalle que para el GC. Esta práctica permitiría proporcionar información precisa y oportuna para realizar un análisis complementario que permitiría identificar adecuadamente los riesgos que pueden amenazar la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo y que ocurren más allá del GC y GG.

Recomendación: La DIPRES debería proporcionar información más detallada sobre las transacciones de pasivos y activos de las empresas públicas, tanto con el GC como con el sector privado, interno y externo, tal como lo recomienda el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI. Se debería incluir un análisis de sostenibilidad de deuda del sector público no financiero de manera complementaria, tal como se realiza en otros países.

Con respecto a la presentación de tablas y clasificación del GG por parte de la DIPRES, el formato está estandarizado para los dos subsectores (central y municipalidades), por lo que el análisis de las tablas de la DIPRES utiliza los mismos criterios y sigue lo definido por manual del FMI (2014). Tanto las estadísticas del GG como del GC confirman que se presentan las mismas clasificaciones, lo que permite que el análisis sea el mismo para ambos perímetros del gobierno (GG y GC). Asimismo, para las municipalidades, las transacciones que afectan al patrimonio neto y a las transacciones en activos no financieros son iguales a las del GG y GC. La diferencia radica en las ‘Transacciones de activos financieros y pasivos (financiamiento)’, en las que la ‘Adquisición neta de activos financieros’ tiene menos detalle que en los otros subsectores del GG. Sin embargo, de acuerdo con el manual, esto no afecta necesariamente el análisis global. Mayores detalles de esta comparación, ítem por ítem, se encuentran en el Anexo B.

Un tema específico es la interpretación de los componentes de la deuda bruta según el manual del FMI. Según la CGR, la deuda flotante con proveedores debería incluirse en la deuda bruta, mientras que la DIPRES argumenta lo contrario. Estas diferencias fueron señaladas en la asistencia técnica del FMI sobre transparencia fiscal,³⁶ que sugirió un proyecto de conciliación de los pasivos del GC registrados por la DIPRES y la CGR. Lamentablemente, este proyecto de conciliación no ha avanzado significativamente, pero refleja la dificultad de registrar de manera

³⁶ FMI (2021a).

precisa lo que constituye la deuda bruta del GC.³⁷ Además, el DL 1.263 de 1975 establece que la “deuda pública está constituida por aquellos compromisos monetarios adquiridos por el Estado derivados de obligaciones de pago a futuro o de empréstitos públicos internos o externos”. Esta ley dejaría la deuda flotante fuera de la deuda bruta. Por lo tanto, dado que existe dificultad de alcanzar un consenso sobre la interpretación de lo que constituye todos los pasivos del GC entre la DIPRES y la CGR, parece razonable reconocer que habrá muchas transacciones que podrían no estar identificadas como parte de la deuda bruta, pero que, de igual forma, afectarán las finanzas públicas y la sostenibilidad de la política fiscal.

Recomendación: La DIPRES y la CGR deberían continuar con el proceso de conciliación de los datos para la medición de los pasivos y activos del gobierno, según lo propuesto por el FMI (2021a).

3.4 Contabilización de pasivos y activos para la regla dual

El propósito de esta subsección es proponer un marco conceptual para las transacciones que inciden en los activos y pasivos del gobierno, en conjunto con la meta del BE. El Anexo C desarrolla este análisis de manera más detallada, y aquí se presenta un resumen de dicho marco conceptual. En primer lugar, se considere que el balance efectivo total del GC en el año t (**arriba de la línea**) es:

$$(1) B_t = T_t - G_t + r_t^A A_{t-1} - r_t^D D_{t-1},$$

donde T_t son los ingresos fiscales diferentes a los obtenidos por la rentabilidad de los activos financieros (A_{t-1}) (e.g. renta de propiedad), y G_t son los gastos fiscales distintos de los pagos por intereses de la deuda (D_{t-1}) (por ejemplo, pagos de intereses de la deuda). Así, se puede considerar T_t y G_t como los ingresos y gastos primarios.³⁸ Por otra parte, $r_t^A A_{t-1}$ representa los ingresos por renta de la propiedad de los activos financieros del gobierno, y $r_t^D D_{t-1}$ los pagos de intereses de los pasivos del GC. Por simplicidad, se considera que estos ingresos y pagos por intereses se obtienen de tasas de interés específicas (r_t^A y r_t^D) sobre el saldo de estos activos (A_{t-1}) y pasivos (D_{t-1}) al final del período anterior. De acuerdo con la contabilidad de las finanzas públicas, todas las transacciones en (1) se denominan **arriba de la línea**. El balance del GC también debe reflejar el préstamo o endeudamiento neto. Estas transacciones financieras se denominan **debajo de la línea**. Formalmente, el balance del efectivo del GC también puede expresarse como:

$$(2) B_t = (A_t - A_{t-1}) - (D_t - D_{t-1}).$$

Para incorporar la medición del BE, se define \hat{T}_t como el ajuste cíclico de los ingresos y \overline{BE}_t como la meta del balance. Estas variables determinan el nivel del gasto consistente con los

³⁷ Con los datos detallados proporcionados por la CGR, se ha intentado replicar las observaciones de la DIPRES, pero sin éxito. Para cuantificar las diferencias entre ambas entidades, sería necesario acceder a los detalles de cada instrumento y su valoración en ambas instituciones.

³⁸ En el caso de Chile, dentro de los ingresos primarios habría que incluir el ítem de Cobre Bruto proveniente de Codelco que tiene un tratamiento definido en la estimación de ingresos estructurales.

ingresos estructurales y la meta del BE. Otra manera de verlo es que la diferencia entre el balance efectivo y la meta del BE es igual al ajuste cíclico de los ingresos:

$$(3) B_t - \overline{BE}_t = \hat{T}_t.$$

Combinando (2) y (3), se obtiene una ecuación para la dinámica de los pasivos totales que vincula ciertos elementos claves de la regla dual:

$$(4) D_t = D_{t-1} - \hat{T}_t - \overline{BE}_t + (A_t - A_{t-1}).$$

Esta expresión muestra la conexión de la meta del BE, el ajuste cíclico de los ingresos y el cambio en los activos con la dinámica de los pasivos del GC. Sin embargo, esta conexión depende de contar con una contabilización clara y precisa de todos los pasivos y activos financieros del GC. En la práctica, no se dispone de un registro suficientemente preciso y detallado de todos los pasivos y activos financieros del GC. A continuación, se discuten los problemas que surgen en la contabilización de los pasivos y activos.

Problemas en la práctica la aplicación de (4).

En primer lugar, el ancla sobre la deuda del GC está establecida en Chile con base en la deuda bruta. Esta medida no incluye todos los pasivos del GC. En efecto, se puede descomponer los pasivos totales de la siguiente manera: $D_t = D_t^B + D_t^R$, donde D_t^B es la deuda bruta y D_t^R corresponde al resto de los pasivos. Si bien existen información sobre la deuda bruta (D_t^B), no es el caso para los otros pasivos (D_t^R). En segundo lugar, existe un buen registro e información detallada y oportuna sobre un subconjunto de activos financieros, los del Tesoro Público. No obstante, no hay suficiente información sobre otros activos diferentes a los del Tesoro Público. Por ello, es útil descomponer los activos financieros totales en los del Tesoro Público y el resto: $A_t = A_t^{TP} + A_t^R$.

En tercer lugar, en la práctica no hay claridad completa sobre si ciertas transacciones se registran correctamente como parte de los ingresos totales ($T_t + r_t^A A_{t-1}$) y como parte de los gastos totales ($G_t + r_t^D D_{t-1}$), o si debieran registrarse debajo de la línea como transacciones financieras. Por ejemplo, cuando el GC retira dividendos de una empresa pública en un monto excesivo en comparación con niveles históricos o las ganancias de dicha empresa, surge la duda de si esas transacciones debieran considerarse parte de los ingresos. Esto afecta la medición del BE, ya que estos dividendos extraordinarios no tienen un ajuste cíclico en la metodología del BE. Del mismo modo, surge la inquietud sobre cómo tratar las capitalizaciones realizado por el GC a empresas públicas. Puede ser que estas capitalizaciones no generen posteriormente renta de propiedad al GC, lo que plantea la pregunta de si estas transacciones deben considerarse como gasto público y no como transacciones financieras por debajo de la línea.

Propuestas sobre la contabilización de pasivos y activos para la regla dual

La discusión anterior plantea el desafío de cómo conectar el BE con la dinámica de los pasivos y activos, para los cuales existe información más detallada por parte de la DIPRES. Aunque es necesario seguir avanzando hacia un mayor nivel de desagregación e información sobre las

transacciones de pasivos distintos a la deuda bruta y activos financieros diferentes a los del Tesoro Público como lo ha propuesto el CFA, los registros actuales de las transacciones financieras y la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal establecen formalmente criterios para organizar la regla dual.

Recomendación: Se debería delimitar el perímetro de los activos y pasivos para la regla dual, respectivamente, a los activos del Tesoro Público (A_t^{TP}) y la deuda bruta (D_t^B).

Estos pasivos y activos están mejor definidos en los objetivos fiscales sobre estas variables. Además, se dispone de un mejor registro de información oportuna sobre estos saldos.

Recomendación: Se debería considerar un balance que incluya las transacciones que son más claras en su clasificación como ingresos o gastos, para considerarlas en la medida del BE. Se propone constituir una mesa de trabajo para establecer criterios y su aplicación para determinar las transacciones que se contabilizan para el BE.

Por ejemplo, una opción sería utilizar el balance primario para definir la meta del BE. Esta alternativa excluiría del cálculo del BE el pago de intereses de la deuda bruta y las rentas de propiedad que no sean los ingresos del cobre bruto provenientes de Codelco.

Esta propuesta es similar a la discutida en CFA (2021), que sugería reemplazar la meta del BE total por una meta de BE primario. Esto permite separar más claramente ciertas transacciones de carácter financiero que podrían impactar la estimación de los ingresos estructurales, como es el caso de dividendos extraordinarios de empresas públicas. Por otra parte, los gastos de intereses de la deuda bruta ya son computados por separado y existe información oportuna sobre ellos, por lo que no incluirlos en la contabilidad del BE no significa que no serán tomados en cuenta a la hora de determinar la evolución de la deuda, particularmente, en situaciones donde el riesgo de refinanciamiento del endeudamiento (*rollover risk*) público sea elevado. De esta manera, la dinámica de deuda bruta del GC estará dada por:

$$D_t^B = D_{t-1}^B - \hat{T}_t - \overline{BE}_t^P + (A_t^{TP} - A_{t-1}^{TP}) - r_t^{TP} A_{t-1}^{TP} + r_t^B D_{t-1}^B + U_t,$$

donde el residuo es

$$U_t = -r_t^{RA} A_{t-1}^R + r_t^{RD} D_{t-1}^R + (A_t^R - A_{t-1}^R) - (D_t^R - D_{t-1}^R).$$

Obviamente esta variable es un residuo ya que se calcula de manera residual en base a las transacciones adecuadamente registradas del balance primario, los gastos de intereses, la renta de la propiedad y los cambios en la deuda bruta y en los activos del Tesoro Público.

Como se menciona en la recomendación de arriba, un avance más complejo en su implementación consistiría en establecer una mesa de trabajo integrado por el Ministerio de Hacienda, el CFA y la CGR para definir criterios que determinen qué transacciones fiscales deben ser consideradas en la contabilización del BE. A esta mesa de trabajo se podría solicitar la participación también de organismos internacionales como el FMI y el BID. Como se ha discutido, existe preocupación respecto a que ciertas transacciones, que según la interpretación del Manual del FMI (2014) debieran registrarse como operaciones “debajo de la línea”, están

siendo registradas como ingresos “sobre la línea”. Esta falta de claridad en los criterios plantea dudas sobre si la medición del BE incluye de manera precisa y no ambigua sólo las transacciones con una contraparte de ingresos fiscales permanentes y si la metodología actual del BE permite un adecuado tratamiento para éstos.

Los criterios consensuados en este grupo de trabajo debieran adaptarse al contexto chileno, considerando el rol particular del sector minero en los ingresos fiscales, y basarse en principios contables consistentes, como el que define las operaciones “debajo de la línea” como aquellas que son efectivamente neutrales en términos patrimoniales para el gobierno. Los consensos alcanzados sobre las transacciones que deberían incluirse en la contabilidad fiscal para medir el BE debieran explicitarse posteriormente en la Ley de Responsabilidad Fiscal, estableciendo de forma más precisa qué ingresos y gastos forman parte de la metodología del BE. Esto podría implicar definir una cobertura fiscal alineada con el principio de responsabilidad fiscal que la meta del BE busca alcanzar.

Recomendación: Se debería avanzar en la recopilación de información y el análisis detallado sobre las transacciones residuales (U_t), es decir, aquellas transacciones financieras fuera del balance primario o registradas “debajo de la línea”. Se debería dotar de mayores atribuciones para el CFA para acceder de forma oportuna al desglose de estas transacciones, particularmente a las que no pertenecen a los activos financieros del Tesoro Público ni la deuda bruta.

Muchas de estas transacciones son denominadas “otros requerimientos de capital”. Por lo tanto, es necesario mejorar la transparencia, especialmente en relación con aquellas transacciones que no corresponden a los activos del Tesoro Público. Asimismo, se recomienda que el CFA tenga acceso detallado a estas transacciones para evaluar su naturaleza económica, financiera y/o fiscal.

Facilitar el acceso del CFA a transacciones de activos que no pertenecen a los del Tesoro Público es importante por varias razones. Primero, porque para proyectar adecuadamente la trayectoria de la deuda bruta es crucial contar con una estimación realista de estos flujos. Como se mencionó en la Sección 2, una fracción relevante del aumento de la deuda del GC en Chile ha sido explicada por estos residuos, que son reflejo de otros requerimientos de capital para el GC. Es importante notar que estos flujos o residuos que incrementan la deuda bruta están presente en la mayoría de los países, tal como lo discute el Fiscal Monitor del FMI publicado en octubre de este año.³⁹ En dicho estudio se señala que este residuo anual ha promediado entre 1% y el 1,5% del PIB en una amplia muestra de países. Segundo, a pesar de la presencia inevitable de este residuo en la mayoría de los países, es clave contar con información detallada sobre las transacciones más relevantes que lo explican, ya que es importante mantener acotado el tamaño de este residuo. Tercero, como se mencionó previamente, la DIPRES ha incluido desgloses de algunos componentes este residuo, como los aportes mandados por ley, la capitalización de empresas del Estado y la otorgación de préstamos. Sin embargo, actualmente no existe información adicional sobre todos los otros activos. Por estas razones es clave dotar al CFA de mayores

³⁹ FMI (2024c).

atribuciones y se definir un proceso que permite acceder de forma más oportuna al detalle de todos los otros activos que forma parte de este residuo.

3.5 Síntesis

En términos generales, las estadísticas sobre los pasivos y activos financieros fiscales en Chile siguen las recomendaciones del FMI. Sin embargo, para algunos ítems específicos, como se mencionó anteriormente, no se han adoptado dichas recomendaciones. Para garantizar la transparencia y credibilidad, sería recomendable que se adopte la metodología del FMI en todos sus aspectos, a menos que existan razones justificadas para no hacerlo. En tales casos, es importante que la DIPRES transparente sus razones. En particular, es recomendable que se publique información sobre los pasivos no incluidos en la deuda bruta del GC.

Cuadro 3.5.A. Recomendaciones de la Sección 3

1	Se debería continuar utilizando el GC para la cuantificación de los pasivos, pero incorporar de forma complementaria los pasivos del GG.
2	La DIPRES debería publicar información sobre los pasivos relacionados con pagos de pensiones a empleados del sector público en los informes periódicos sobre la deuda, incluyendo escenarios de mejor y peor caso.
3	La DIPRES debería presentar escenarios alternativos para la trayectoria de la deuda futura que incluyan los pasivos contingentes con alta probabilidad en materialización, los cuales pueden ser usados para incluirlos dentro del análisis de riesgos fiscales para la trayectoria de la deuda bruta.
4	La DIPRES debería reportar información sobre los pasivos financieros relacionados con las asociaciones público-privadas.
5	De los fondos del Tesoro Público, la DIPRES debería incluir únicamente el FEES como parte de los activos que puede contabilizarse para analizar la sostenibilidad fiscal regularmente.
6	La DIPRES debería presentar información detallada sobre los pasivos y activos financieros de los gobiernos estatales.
7	La DIPRES debería proporcionar información más detallada sobre las transacciones de pasivos y activos de las empresas públicas, tanto con el GC como con el sector privado, interno y externo, tal como lo recomienda el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI. Se debería incluir un análisis de sostenibilidad de deuda del sector público no financiero de manera complementaria, tal como se realiza en otros países.
8	La DIPRES y la CGR deberían continuar con el proceso de conciliación de los datos para la medición de los pasivos y activos del gobierno, según lo propuesto por el FMI (2021a).
9	Se debería delimitar el perímetro de los activos y pasivos para la regla dual, respectivamente, a los activos del Tesoro Público y la deuda bruta.
10	Se debería considerar un balance que incluya las transacciones que son más claras en su clasificación como ingresos o gastos, para considerarlas en la medida del BE. Se propone constituir una mesa de trabajo para establecer criterios y su aplicación para determinar las transacciones que se contabilizan para el BE.
11	Se debería avanzar en la recopilación de información y el análisis detallado sobre las transacciones residuales, es decir, aquellas transacciones financieras fuera del balance primario o registradas “debajo de la línea”. Se debería dotar de mayores atribuciones para el CFA para acceder de forma oportuna al desglose de estas transacciones, particularmente a las que no pertenecen a los activos financieros del Tesoro Público ni la deuda bruta.

Respecto a la contabilización de los pasivos y activos en la regla dual, para garantizar la transparencia, sería recomendable considerar el uso de un balance para la meta del BE que excluya transacciones cuya clasificación como ingresos o gastos sea menos precisa (por ejemplo, el balance primario). Además, es importante desarrollar métodos para transparentar los componentes del residual de las transacciones financieras de todos los activos y pasivos, con el fin de fortalecer la credibilidad general de la regla. El Cuadro 3.5.A resume las recomendaciones discutidas en esta sección.

4. Deuda bruta o deuda neta en reglas fiscales

Antes de la implementación de la regla dual en Chile, el CFA argumentó que la deuda neta sería el mejor indicador para evaluar la sostenibilidad de la deuda.⁴⁰ Por otro lado, el Ministerio de Hacienda optó por usar la deuda bruta como ancla, que también es la métrica principal que será monitoreada por las agencias calificadoras de riesgo, debido a la mayor facilidad para realizar comparaciones internacionales.⁴¹ No obstante, dado que en la regla dual se utiliza la deuda bruta como ancla, pareciera prudente monitorear también los activos del Tesoro Público como parte integral del análisis de sostenibilidad fiscal.

En esta sección se discute si la deuda bruta o la deuda neta debería ser utilizada como ancla fiscal. Se resume la literatura internacional y académica al respecto, y se exponen argumentos a favor y en contra de cada enfoque. A continuación, se presenta evidencia sobre el desarrollo de ambas medidas en los países de referencia y se analiza su evolución comparativa con Chile durante un período que abarca un poco más de las últimas dos décadas. Finalmente, se presentan algunas series alternativas de la deuda bruta y neta en Chile, que excluyen o incluyen ciertos pasivos o activos no contemplados en las medidas utilizadas actualmente. Con base en los hallazgos, se presentan recomendaciones específicas para Chile.

4.1. Deuda bruta y deuda neta

Hadzi-Varuskov y Ricci (2022) argumentan que, en países emergentes, tanto la deuda bruta como los activos financieros impactan el diferencial de bonos soberanos de largo plazo y, por lo tanto, el financiamiento de la deuda pública. En otras palabras, el concepto relevante es la deuda neta. Wyplosz (2019, 2020) menciona que la restricción presupuestaria del gobierno se refiere a la deuda neta y que, en un balance presupuestario intertemporal, el concepto adecuado para utilizar es precisamente la deuda neta.

Otro argumento para utilizar la deuda neta como ancla es que se puede acumular activos en períodos donde el costo de financiamiento de la deuda es bajo, es decir, cuando las tasas de interés globales son bajas. De esta manera, se puede disminuir el riesgo de refinanciamiento (*rollover risk*), es decir, el riesgo de que sea necesario refinanciar deuda “barata” con deuda “cara”. Esta idea está en línea con los argumentos presentados por Bianchi et al. (2018) respecto a la

⁴⁰ CFA (2022).

⁴¹ Las conversaciones con agencias de calificación crediticia revelan que la deuda neta también se monitorea como una variable complementaria importante en sus evaluaciones sobre la situación crediticia de países como Chile.

acumulación de reservas internacionales o fondos soberanos. En este contexto, la deuda neta pudiera reflejar mejor la capacidad del gobierno para enfrentar sus obligaciones, es decir, la sostenibilidad de la deuda, porque puede mostrar de manera más precisa el rol de los activos financieros en mitigar los riesgos sobre el refinanciamiento de la deuda y la sostenibilidad fiscal. Así, los activos financieros del gobierno pueden ser utilizados para reducir la deuda o estimular la economía sin necesidad de incrementar la deuda cuando esta sea costosa de adquirir.⁴²

Sin embargo, reconocer la importancia de los activos financieros del gobierno no implica necesariamente que la métrica exclusiva debiera ser la deuda neta para sostenibilidad fiscal. Esa métrica exclusiva asume que activos y pasivos son sustitutos perfectos a la hora de evaluar la solvencia del gobierno. Esto implicaría que el retorno de los activos y el costo financiero de los pasivos son iguales, lo cual es un supuesto fuerte. En efecto, Bianchi et al (2018) y Barbosa-Alves et al (2024) tienen marcos conceptuales donde se argumenta que el grado de sustituibilidad de pasivos y activos es imperfecto y es contingente al estado de la economía. Así, en algunas circunstancias favorables un manejo fiscal sostenible puede sugerir un aumento de la deuda y los activos financieros, mientras que en otras circunstancias menos favorables pueden requerir una liquidación de activos sin tener que incrementar la deuda bruta del gobierno. Así, dependiendo de la circunstancia, un aumento de la deuda neta puede no significar necesariamente una trayectoria menos sostenible para la política fiscal.

En cualquier caso, cuando los activos financieros del gobierno son elevados, el nivel de deuda bruta puede sobreestimar los riesgos de sostenibilidad fiscal. De manera similar, la OCDE (2017) apoya el uso de un enfoque de deuda neta, argumentando que un gobierno con un monto sustancial de activos financieros podría estar en una posición fiscal más sólida que otro con menos activos y el mismo nivel de deuda bruta.

Un desafío que enfrentaría una regla dual basada en la deuda bruta es el incentivo para liquidar activos del gobierno con el fin de cumplir el objetivo de deuda bruta. Sin embargo, la gran mayoría de países con reglas fiscales sobre la deuda utilizan un límite basado en la deuda bruta.⁴³ Algunas excepciones incluyen a Australia, Nueva Zelanda y Reino Unido. Australia cuenta con una regla que apunta al patrimonio neto, mientras que Nueva Zelanda contempla un objetivo adicional de mantener un colchón de patrimonio neto total.

Por otro lado, algunos activos pueden no estar debidamente bien valorados, generando una subestimación o sobreestimación del riesgo fiscal al incluirlos. Por ello, se tiende a argumentar que la deuda bruta es una mejor métrica para evaluar los riesgos para la sostenibilidad fiscal. Esta mide directamente todos los pasivos del gobierno y, por lo tanto, la situación financiera general. En este sentido, puede ser una mejor medida para evaluar el riesgo financiero del país, y las agencias de calificación crediticia frecuentemente se centran en esta métrica para evaluar la

⁴² Un argumento respecto a la administración de la cartera es que según la teoría moderna de portafolio de Markowitz (1952), se puede obtener mejor retorno para un nivel determinado de riesgo si se permite tener tanto activos como pasivos en el mismo portafolio. Es decir, se pueden obtener mejores asignaciones si se manejan en conjunto los activos y los pasivos.

⁴³ Davoodi et al. (2022a).

solvencia. En cualquier caso, todo depende de cuáles sean los activos financieros fiscales que se utilicen para medir la deuda neta, y para una evaluación adecuada del riesgo fiscal pareciera prudente considerar tanto la deuda bruta como la deuda neta.

En estricto rigor, el principio teórico sustentado por Wyplosz (2019, 2020) sugiere que la utilización de la deuda neta como ancla debería incluir todos los activos y pasivos, incluso aquellos que son difíciles de valorar, como lo son los de las empresas públicas. Tal vez por esta razón práctica, la gran mayoría de los países que incluyen un ancla de deuda en sus reglas fiscales utilizan la deuda bruta, que, como se discutió previamente, también es la medida que analiza el FMI para evaluar los riesgos para sostenibilidad fiscal (FMI, 2022). Sin embargo, hay excepciones a esta costumbre, como Islandia, donde el gobierno tiene un importante activo líquido en el banco central. La OCDE (2023) menciona que, por esta razón, la deuda neta puede ser la métrica apropiada para medir sostenibilidad fiscal de este país.

Por otra parte, Eurostat (2014) menciona distintas maneras de medir la deuda neta. Se puede utilizar el patrimonio financiero neto, que se calcula como la deuda financiera menos todos los activos financieros. La ventaja con este concepto es que es fácil de implementar y se mide en valores del mercado. Esta medida muestra claramente la relación entre el cambio en la deuda del gobierno y el déficit/superávit de un período particular. Por otro lado, la categoría de pasivos incluye instrumentos que no son de deuda, lo que distingue claramente entre el patrimonio financiero neto⁴⁴ y la deuda del gobierno.

Otra medida es la deuda neta basada que incluye sólo activos líquidos. Con este enfoque se consideran únicamente los activos que pueden utilizarse liquidarse en el mercado rápidamente. La dificultad de esta medición radica en definir que activos líquidos incluir, dado que no existe una definición con consenso internacional. De manera prudente se puede incluir solo activos muy líquidos, como sugeriría el ejemplo de Islandia al contemplar sólo los depósitos, pero esto podría resultar en un indicador muy restrictivo que no considere la posibilidad de que el gobierno pueda vender otros activos no contemplados en esta medida. Como se discutió en la Subsección 3.2, para calcular la deuda neta en Chile, se podría considerar los fondos soberanos. Sin embargo, hay que considerar si algunos de estos fondos tienen propósitos específicos determinados por leyes que sugieren que, por prudencia, ser excluidos en la medición de la deuda neta porque no tienen una libre utilización para mitigar todos los riesgos fiscales.

También existen razones tácticas sobre la conveniencia entre deuda bruta y deuda neta. Para determinar si es mejor utilizar la deuda neta o la deuda bruta como ancla, es importante establecer las razones para adoptar una regla fiscal. Por un lado, si lo que se busca es evaluar la capacidad del gobierno de asegurar la sostenibilidad a largo plazo de forma más integral en un contexto de gran transparencia sobre los activos financieros del gobierno, la deuda neta podría ser una mejor medida. Por otro lado, si el objetivo es que el gobierno ancle la deuda en una métrica simple y comparable internacionalmente que genera confianza en el mercado, la deuda bruta puede ser la

⁴⁴ El patrimonio financiero neto es el valor total de los activos financieros menos el valor total de los pasivos financieros (FMI, 2014). No debe confundirse con el patrimonio neto, que es el valor de los activos totales menos pasivos totales (ver el Cuadro 3.2.B).

medida más apropiada. FMI (2023c) argumentó algo similar en este sentido para Chile, al sostener que cambiarse desde una métrica de deuda bruta ya establecida a una neta tiene un problema adicional. Da la impresión de cambios frecuentes en el marco fiscal, lo que dificulta su comunicación al público y corre el riesgo de socavar la credibilidad fiscal. En efecto, estas consideraciones y las mencionadas anteriormente (dificultades de valoración de activos y un uso exclusivo mandatado por ley de alguno de ellos) son utilizadas por el FMI (2023c) para recomendar que es apropiado mantener el techo de deuda bruta como el ancla fiscal en el caso de Chile.

En cualquier caso, como se ha discutido, podría ser más apropiado incorporar tanto métricas relacionadas con la deuda bruta como la deuda neta en la regla fiscal como indicadores complementarios. Esto último está alineado con la sugerencia de Eurostat (2014) de considerar la deuda bruta y la deuda neta. Además, se pueden incluir requisitos complementarios a la regla, como obligaciones de publicar información específica que aumente la transparencia tanto de todos los pasivos y activos que inciden la sostenibilidad fiscal.

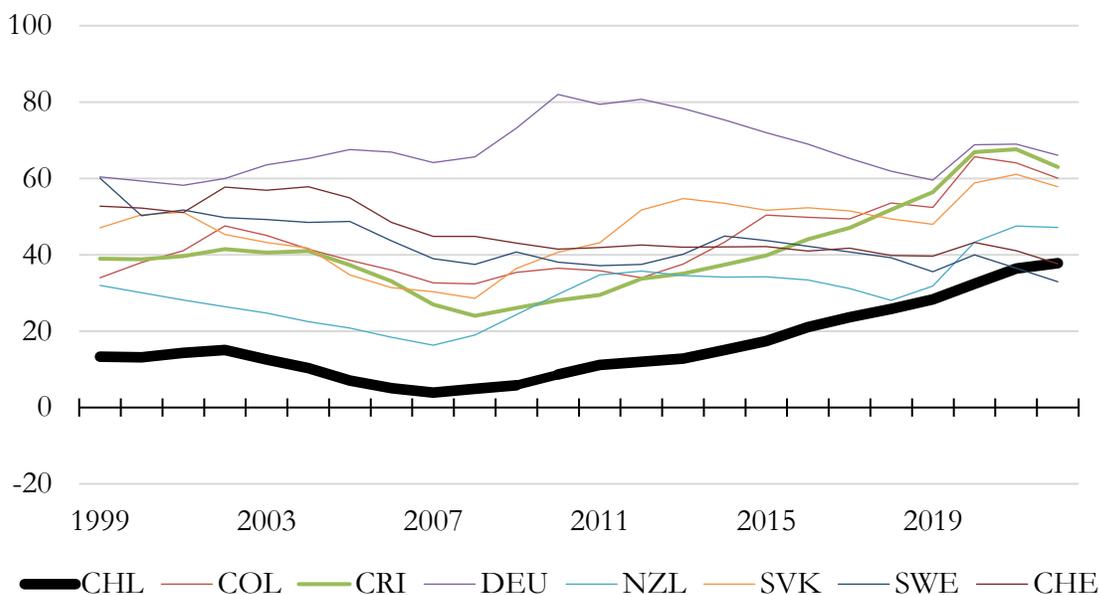
Finalmente, es importante mencionar que existen estudios recientes que resaltan las inconveniencias de las reglas fiscales basadas en la deuda como ancla fiscal. Furman y Summers (2020) encuentran que la métrica de la razón deuda/PIB es inadecuada para medir la sostenibilidad fiscal en períodos de caídas de las tasas de interés. Ellos argumentan que es más preciso comparar los flujos de pagos de intereses con los flujos de ingresos fiscales. De manera similar, Hatchondo et al (2022) sostienen que el riesgo soberano es una variable más adecuada como ancla fiscal en comparación con la razón deuda pública a PIB. Por su parte, Blanchard et al. (2021) sugieren que para la Unión Europea (UE) se deberían abandonar reglas fiscales basadas en la razón deuda/PIB y, en su lugar, adoptar estándares fiscales que consistan en prescripciones cualitativas, permitiendo espacio para el juicio, junto con un proceso e instituciones independientes para evaluar el cumplimiento de estos estándares y la sostenibilidad fiscal. Estas propuestas parecen interesantes, pero tienen tres limitantes. En primer lugar, el período de tasas de interés bajas a nivel global parece haber terminado. En segundo lugar, utilizar métricas menos tradicionales para la sostenibilidad fiscal requiere instituciones fiscales fuertes y muy creíbles, lo cual puede ser un prerrequisito restrictivo para una economía emergente como la chilena. En tercer lugar, si bien algunas métricas como el riesgo soberano pudieran reflejar las expectativas del mercado financiero internacional sobre la sostenibilidad fiscal, su conexión con las decisiones de política fiscal es menos directa ya que pudieran depender de cambios de ánimos de los inversionistas no necesariamente asociados a modificaciones fundamentales en la solvencia del gobierno.

4.2. Deuda bruta y neta en Chile y países de referencia

Los Gráficos 4.2.A y 4.2.B. muestran la deuda bruta y la deuda neta como porcentaje del PIB en Chile y los países de referencia desde 1999 hasta el 2022. Dentro de esta muestra, Chile es el país que históricamente ha tenido los niveles más bajos de la deuda pública. Sin embargo, desde su mínimo en 2007, Chile es al país donde la deuda neta ha aumentado más. Esto ocurrió en un contexto sin un ancla para la deuda pública. Por razones de prudencia, surge la necesidad de

implementar un mecanismo para evitar una aceleración de la deuda en tiempos normales, es decir, cuando no sea necesario activar cláusulas de escape.

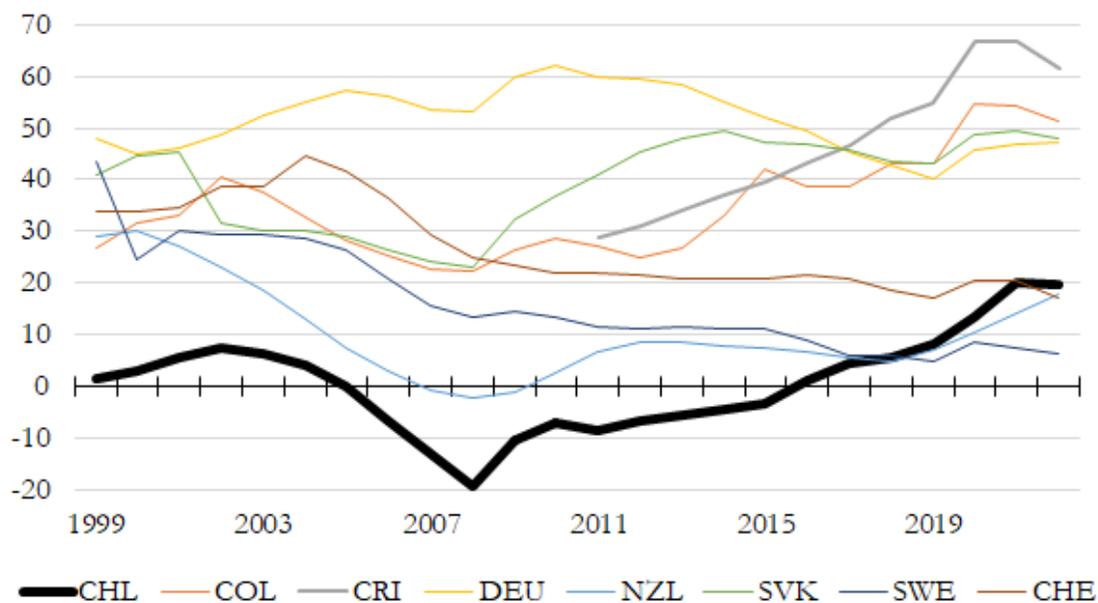
Gráfico 4.2.A. Deuda bruta (% del PIB, 1999-2022)



Fuente: FMI.

Notas: Gobierno General. Abreviaciones: CHL: Chile; Col: Colombia; CRI: Costa Rica; DEU: Alemania; NZL: Nueva Zelandia; SVK: Eslovaquia, SWE: Suecia; CHE: Suiza.

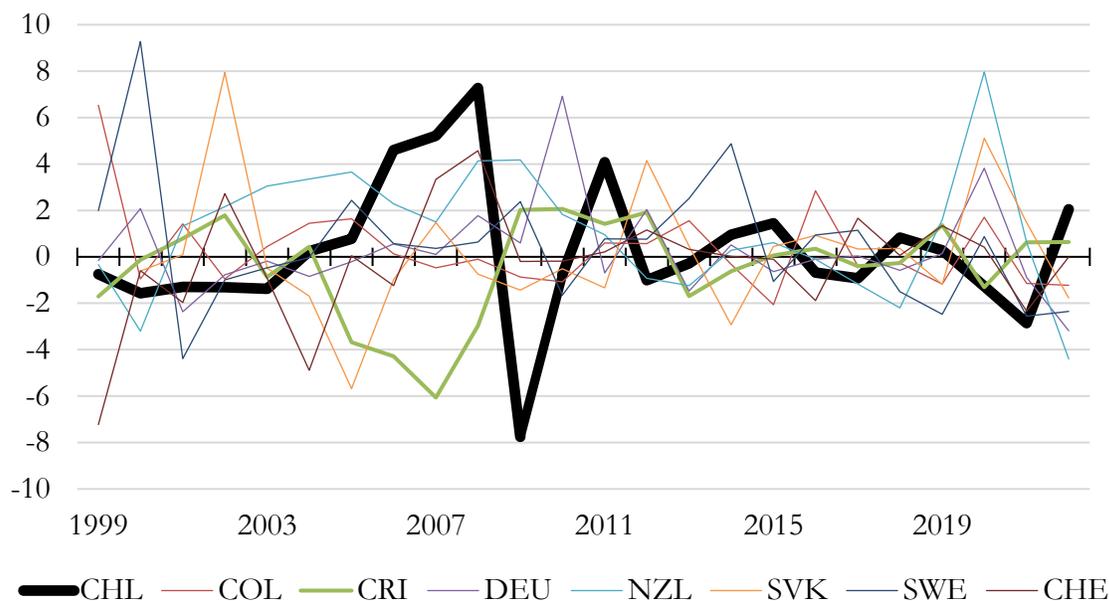
Gráfico 4.2.B. Deuda neta (% del PIB, 1999-2022)



Fuente: FMI.

Nota: Ver el Gráfico 4.2.A.

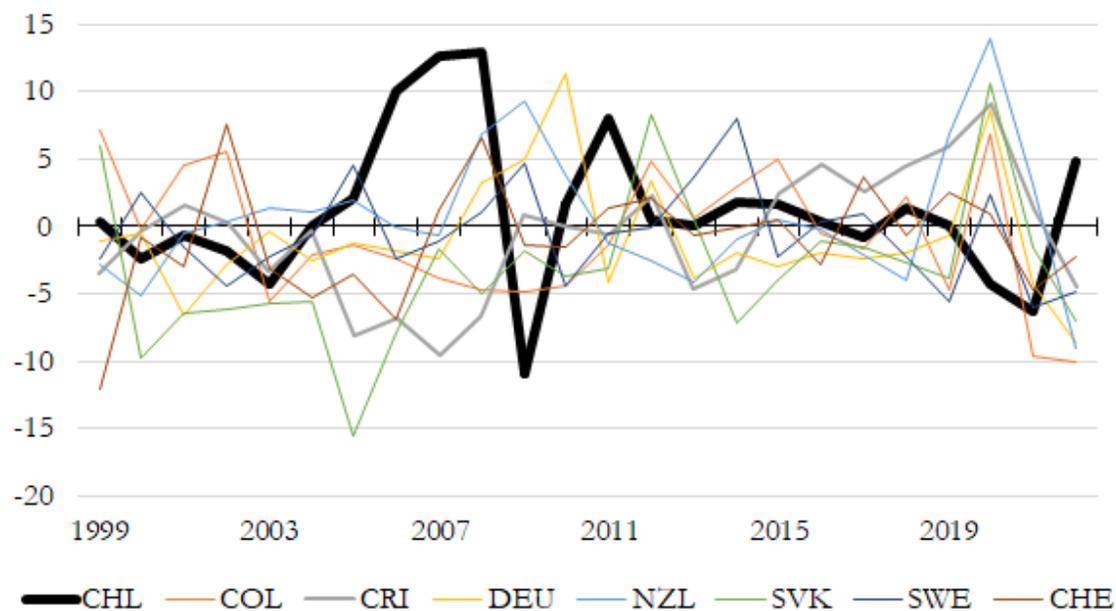
Gráfico 4.2.C. Compras netas de activos financieros (% del PIB, 1999-2022)



Fuente: FMI y cálculos propios.

Notas: Ver el Gráfico 4.2.A. Compras netas de activos están calculados como el cambio en la deuda bruta menos el cambio en la deuda neta.

Gráfico 4.2.D. Aumento de la deuda bruta por factores no relacionados al déficit fiscal (% del PIB, 1999-2022)

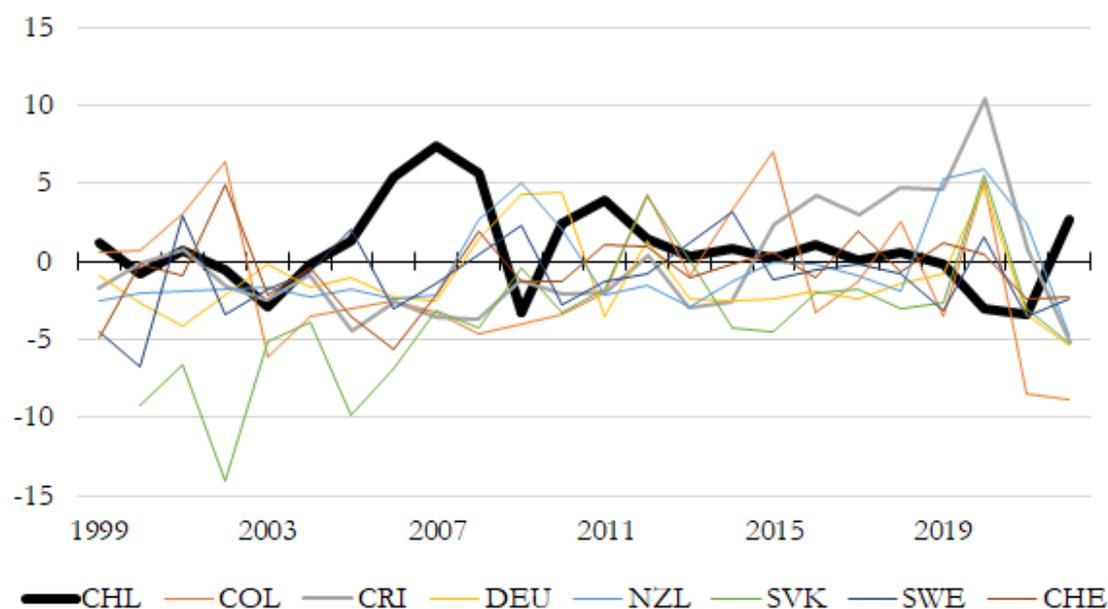


Fuente: FMI y cálculos propios.

Notas: Ver el Gráfico 4.2.A. Las cifras en el gráfico están calculadas como el cambio en la deuda bruta más compras de activos financieros menos el déficit fiscal.

Como se ha discutido a lo largo del presente estudio, pareciera que no es suficiente una regla fiscal que limite el déficit para limitar el aumento de la deuda pública, ya que el aumento de ésta puede ocurrir por transacciones que se realizan por debajo de la línea.⁴⁵ El Gráfico 4.2.C muestra compras netas de activos financieros, mientras el Gráfico 4.2.D muestra aumentos de la deuda bruta que no están relacionados con el déficit fiscal. En Chile, al igual que en los otros países de la muestra, las compras y ventas de activos financieros son volátiles, lo cual indica que se les utiliza en gran medida para financiar operaciones fiscales. Se observa una alta correlación entre las compras/ventas de activos financieros y los aumentos de la deuda bruta por factores no relacionados con el déficit fiscal, lo cual sugiere que parte de dicho aumento ha sido utilizado para adquirir activos financieros.

Gráfico 4.2.E. Aumento de la deuda bruta por factores no relacionados al déficit fiscal menos compras de activos financieros (% del PIB, 1999-2022)



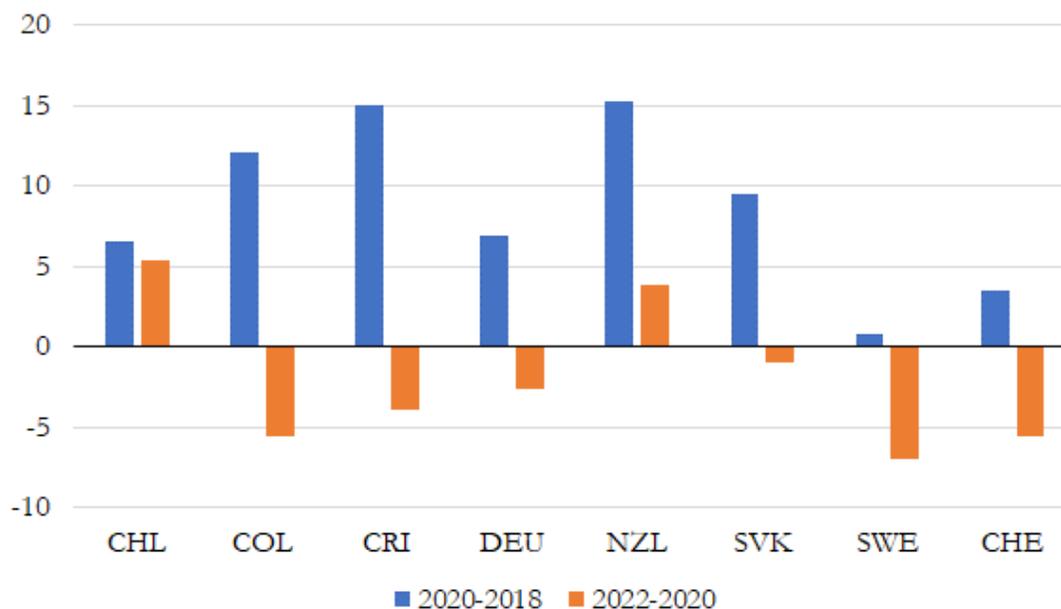
Fuente: FMI y cálculos propios.

Notas: Ver el Gráfico 4.2.A.

Sin embargo, como se muestra en el Gráfico 4.2.E, en algunos años específicos, el aumento de la deuda que no está relacionado ni con el déficit fiscal ni con las compras de activos alcanza niveles significativos en porcentaje del PIB, lo cual resalta la necesidad de considerar operaciones por debajo de la línea al implementar mecanismos que limiten una aceleración excesiva de la deuda. Es importante destacar que el aumento de la deuda producto de estas operaciones debajo de la línea no es algo exclusivo de la muestra de países utilizada en esta sección, tal como lo muestra el reciente Fiscal Monitor del FMI (Por ejemplo, FMI, 2024c).

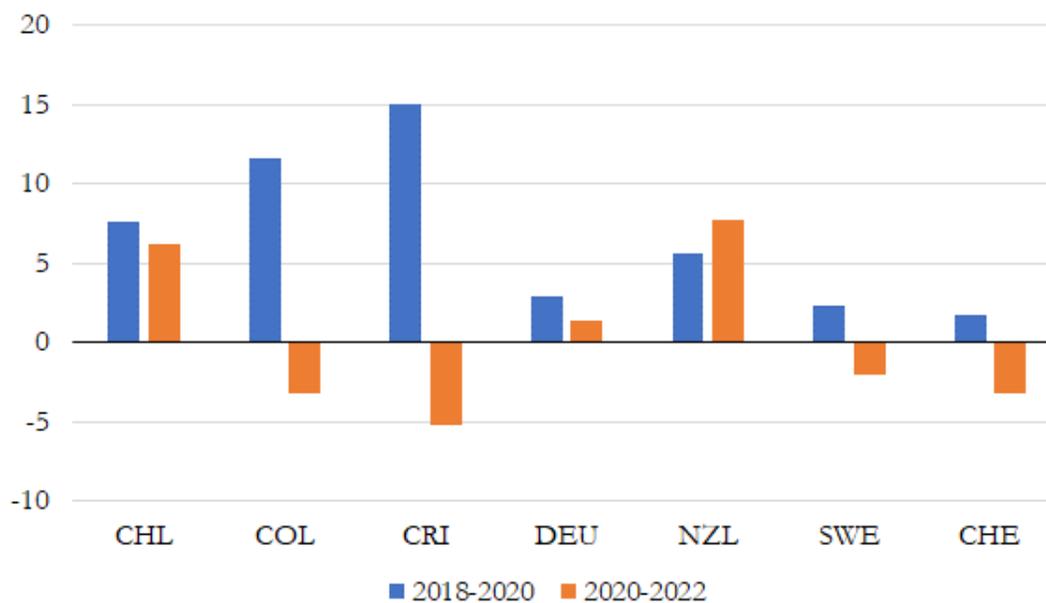
⁴⁵ Tal como se mencionó previamente, en el último informe del Artículo IV del FMI sobre Chile, se muestra que operaciones por debajo de la línea correspondieron al 16% del PIB en la acumulación de la deuda bruta durante el período 2008 a 2022.

Gráfico 4.2.F. Cambios en la deuda bruta (pp del PIB)



Fuente: FMI y propios cálculos.
 Nota: Ver el Gráfico 4.2.A.

Gráfico 4.2.G. Cambios en la deuda neta (pp del PIB)



Fuente: FMI y propios cálculos.
 Nota: Ver el Gráfico 4.2.A.

En este contexto, se podría considerar un mecanismo donde, por ejemplo, las metas del BE dependan del nivel de deuda pública o su dinámica. Suiza y Suecia son países en los que las reglas fiscales restringen, en algún grado, la aceleración de la deuda. También sería recomendable que

un mecanismo de este tipo no limite la posibilidad de acumular activos financieros en períodos favorables. Ver la Subsección 5.4 para más detalle sobre cómo se podrían diseñar mecanismos para limitar la aceleración de la deuda y la reconstrucción de fondos soberanos condicionando las metas del BE a estas variables.

Como ejemplo de cómo los eventos extremos pueden afectar la deuda, los Gráficos 4.2.F y 4.2.G muestran los cambios en la deuda bruta y neta entre los años 2018 y 2020 (período que incluye el inicio de la pandemia del COVID-19) y entre 2020 y 2022. Durante el período que incluye el comienzo del COVID-19, la deuda bruta aumentó significativamente en la mayoría de los países de la muestra, y en varios de ellos más que en Chile. Sin embargo, en Chile, la deuda bruta continuó aumentando después de 2020, mientras que disminuyó en los otros países de referencia, con la excepción de Nueva Zelanda. En Alemania la deuda neta también aumentó durante el período posterior al inicio del COVID-19.

Esta evidencia destaca la necesidad de contar con cláusulas de escape explícitas, como las incluidas en la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal, pero también subraya la importancia de implementar medidas correctivas tras la activación de dichas cláusulas. La Sección 5 volverá sobre este último punto.

4.3. Pagos de intereses en la deuda

Una manera alternativa de evaluar si la deuda de un país se encuentra en un nivel prudente sería a través de los intereses que se pagan por dicha deuda. Aunque no es común que las reglas fiscales incluyan límites directos sobre los pagos de intereses, estos deberían ser monitoreados cuidadosamente para analizar su evolución. El Gráfico 4.3.A muestra cómo dichos gastos han evolucionado desde 1999 hasta 2022.

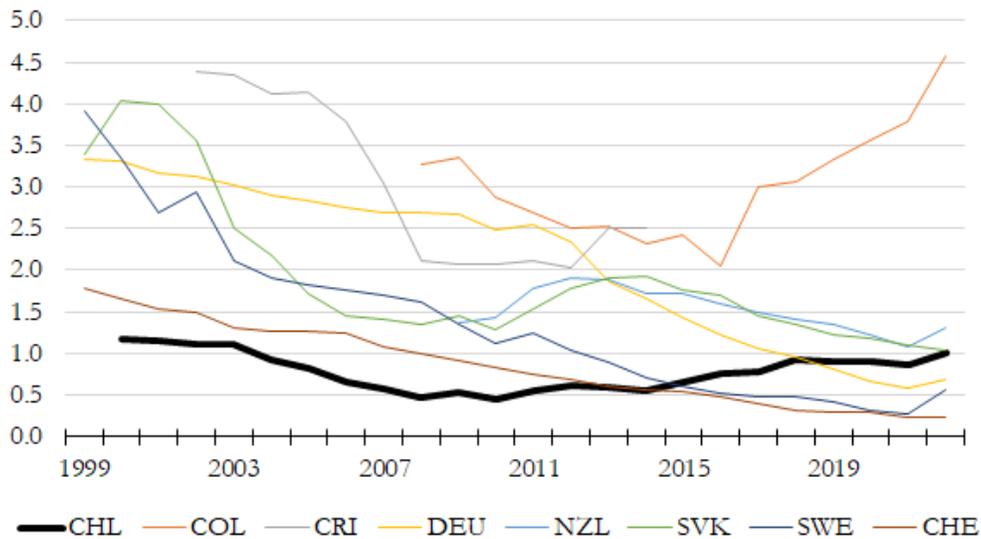
De la mayoría de los países de referencia, se observa una tendencia a la disminución de los intereses netos pagados por deuda durante el período más reciente.⁴⁶ Sin embargo, junto con Colombia, Chile constituye una excepción, ya que dichos pagos han aumentado en medio punto del PIB desde 2010. Por lo tanto, los pagos de intereses de la deuda fiscal son un indicador relevante que debería ser monitoreado para obtener una visión completa sobre la sostenibilidad fiscal. Además, es fundamental realizar este análisis en comparación con lo ocurrido en otros países, considerando el contexto internacional de las tasas de interés.

Parte de la deuda está denominada en moneda extranjera, lo que la expone a riesgos derivados de las fluctuaciones del tipo de cambio. Como se muestra en el Gráfico 4.3.B, en los últimos años de la muestra, la proporción de deuda externa ha aumentado significativamente, incrementando así la vulnerabilidad ante movimientos del tipo de cambio y exigiendo evaluaciones más detalladas de los riesgos asociados con la deuda pública.⁴⁷

⁴⁶ La tendencia secular a la baja puede estar explicada en parte por la caída de las tasas de interés internacionales en las últimas décadas.

⁴⁷ Es importante notar que la deuda interna está denominada en pesos chilenos y unidades de fomento, mientras que la deuda externa se encuentra principalmente en dólares estadounidenses y euros. Por ello, esta última conlleva mayor riesgo cambiario.

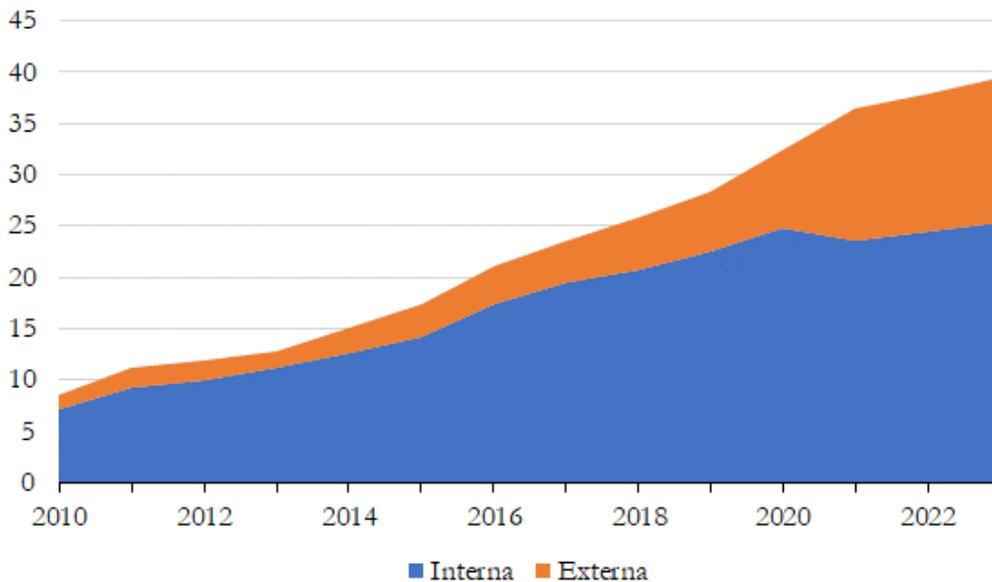
Gráfico 4.3.A. Pagos netos de interés por deuda (% del PIB, 1999-2022)



Fuente: FMI y cálculos propios.

Notas: Ver el Gráfico 4.2.A. No hay datos disponibles para todos los países para todos los años. Calculado como de diferencia en entre el balance total y el balance primario.

Gráfico 4.3.B. Deuda bruta interna y externa (% del PIB, 2010-2023)



Fuente: DIPRES.

Nota: La deuda interna está denominada en pesos chilenos y unidades de fomento, mientras que la deuda externa se encuentra principalmente expresada en dólares estadounidenses y euros.

4.4. Series alternativas para la medición de la deuda neta y deuda bruta

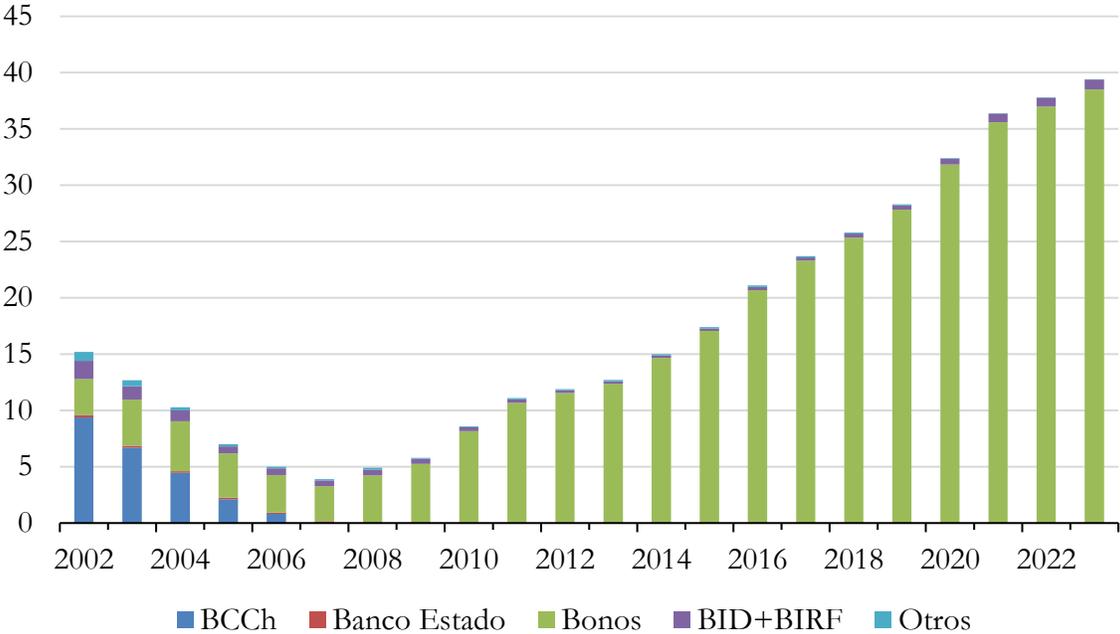
Para la discusión sobre sostenibilidad fiscal y evaluación de riesgos asociados, es crucial analizar el impacto de pasivos y activos financieros que no están incluidos en la deuda bruta ni en los

activos financieros fiscales. Esta subsección presenta una serie de medidas alternativas para la deuda bruta y la deuda neta.

Como punto de partida, los Gráficos 4.4.A y 4.4.B muestran la composición de la deuda bruta del GC y los activos financieros. A principios del milenio, gran parte de los pasivos consistía en deuda con el BCCh. Sin embargo, desde 2007, la deuda está compuesta casi exclusivamente por bonos.

Los activos financieros incluyen principalmente los fondos soberanos (FEES y FRP) y otros activos, predominantemente denominados en pesos chilenos, que abarcan cuentas corrientes, acciones y participaciones de capital, inversiones a corto plazo y préstamos de diversa naturaleza.

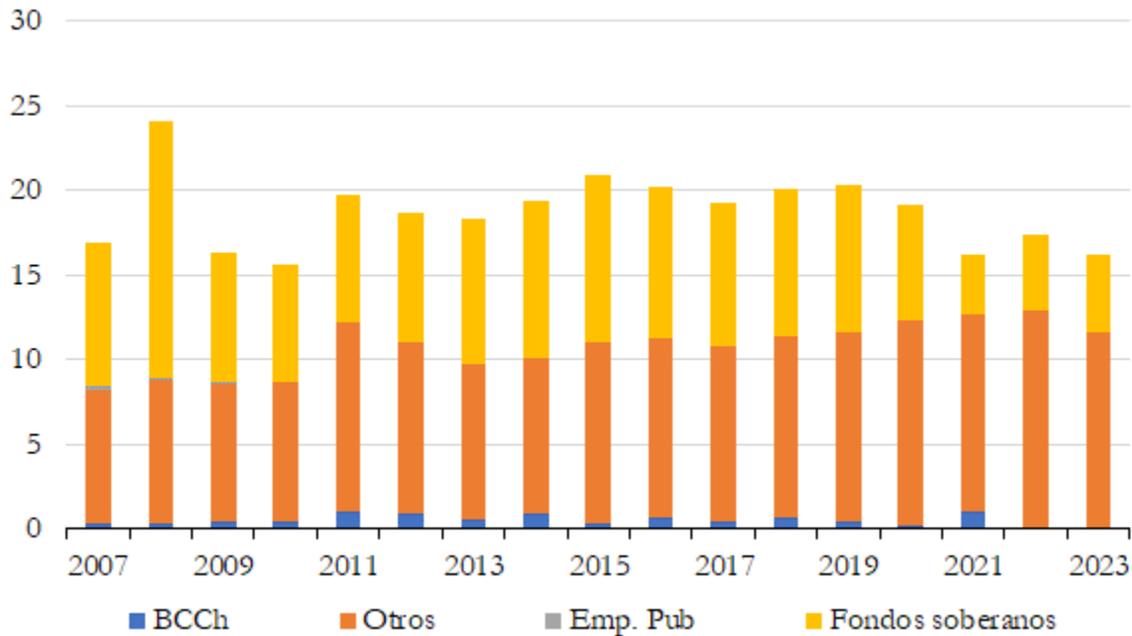
Gráfico 4.4.A. Deuda bruta (% del PIB, 2002-2023)



Fuente: Elaboración propia con datos de la DIPRES.
 Notas: Gobierno Central. Abreviaciones: BCCh: Banco Central de Chile; BID: Banco Interamericano de Desarrollo; BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.

Para el ancla de la deuda, la nomenclatura más utilizada, incluso en los países de referencia para Chile incluidos en este estudio, es la del GG. En Chile, sin embargo, se utiliza la GC. No obstante, como se muestra en el Gráfico 4.4.C, prácticamente no hay diferencia entre ambas medidas, dado que las municipalidades tienen un acceso bastante limitado al endeudamiento. Sin embargo, como se argumentó en la Sección 3, es recomendable que el ancla fiscal se base en la deuda del GG.

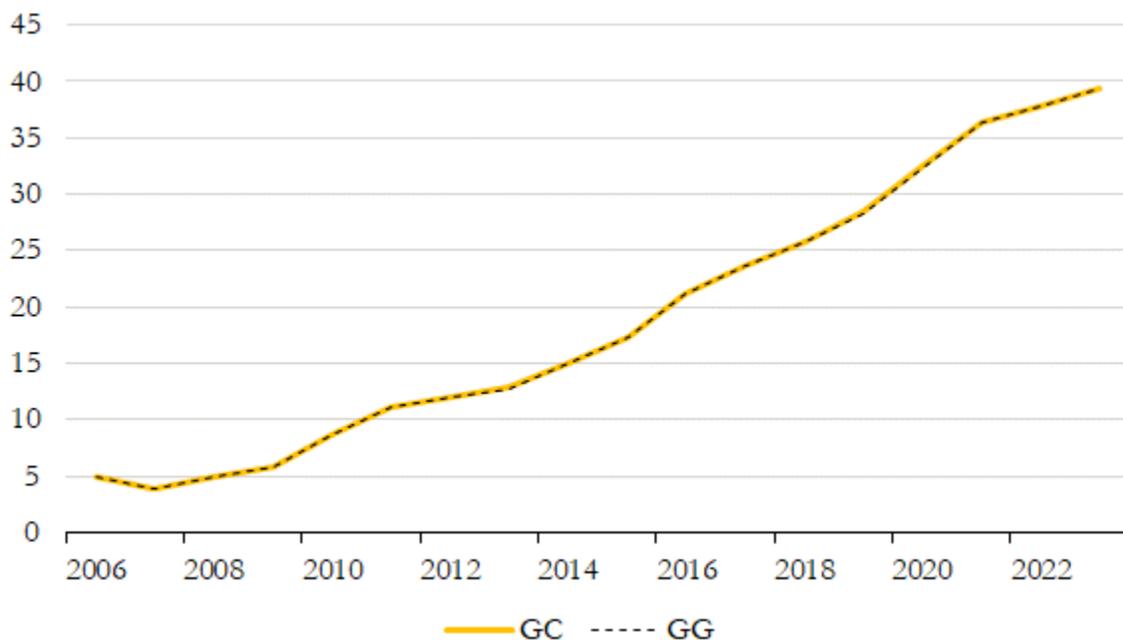
Gráfico 4.4.B. Activos financieros por componentes (% del PIB, 2007-2023)



Fuente: Elaboración propia con datos de la DIPRES.

Notas: Gobierno Central. Los fondos soberanos son FEES y FRP. Abreviaciones: BCCh: Banco Central de Chile (depósitos y papeles), Emp: Pub: Empresas Públicas.

Gráfico 4.4.C. Deuda bruta del gobierno general (GG) y el gobierno central (GC) (% del PIB, 2006-2023)



Fuente: DIPRES.

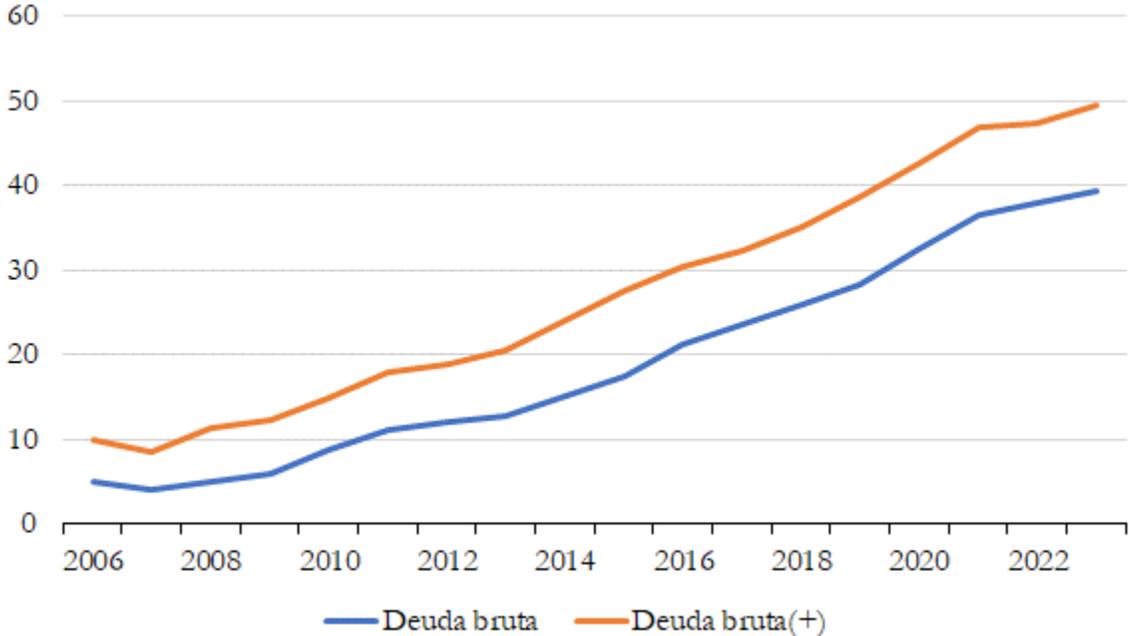
Unos pasivos que no forman parte de la deuda bruta del GC, pero que pueden ser relevantes para la evaluación del riesgo fiscal, corresponden a los de las empresas públicas no financieras.

La deuda bruta y deuda neta, al incorporar los pasivos y activos financieros de estas empresas, se presentan en los Gráficos 4.4.D y 4.4.E. Ambas medidas evidencian un pasivo significativo de las empresas públicas, lo que resalta la importancia de incluirlas en el análisis de los riesgos asociados a la deuda pública.

Como se muestra en el Gráfico 4.4.F, los pasivos contingentes han aumentado de manera considerable en los últimos años, llegando a representar más del 10% del PIB. Por ello, es fundamental realizar un análisis del riesgo de materialización de estos pasivos para obtener una opinión informada sobre la sostenibilidad fiscal. Es importante señalar que el Gráfico 4.4.F incluye *todos* los pasivos contingentes, no sólo aquellos con un alto riesgo de materialización ya que no se dispone de estimaciones específicas sobre la probabilidad de ocurrencia de éstos. Por lo tanto, este gráfico no puede asociarse directamente con la recomendación mencionada en la Subsección 3.1 sobre los pasivos contingentes.

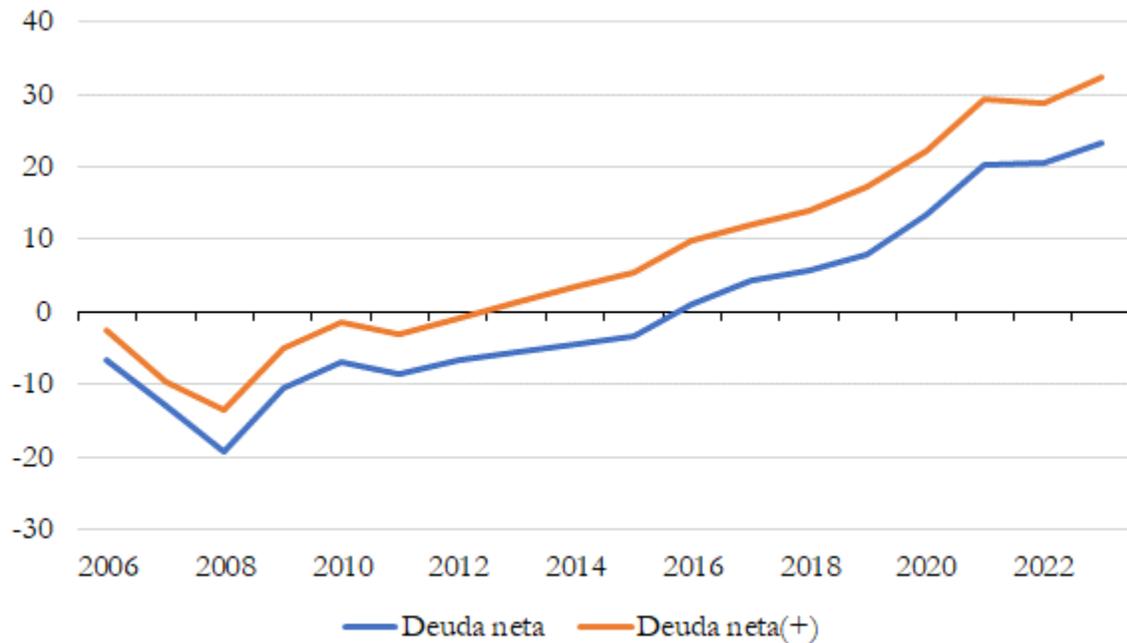
Respecto a los activos financieros fiscales utilizados para calcular la deuda neta, como se explicó en la Sección 3, los activos incluidos deben estar disponibles a libre disposición y ser líquidos para cubrir compromisos y obligaciones fiscales. Entre los activos del Tesoro Público, solo el FEES y otros activos cumplen con este requisito. El Gráfico 4.4.G presenta la deuda neta en comparación con una métrica que incluye únicamente el FEES y otros activos del Tesoro Público. Aunque la evolución de ambas métricas es similar, la exclusión de los activos sin disponibilidad libre incrementa la deuda neta en un promedio de 5% del PIB.

Gráfico 4.4.D. Deuda bruta incluyendo empresas públicas no financieros (% del PIB, 2006-2023)



Fuente: Elaboración propia con datos del DIPRES.
 Notas: Gobierno Central. Pasivos de las empresas públicas excluyen los pasivos con el fisco. La deuda bruta(+) se refiere a la suma de las métricas del Gobierno Central y las empresas públicas.

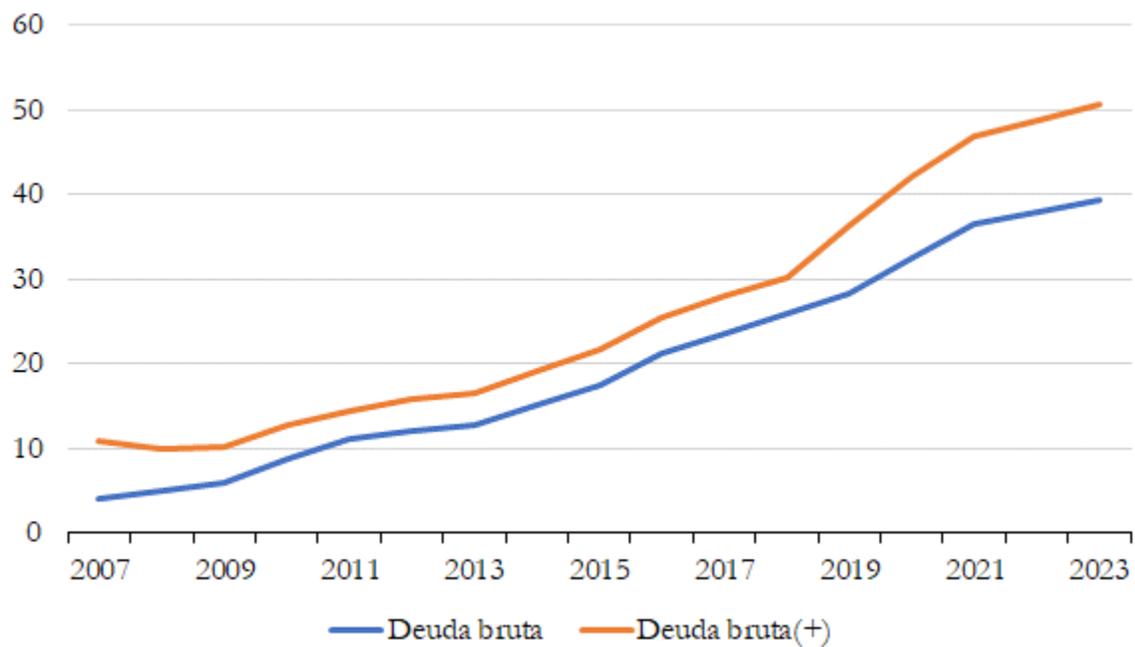
**Gráfico 4.4.E. Deuda neta incluyendo empresas públicas no financieros
(% del PIB, 2006-2023)**



Fuente: Elaboración propia con datos del DIPRES.

Notas: Gobierno Central. Pasivos netos de las empresas públicas excluyen los pasivos con el fisco. La deuda neta(+) se refiere a la suma de las métricas del Gobierno Central y las empresas públicas.

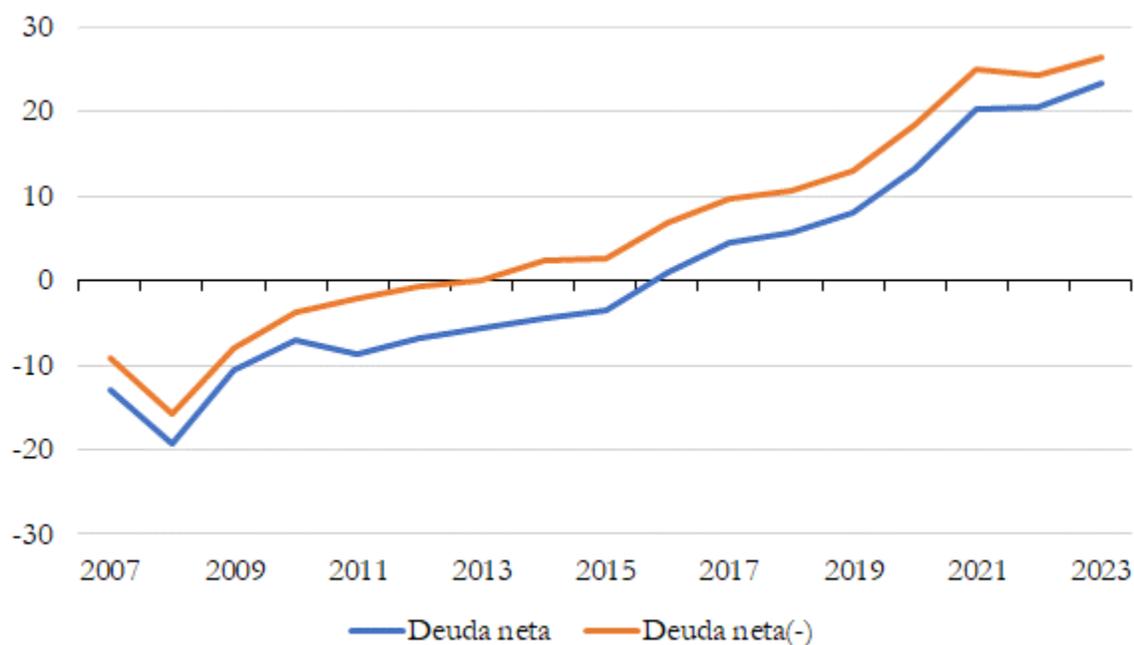
Gráfico 4.4.F. Deuda bruta incluyendo pasivos contingentes (% del PIB, 2007-2023)



Fuente: Elaboración propia con datos del DIPRES.

Notas: Gobierno Central. La deuda bruta(+) refiere a la a deuda bruta más los pasivos contingentes.

Gráfico 4.4.G. Deuda neta incluyendo solamente FEES y otros activos como activos del Tesoro Público (% del PIB, 2007-2023)



Fuente: Elaboración propia con datos de la DIPRES.

Notas: Gobierno Central. La deuda neta(-) excluye FRP, el Fondo para la Educación, el Fondo de Apoyo Regional y el Fondo para Diagnósticos y Tratamientos de Alto Costo.

4.5. Síntesis

Esta sección se discutió si es más adecuado utilizar la deuda bruta o la deuda neta como ancla en las reglas fiscales. La deuda neta es preferida por algunos economistas, ya que refleja mejor la sostenibilidad fiscal al considerar los activos que un gobierno puede utilizar para cumplir con sus obligaciones. Sin embargo, la deuda bruta es más simple y directa para evaluar el riesgo fiscal, y es la métrica más comúnmente utilizada para la comparación internacional.

El debate entre ambos enfoques se centra en la mejor manera de medir la capacidad del gobierno para gestionar su deuda, tomando en cuenta tanto los activos financieros como la carga total de deuda. Las recomendaciones internacionales sugieren que se deberían usarse la deuda bruta, la neta y/o los activos líquidos de libre disposición para evaluar la sostenibilidad fiscal ambos indicadores de forma integral complementaria. Finalmente, se presentan algunas métricas alternativas de deuda bruta y deuda neta que pueden ser útiles para la evaluación de los riesgos para la sostenibilidad fiscal.

5. Fortalecimiento de la regla dual

Esta sección proporciona una revisión de la literatura internacional sobre la adecuada formulación de metas de BE y la evaluación de los incentivos para su cumplimiento. La siguiente subsección discute los principales aspectos propuestos para la formulación de las reglas fiscales. La Subsección 5.2 aborda las propuestas para fortalecer las reglas fiscales en los últimos años,

mientras que la Subsección 5.3 presenta el caso de estudio de varios países. La Subsección 5.4 examina las propuestas específicas para fortalecer la implementación de la regla fiscal en Chile, y la Subsección 5.5 ofrece una breve síntesis.

5.1. Formulación de las reglas fiscales

El FMI cuenta con una serie de documentos sobre el diseño y formulación de las reglas fiscales en general. Estos documentos abordan dos dimensiones separadas. En primer lugar, se discuten criterios para la selección de la regla fiscal y luego se propone cómo calibrar las metas para las reglas fiscales seleccionadas. Esta subsección resume brevemente estos aspectos generales para luego analizarlos de manera más específica en el contexto de la regla dual de Chile en la subsección 5.4. Es importante destacar que esta revisión de la literatura en esta subsección se centra en resumir las prácticas sugeridas de manera general, sin entrar aún en recomendaciones específicas para el caso de Chile. Por lo tanto, las sugerencias resumidas aquí no pueden interpretarse aún como una recomendación para Chile.

Eyraud (2018a) define una lista de criterios para caracterizar una buena regla fiscal:

- **Sostenibilidad:** El cumplimiento de la regla debe garantizar la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo.
- **Estabilización:** El cumplimiento de la norma no debe aumentar (e incluso debería disminuir) la volatilidad económica. Esto implica que la regla debe promover la operación de estabilizadores automáticos y/o permitir cambios discrecionales contracíclicos en los impuestos o los gastos fiscales.
- **Simplicidad:** La regla debe ser fácilmente comprendida por el Congreso, gobierno y el público en general.
- **Orientación operativa:** Debe ser posible traducir las reglas en una orientación clara en el proceso presupuestario anual. Los montos presupuestarios a los que apunta la regla deben estar en gran medida bajo el control del responsable de las políticas.
- **Resiliencia:** Una regla debe estar vigente durante un período sostenido para generar credibilidad y no debe abandonarse fácilmente tras un evento adverso.
- **Facilidad de seguimiento e implementación:** El cumplimiento de la regla debe ser fácil de verificar y deben existir costos asociados si se incumple.

En el caso de exportadores de materias primas, la recomendación del FMI y otros organismos sugieren que los objetivos de estabilización y sostenibilidad de la deuda deben adaptarse para tener en cuenta dos características importantes de estas economías: (i) la volatilidad de los precios de las materias primas exportada y (ii) el agotamiento de estos recursos naturales, lo que puede socavar la sostenibilidad fiscal y plantea el desafío adicional de cómo asignar de manera equitativa la riqueza generada por los recursos naturales extinguidos (cobre, litio, etc.) entre las generaciones actuales y futuras.

En cuanto a las reglas fiscales del BCA y/o BE, se reconoce que tienen como objetivo proporcionar una mejor estabilización económica que las reglas basadas en una meta para el balance efectivo. Sin embargo, se argumenta que el seguimiento y la aplicación de las reglas del BCA o BE son complicados debido a problemas técnicos. Se necesitan estimaciones precisas de

la brecha del PIB y de los cambios transitorios en el precio de las materias primas exportadas, que son difíciles de calcular, especialmente porque cambios estructurales en el PIB o en el precio de las materias primas son difíciles de estimar en tiempo real. De hecho, las estimaciones de la brecha del PIB suelen revisarse *ex post*. Por ejemplo, en la UE, las brechas del PIB se han subestimado en tiempo real, lo que ha llevado a sobrestimar los balances ajustados cíclicamente en un 0,5% del producto potencial en promedio, permitiendo déficits superiores a los objetivos en 0,5 pp por año.

Debido a estas dificultades, el FMI tiene una leve inclinación por reglas fiscales sobre el gasto en lugar de las reglas del BCA o BE en el caso de economías emergentes. El FMI argumenta que algunas características de los países emergentes—en particular, su fuerte volatilidad macroeconómica, las transformaciones estructurales de la economía y las deficiencias institucionales y de datos— sugieren que las reglas sobre el gasto o las reglas simples de distribución de los ingresos (para crear fondos soberanos en épocas de bonanza) son las opciones adecuadas, ya que las reglas más sofisticadas son demasiado complejas de implementar.

Otra preocupación señalada por varios estudios es si las reglas fiscales en países emergentes introducen un sesgo contra la inversión pública, lo cual puede generar barreras para el desarrollo económico y social de estos países. De acuerdo con Izquierdo et al. (2018), existe evidencia que indica que las reglas fiscales tienden a introducir un sesgo en contra de la inversión pública. Esto podría deberse a que los ajustes agregados que impone una regla fiscal pueden llevarse a cabo con recortes más intensivos en el gasto de capital que en las transferencias o los gastos corrientes del gobierno. No obstante, Fuentes et al. (2020) concluyen que la adopción y operación de la regla del BE no ha afectado la inversión pública en Chile. Esto podría deberse a que en Chile existe un buen marco fiscal para la inversión pública, lo que ha permitido tener flexibilidad dentro de la regla del BE. En efecto, Ardanaz et al. (2021) encuentran que los países sin regla fiscal o con una regla rígida tienen consolidaciones fiscales con grandes reducciones en inversión pública, mientras que los países con reglas que incorporan ajustes cíclicos en las metas, cláusulas de escape bien definidas y tratamiento diferenciado para la inversión pública no evidencian este efecto negativo. Esto ilustra la importancia de añadir dimensiones de crecimiento económico a las de sostenibilidad fiscal a la hora de formular las reglas fiscales, siempre que la inversión pública sea claramente productiva.

Un aspecto adicional relacionado con la formulación de las reglas fiscales tiene que ver con la calibración de las metas involucradas. Lledo et al. (2018) discuten cuatro principios generales para definir las metas fiscales de las reglas:

- **La calibración debe ser coherente y sistémica.** Esto es especialmente relevante en países con más de una regla, como Chile, que tiene una regla dual. Para evitar inconsistencias y conflictos entre las diferentes reglas, el marco fiscal delineado por las reglas debiera evaluarse sistémicamente como un todo, y las metas individuales de cada regla debieran calibrarse de forma consistente. En particular, debe existir coherencia entre el límite de deuda y las otras metas de las reglas fiscales involucradas.

- **Secuencia lógica en la calibración de metas.** Así como la política monetaria tiene objetivos y metas intermedias, la política fiscal debería comenzar definiendo un ancla fiscal de mediano y largo plazo y luego una meta operacional de corto plazo. El ancla fiscal debe asegurar que la política fiscal es sostenible, y un candidato natural es un techo para la deuda pública como porcentaje del PIB. Luego se definiría una regla operacional que fije una meta sobre una variable que esté claramente bajo el control del gobierno y que tenga una clara y predecible conexión con la dinámica de la deuda. Esta regla operacional podría ser un techo sobre el déficit fiscal o el gasto de gobierno.
- **La calibración de las metas debiera ser prudente.** El gobierno debiera tomar en cuenta los riesgos fiscales para definir las metas, buscando tener suficiente espacio fiscal para lidiar con eventos económicos adversos. Esto es aún más relevante para países emergentes, donde los pasivos y activos del gobierno no tienen una contingencia específica. Además, la pandemia del COVID-19 sugiere que el tamaño de los riesgos fiscales pudo haber sido subestimado.
- **La sugerencia internacional es que la calibración de las metas debería actualizarse con cierta regularidad.** Las reglas fiscales deben ser lo suficientemente robustas para enfrentar choques macroeconómicos, por lo que pueden evolucionar con el tiempo. El cambio climático y el envejecimiento de la población son dos factores que pueden alterar los choques macroeconómicos relevantes. Sin embargo, la actualización no debe ser tan frecuente como para afectar la definición de las metas anuales previas ni socavar la credibilidad. En el caso de Chile, este estudio no propone recalibrar las metas con cada nueva administración, pero si sugiere que, ante cambios estructurales en la sociedad y la economía, podría ser necesario revisar las metas. Se regresará a esta discusión al momento cuando se presenten propuestas específicas para fortalecer la regla dual de Chile más adelante. En cualquier caso, la práctica internacional sugiere que la regularidad de reevaluación de las metas debería depender de variables directamente relacionadas con la mitigación de los riesgos que amenazan la responsabilidad fiscal. Esta idea de recalibrar las metas no se refiere a cambios discrecionales recurrentes que puedan minar la credibilidad fiscal, sino con cambios sustantivos y estructurales que requieren un refuerzo de la solidez fiscal a mediano y largo plazo.⁴⁸

5.2 Fortalecimiento de las reglas fiscales

A pesar de los criterios y principios generales descritos en la subsección previa, las reglas fiscales han enfrentado problemas de implementación. Después de la Crisis Financiera Global de 2008-2009, los países avanzados mostraron dificultades con sus reglas fiscales. Del mismo modo, la pandemia del COVID-19 interrumpió el cumplimiento de las metas fiscales tanto en países avanzados como emergentes. Esta subsección discute los desafíos adicionales que tiene la formulación y diseño de las reglas fiscales en situaciones de crisis económicas. Posteriormente, se resumen las principales lecciones para seguir fortaleciendo las reglas fiscales que se han ido proponiendo en los últimos años.

⁴⁸ En efecto, una de las propuestas discutidas más adelante sugiere que la meta del BE sea una función creciente de la deuda bruta. Esto podría interpretarse como una recalibración de la meta, motivada por la necesidad de garantizar la sostenibilidad fiscal.

Deficiencias de las reglas fiscales de primera generación

Se ha acuñado el término “las reglas fiscales de primera generación” para referirse a aquellas establecidas antes de la crisis financiera global. Así, la OCDE (2019) resume las deficiencias de estas reglas de primera generación que han llevado a su incumplimiento frecuente. Las principales deficiencias detectadas incluyen la incapacidad de distinguir claramente los períodos de expansión de los de estancamiento económico, la imposición de límites anuales, la falta de vías viables para corregir los desequilibrios fiscales y la ausencia de mecanismos sólidos para lograr el cumplimiento de las reglas.

De hecho, según la OCDE (2019), la UE adoptó un pacto fiscal que, además de remediar algunas de estas deficiencias, también transfirió cierta autoridad de los países miembros a la Comisión Europea. La lección extraída de esta experiencia es que la acción supranacional puede ser adecuada para reforzar la voluntad política hacia la responsabilidad fiscal en los distintos países.

Eyraud et al. (2018b) también resaltan que las reglas de primera generación tenían deficiencias más allá de Europa. Sostienen que las reglas intentaron combinar solo simplicidad y flexibilidad, sin establecer mecanismos adecuados de cumplimiento. A medida que las reglas demasiado simples resultaban demasiado rígidas, se fueron añadiendo disposiciones para diversas contingencias, como la adaptación de las reglas al ciclo económico. Sin embargo, esta mayor flexibilidad hizo que las reglas fueran más difíciles de cumplir. Estos autores abogan por reglas fiscales de segunda generación que tengan tres propiedades principales: simplicidad, flexibilidad y aplicabilidad.

Reformas a las reglas fiscales de primera generación y nuevos desafíos

Sin embargo, estas tres propiedades son muy difíciles de lograr simultáneamente, y las reformas de las reglas fiscales orientadas a ello han tenido dificultades para encontrar el equilibrio adecuado. En la última década, las reglas fiscales de “segunda generación” han ampliado las disposiciones de flexibilidad (por ejemplo, con nuevas cláusulas de escape) y han mejorado la implementación y cumplimiento (al introducir consejos fiscales independientes, sanciones más amplias y mecanismos de corrección). No obstante, estas innovaciones y la naturaleza incremental de las modificaciones han hecho que las reglas fiscales sean más complicadas de operar, mientras que su cumplimiento no ha mejorado necesariamente. Según, Eyraud et al. (2018b), persisten desafíos en tres áreas principales:

- **Problemas asociados a la combinación de reglas.** Las reformas se han centrado en mejorar las reglas fiscales individuales, tomadas de forma aislada y en circunstancias en las que aspectos específicos del marco fiscal se consideraban contraproducentes. Este proceso de modificaciones incrementales y parciales puede crear superposiciones, inconsistencias y confusión. También socava la credibilidad del marco fiscal al alimentar la percepción de que las reglas se pueden cambiar cuando sean inconvenientes. Los problemas asociados a la multiplicación de reglas han sido ampliamente documentados

en el contexto del marco fiscal europeo;⁴⁹ sin embargo, la tendencia hacia un mayor número de reglas por país es también un fenómeno global.

- **Complejidad de las reglas más flexibles.** Los países han ido abandonando progresivamente las reglas simples para adoptar otras más complejas que incluyen múltiples cláusulas que permiten ajustar los umbrales en circunstancias especiales. La tendencia hacia la complejidad no es nueva, pero ha cobrado un impulso durante la última década. La necesidad de flexibilizar las reglas ha sido el principal factor que ha contribuido a su creciente sofisticación.⁵⁰
- **Bajo nivel de cumplimiento de las reglas.** A pesar de las reformas encaminadas a mejorar la resiliencia y la implementación de las reglas fiscales, el cumplimiento ha sido bajo. En promedio, los países cumplen con sus reglas fiscales alrededor del 50% de las veces. Este hecho ha sido documentado para países europeos por Eyraud y Wu (2015) y Reuter (2015, 2019), quienes encuentran que las reglas fiscales se cumplen aproximadamente el 50% de las veces en los países de la UE. Por su parte, Eyraud et al. (2018b) muestran que, a niveles globales, la frecuencia del cumplimiento de las reglas también oscila en torno al 50%. En el caso de países latinoamericanos, Ardanaz et al. (2024) señalan que el promedio de cumplimiento de las reglas fiscales entre 2000 y 2020 ha sido del orden del 60%. No obstante, se observa una gran variación a lo largo del tiempo entre 20 y 80%⁵¹. De manera relevante para este estudio, Ardanaz et al. (2024) presentan evidencia de que cumplir con la regla fiscal está asociado a un menor riesgo soberano y menor aceleración de la deuda, destacando que el cumplimiento de las reglas conlleva beneficios en la mitigación de riesgos. Asimismo, los autores identifican que el cumplimiento de las reglas fiscales tiende a debilitarse durante recesiones (sin aumentar significativamente en períodos de expansión), especialmente cuando los gobiernos sobreestiman el crecimiento del PIB o cuando existen arreglos institucionales débiles que respalden un compromiso sólido con la disciplina fiscal.

Nuevos principios para fortalecer la disciplina fiscal

En primer lugar, las reglas fiscales exitosas generalmente tienen una amplia cobertura institucional y económica. Las limitaciones en la cobertura fomentan el incumplimiento y socavan la credibilidad de la regla. Actividades fiscales o cuasi-fiscales, como las operaciones extrapresupuestarias realizadas por ciertas empresas públicas, pueden debilitar el balance del sector público y amenazar la sostenibilidad fiscal si no están reguladas por las reglas fiscales. En este sentido, Reuter (2019) para países europeos, y Ardanaz et al. (2024) para países latinoamericanos, presentan evidencia de que una cobertura más amplia del sector público incrementa el cumplimiento de las reglas fiscales.

En segundo lugar, un factor clave para el éxito de las reglas fiscales es el diseño que fomenta la creación de fondos soberanos durante las fases de expansión económica y permite un apoyo fiscal adecuado durante las fases de desaceleración. Esto estuvo presente en Chile en 2006 con

⁴⁹ Eyraud y Wu (2015) y Odor y Kiss (2017).

⁵⁰ Schaechter et al. (2012).

⁵¹ Análisis sobre las reglas fiscales en Latinoamérica también están en Ulloa-Suarez y Valencia (2022) y Ulloa-Suarez (2023).

la creación de los fondos soberanos. Este aspecto resulta crucial no solo para la estabilización económica, sino también para asegurar la sostenibilidad fiscal. Además, la crisis del COVID-19 refuerza la importancia de contar con amplios fondos soberanos de manera anticipada. Una de las principales razones detrás del sesgo deficitario y el aumento de la deuda es la incapacidad de los países para ahorrar sus ingresos extraordinarios en períodos normales.

La elección de la regla es fundamental en este contexto. Por ejemplo, las reglas que permiten que los estabilizadores automáticos operen libremente, como los límites de gasto, pueden contribuir a preservar políticas contracíclicas. Esto también se sugiere que la regla del BCA debiera diseñarse para ser explícitamente contracíclica. En tiempos normales o de bonanza, incluso debiera ahorrarse más que lo estipulado por el BE si los fondos soberanos son limitados. Países como Suecia y Suiza han aplicado con éxito políticas de estabilización con reglas tipo BCA; sin embargo, estos casos no son fácilmente replicables, ya que cuentan con un historial excepcional de prudencia fiscal y mecanismos para mitigar los problemas de implementación.

En tercer lugar, y como se mencionó previamente, una buena calibración de la meta es esencial para garantizar que la regla defina un perímetro sensato para la discreción fiscal. Por ejemplo, el techo de la regla de déficit estructural en Noruega está calibrado para lograr tanto sostenibilidad fiscal a largo plazo como la equidad intergeneracional en el uso de recursos. Como se mencionó previamente, Eyraud et al. (2018a) analiza en detalle las cuestiones relacionadas con la calibración adecuada de las reglas fiscales. Aunque la calibración debe guiarse por un análisis económico serio, en la práctica los ajustes ad hoc han sido comunes. Un ejemplo de esto es la prescripción del Tratado de Maastricht, que estableció un techo de déficit del 3% del PIB combinado con un techo de deuda pública del 60%, basado en promedios europeos observados a principios de la década de los 90. Dado el crecimiento nominal actual del PIB, estas cifras podrían necesitar ajustes.

En cuarto lugar, la falta de cláusulas de escape bien diseñadas dificulta la gestión de eventos extremos. Sin ellas, las reglas suelen quedar en suspenso tras grandes shocks, o los países recurren a medidas ad hoc para adaptarse a ellos. Sin embargo, las experiencias internacionales muestran que las cláusulas de escape deben ser precisas, explícitas y aplicarse exclusivamente a eventos verdaderamente fuera del control del gobierno para ser creíbles y efectivas.

En quinto lugar, las experiencias de diversos países destacan el valor de arreglos institucionales sólidos para fomentar el cumplimiento de las reglas fiscales. Los consejos fiscales han demostrado ser efectivos al mejorar la transparencia presupuestaria, fortaleciendo la credibilidad de los datos y predicciones fiscales, y proporcionando evaluaciones de sostenibilidad a largo plazo y análisis de políticas. También mitigan la complejidad inherente a ciertas reglas mediante insumos directos, como estimaciones de BE o evaluaciones públicas del cumplimiento de las reglas a lo largo del ciclo. No obstante, mientras en Europa existe evidencia de que la presencia de consejos fiscales aumenta el cumplimiento de las reglas,⁵² en América Latina esta relación no ha sido confirmada.⁵³ Además, procedimientos de corrección de desvíos y/o errores pasados,

⁵² Por ejemplo, ver Reuter (2019).

⁵³ Ardanaz et al. (2024).

como los “frenos de deuda”, que trazan la trayectoria de ajuste después de un incumplimiento, también han contribuido a mejorar la credibilidad de la regla. Un ejemplo de esto es Suiza, donde los excesos de gasto sobre la meta fiscal se registran en una cuenta notional que debe reequilibrarse mediante ajustes de gasto posteriores una vez que los desvíos acumulados superan un cierto nivel.

En sexto lugar, Eyraud et al. (2018b) destacan que el cumplimiento puede mejorarse incrementando el costo del incumplimiento y los beneficios asociados a la disciplina fiscal. Sin incentivos adecuados en el sistema político, las reformas fiscales sofisticadas de las reglas pueden no mejorar necesariamente los resultados fiscales. Por lo tanto, es fundamental que las reformas tengan en cuenta la dimensión de la economía política mediante el diseño de incentivos más adecuados. Para que las reglas fiscales funcionen políticamente, la estructura de incentivos podría fortalecerse aún más en ambos lados, aumentando los costos asociados con el incumplimiento y creando beneficios más tangibles para quienes las cumplan. No obstante, la evidencia conocida hasta ahora no ha mostrado que la presencia reglas que tengan procedimiento para hacerlas cumplir se desvíen menos.⁵⁴

En séptimo lugar, dos factores clave para el éxito de la política fiscal basada en reglas son sistemas sólidos de gestión financiera pública y un respaldo político adecuado. Las reglas numéricas limitan el presupuesto anual, que debe ser vinculante para las decisiones gubernamentales cotidianas. Una mejor planificación, ejecución, contabilidad y presentación de informes del presupuesto pueden facilitar la implementación y el cumplimiento de las reglas. Sin embargo, el apoyo más eficaz para una política fiscal basada en reglas es la existencia de suficiente respaldo público y político para los objetivos últimos de la regla, que son, en la mayoría de los casos, responsabilidad y sostenibilidad fiscal a mediano y largo plazo. Sin este apoyo, la contabilidad creativa y otros medios de eludir las reglas son amenazas claras a su efectividad.⁵⁵ Un ejemplo de un gran respaldo político es el caso de Suecia, donde las reglas están cimentadas por un amplio consenso público y político para no volver a experimentar déficits grandes y persistentes como los de principios de los años 1990.

En octavo lugar, Davoodi et al. (2022b) subrayan el rol de una base legal sólida para las reglas fiscales. Según estos autores, un rango legal más elevado para las reglas está presente en un número cada vez mayor de países. En 2000, sólo el 30% de los países establecían reglas fiscales en la legislación. En la actualidad, más de 60 países tienen reglas fiscales incluidas en niveles legales o superiores, como leyes marco de responsabilidad fiscal o presupuestaria o en las constituciones. En 2021, más del 40 por ciento de las reglas fiscales estaban respaldadas por leyes marco de responsabilidad fiscal o presupuesto (que suelen especificar las metas numéricas y establecer requisitos de procedimiento y transparencia), el doble que hace una década y, en particular, en los países de mercados emergentes y en desarrollo. Una base legal más sólida puede ayudar a que las reglas fiscales sean más duraderas y creíbles. La OCDE (2019) también destaca

⁵⁴ Reuter (2019) y Ardanaz et al. (2024).

⁵⁵ Ver el trabajo de Milesi-Ferretti (2003) sobre cómo las reglas fiscales pueden impulsar la contabilidad creativa en sistemas fiscales débiles institucionalmente.

la relevancia de una base legal fuerte para una implementación positiva de las reglas fiscales. Basado en esta consideración y en algunas anteriores, Davoodi et al. (2022b) construyen un índice sobre la solidez de las reglas fiscales basado en cuatro criterios institucionales: (i) la base legal, (ii) la presencia de un mecanismo de seguimiento, (iii) el mecanismo de cumplimiento y corrección establecidos en caso de incumplimiento, y (iv) la flexibilidad y resiliencia frente a los shocks.

En noveno lugar, Caselli et al, (2022) enfatizan la necesidad de marcos fiscales de mediano plazo bien definidos. Según estos autores, la amplitud de los desafíos y los riesgos justifica la necesidad de mejorar los marcos fiscales de mediano plazo que combinen reglas más flexibles con instituciones más sólidas para promover unas finanzas públicas sólidas. Ellos argumentan que confiar únicamente en metas numéricas para equilibrar los dilemas de política fiscal dará lugar a reglas excesivamente complejas e ineficaces. Por otro lado, abandonar las reglas actuales en favor de principios o estándares fiscales más amplios puede ser demasiado arriesgado si los inversores y el público desconfían de las razones de los gobiernos para ese cambio, lo cual puede ser especialmente el caso cuando las vulnerabilidades de la deuda pública son elevadas. Un marco fiscal de mediano plazo que combine principios o estándares, reglas e instituciones fortalecidas logrará un mejor equilibrio entre flexibilidad y credibilidad. Los elementos clave incluyen planes fiscales de mediano plazo viables y estables con anclas fiscales transparentes; flexibilidad para responder a los shocks; y reglas basadas en una evaluación de riesgos que aseguren una senda hacia la sostenibilidad de la deuda y la acumulación de activos financieros, teniendo en cuenta al mismo tiempo los cambios en la capacidad de endeudamiento. Esto requerirá reformas significativas, tales como una mirada plurianual a los presupuestos (para reducir la dependencia excesiva de los presupuestos anuales), incorporar el cambio climático y el envejecimiento de la población en el proceso presupuestario y continuar mejorando la transparencia y la independencia de los consejos fiscales.

Aunque estas consideraciones generales se aplican a todas las economías, los países deben centrarse en las características que mejor se adapten a sus necesidades y limitaciones de capacidad. Las reglas de BCA son difíciles de implementar en los países en desarrollo, donde las fluctuaciones del ciclo económico son menos regulares y predecibles. En esos casos, las reglas ad hoc que exigen al gobierno ahorrar ingresos extraordinarios en épocas de bonanza pueden ser más fáciles de aplicar. Una calibración adecuada del umbral de la regla es esencial en todos los países, pero probablemente sea más compleja en los exportadores de materias primas, donde la calibración debe reflejar la incertidumbre sobre los precios de las materias primas tanto en el corto como en el largo plazo.

Finalmente, la reforma de las instituciones de apoyo debe ser secuencial. La prioridad para los países con sistemas de gestión financiera pública débiles es modernizarlos para que el presupuesto, que está limitado por la regla, oriente eficazmente la ejecución de los planes de gasto y la recaudación de ingresos.

5.3 Estudio de caso de países de referencia

Esta subsección presenta un resumen de los estudios de caso sobre las reglas de los países seleccionados, considerando los principios y criterios descritos en las subsecciones precedentes. También sintetiza las principales lecciones extraídas de dichos estudios de casos. Un análisis más detallado se encuentra en el Anexo A.

Se proporciona un panorama de las reglas fiscales de los países seleccionados, centrándose en cómo logran combinar las siguientes características: (i) sostenibilidad fiscal; (ii) flexibilidad ante situaciones de crisis; (iii) orientación contracíclica; (iv) transparencia y rendición de cuentas; (v) simplicidad operativa; y (vi) adaptabilidad a cambios estructurales.

Alemania. La regla fiscal alemana, llamada “Schuldenbremse” (freno de deuda), se introdujo en 2009 para controlar el endeudamiento público. Limita el déficit estructural del gobierno al 0,35% del PIB desde 2016 y prohíbe el endeudamiento estructural en los estados de Alemania desde 2020. La regla es contracíclica, permitiendo déficits durante recesiones y exigiendo superávits en tiempos de crecimiento. Existen excepciones para emergencias, y el Consejo de Estabilidad Financiera supervisa su cumplimiento.

Colombia. La regla fiscal colombiana fue establecida en 2011 para reducir la vulnerabilidad económica y gestionar los ingresos de sectores como el minero y energético. Permite cierta flexibilidad en situaciones excepcionales, como ocurrió durante la pandemia de COVID-19. Aunque ha ayudado a mejorar la estabilidad financiera, enfrenta desafíos en su implementación debido a la complejidad de calcular el déficit estructural.

Costa Rica. La regla fiscal de Costa Rica, establecida en 2018 mediante una ley especial, busca garantizar la sostenibilidad fiscal limitando el crecimiento del gasto del sector público no financiero. Establece diferentes límites de crecimiento del gasto basados en el nivel de deuda pública. Aunque es estricta, permite flexibilidad en situaciones excepcionales como emergencias nacionales o recesiones, pero sólo por un máximo de dos años. La regla ha sido útil para controlar la deuda, pero su rigidez puede dificultar la respuesta ante crisis imprevistas, afectando la inversión pública.

Eslovaquia. La regla fiscal de Eslovaquia, implementada en 2011, busca garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y mejorar la transparencia. Incluye un límite de deuda que activa diversas sanciones cuando se alcanzan ciertos umbrales en proporción al PIB. Aunque también se han propuesto techos de gasto, estos aún no se han implementado completamente. La regla ha sido efectiva para controlar el endeudamiento, pero se ha señalado la necesidad de mejoras en la aplicación de las sanciones en caso de incumplimiento y los techos de gasto, especialmente tras el aumento de la deuda durante la pandemia del COVID-19.

Nueva Zelanda. Nueva Zelanda tiene un marco fiscal flexible establecido por la Ley de Finanzas Públicas, que promueve la responsabilidad fiscal sin imponer límites numéricos estrictos. El enfoque se centra en la sostenibilidad a largo plazo, permitiendo a los gobiernos adaptar sus políticas fiscales según las circunstancias económicas. Aunque es flexible, la falta de parámetros numéricos específicos se percibe como una debilidad, pudiendo generar

inconsistencias en la evaluación del desempeño fiscal. La transparencia es clave, con informes regulares que permiten monitorear el cumplimiento de los objetivos fiscales.

Suecia. Suecia cuenta con un marco fiscal robusto que incluye un objetivo de superávit, un ancla de deuda, un techo de gasto y la obligación de un presupuesto equilibrado para los gobiernos locales. Estos mecanismos aseguran la sostenibilidad fiscal a largo plazo y ayudan a suavizar los ciclos económicos. Aunque la regla es flexible en algunos aspectos, su rigidez en cuanto al techo de gasto puede limitar la capacidad de respuesta ante crisis imprevistas. La transparencia y el seguimiento son garantizados por agencias independientes, como el Consejo de Política Fiscal Sueco.

Suiza. La regla fiscal de Suiza, conocida como “freno a la deuda”, fue implementada en 2003 para mantener el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico. Esta regla exige superávits durante los períodos de crecimiento y permite déficits en recesiones, ayudando a estabilizar la economía sin comprometer la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Aunque es flexible ante crisis como la pandemia de COVID-19, la regla incluye mecanismos explícitos para compensar los déficits generados en excesos a la meta en el pasado. Su aplicación ha sido clave para reducir la deuda y mantener la estabilidad financiera del país.

A modo de conclusión del estudio de los países seleccionados, se observa que las reglas fiscales efectivas comparten varias características claves que aseguran su éxito en la promoción de la sostenibilidad fiscal y la estabilidad económica. A continuación, se presenta un resumen de estas características.

Sostenibilidad Fiscal. Una de las metas principales de cualquier regla fiscal es garantizar que el endeudamiento público se mantenga dentro de límites manejables a largo plazo. Esto implica la implementación de restricciones claras al déficit estructural y a la deuda pública, como se observa en el caso de Alemania y Costa Rica, donde se imponen límites estrictos sobre el endeudamiento.

Flexibilidad ante situaciones de crisis. Aunque las reglas fiscales deben ser estrictas para evitar un endeudamiento excesivo, es esencial que incluyan mecanismos de flexibilidad ante eventos adversos, como cláusulas de escape, para responder a choques económicos imprevistos, como crisis financieras o desastres naturales. Países como Colombia, Costa Rica y Suiza permiten desviaciones temporales en situaciones de emergencia, garantizando la capacidad de adaptación a condiciones económicas adversas sin comprometer la disciplina fiscal a largo plazo.

Orientación contracíclica. Las reglas fiscales contracíclicas, como las de Alemania, Suiza y Suecia, permiten que los gobiernos incurran en déficits durante recesiones y acumulen superávits en tiempos de crecimiento económico. Esto no sólo ayuda a suavizar los ciclos económicos, sino que también estabiliza la demanda agregada, minimizando la volatilidad en las finanzas públicas.

Transparencia y rendición de cuentas. La transparencia en la formulación, seguimiento y cumplimiento de las reglas fiscales es crucial para generar confianza pública y asegurar que las políticas sean efectivas. En países como Nueva Zelanda y Suecia, la transparencia se refuerza mediante informes regulares y la supervisión por parte de consejos fiscales independientes (o equivalentes) que monitorean el cumplimiento de las reglas.

Simplicidad operativa. Aunque muchas reglas fiscales son técnicamente sofisticadas, como la de Suecia con su objetivo de superávit y ancla de deuda, su simplicidad en la implementación es vital para garantizar que los mecanismos sean claros y comprendidos por los responsables de las políticas fiscales tanto en el poder ejecutivo como en el legislativo. Las reglas que dependen de cálculos complejos, como las de Colombia y Eslovaquia, pueden presentar desafíos en su implementación y monitoreo.

Adaptabilidad a cambios estructurales. Las reglas fiscales deben estar diseñadas no solo para responder a las condiciones económicas inmediatas, sino también para adaptarse a cambios estructurales de largo plazo, como el envejecimiento de la población, el cambio climático o fluctuaciones de baja frecuencia en los precios de las materias primas. La regla fiscal suiza, con su enfoque en la estabilidad presupuestaria a lo largo del ciclo económico, y las propuestas de reformas en Colombia reflejan la importancia de esta adaptabilidad.

En consecuencia, una regla fiscal exitosa combina un compromiso con la sostenibilidad fiscal con flexibilidad, contraciclicidad, transparencia y simplicidad operativa, mientras permite la adaptación a eventos extraordinarios y cambios estructurales. La capacidad de balancear estas características es crucial para que las reglas fiscales promuevan la estabilidad económica y finanzas públicas sostenibles de forma creíble sin comprometer el crecimiento ni la inversión pública en tiempos de crisis.

5.4 Propuestas para el fortalecer la implementación de la regla fiscal de Chile

Esta subsección propone propuestas para el fortalecimiento de la regla dual en Chile derivadas de los análisis obtenidos en las subsecciones previas, también toma en cuenta el marco conceptual desarrollado en el Anexo C.

Recomendación: Se debería integrar formalmente la regla dual en un marco fiscal de mediano y largo plazo.

Para fortalecer la gestión fiscal y mejorar la estabilidad de las finanzas públicas, es crucial integrar formalmente la regla dual en un marco fiscal de mediano y largo plazo. Este marco debe evaluar de manera exhaustiva los riesgos fiscales y analizar en detalle la dinámica de los activos y pasivos del GC. Esta integración sistémica de la regla dual en un marco fiscal de mediano y largo plazo no solo ayuda a promover una mejor alineación entre las metas y las perspectivas fiscales y económicas del país, sino también a un mayor control de los riesgos financieros, contribuyendo a la estabilidad de la deuda pública.

Recomendación: Se debería continuar usando la deuda bruta como ancla fiscal, pero incorporar explícitamente el rol de los activos financieros relevantes en el análisis de sostenibilidad fiscal. Se debería incluir también objetivos explícitos para los activos del Tesoro Público dentro del marco fiscal. En particular, se recomienda tener una estrategia clara para recomponer el tamaño del FEES. Tal como lo propone el FMI (2023c), se sugiere mantener el FEES en un rango de al menos entre el 5% y el 7% del PIB en tiempos normales.

Un aspecto clave en esta integración mencionada en el punto anterior, es incluir explícitamente objetivos para los activos del Tesoro Público en la definición de las metas fiscales de la regla dual. Los activos del Tesoro Público, como el FEES, desempeñan un papel esencial en la gestión de los riesgos fiscales como lo ilustra la respuesta fiscal durante la crisis global en el 2008-2009 y durante la pandemia del COVID-19. Al considerar estos activos en el diseño de las metas fiscales, se podría mejorar la flexibilidad y resiliencia de la política fiscal ante eventos imprevistos, como crisis económicas o caídas bruscas en los ingresos fiscales. De esta manera, se garantiza que las decisiones fiscales se tomen con una visión integral, considerando tanto los pasivos como los activos del GC. El estudio reciente del FMI (2023c) propone que el FEES esté en un rango de 5-7% del PIB, y este informe sugiere mantener ese nivel como un objetivo dentro del marco fiscal. Este nivel objetivo debiera considerarse como la meta fiscal relevante para el FEES y no debería revisarse con cada administración para evitar que eso dañe la credibilidad de la regla y marco fiscal de mediano plazo. Si bien cambios estructurales relacionados con los riesgos fiscales de mediano plazo podrían sugerir una revisión de este nivel objetivo, las tensiones geopolíticas, de cambio climático y el envejecimiento de la población podrían implicar una revisión al alza, en lugar de una disminución, de este nivel precautorio para el FEES.

Recomendación: El marco fiscal debe incorporar un enfoque de análisis de riesgos para las proyecciones de las finanzas públicas.

Además, es fundamental enfatizar un análisis de riesgos más detallado en relación con la dinámica de los activos y pasivos del gobierno. Este enfoque también tiene que estar vinculado a la regla dual que la muestre como una función de reacción explícita, buscando mitigar los riesgos fiscales de manera proactiva. En lugar de simplemente responder a los desequilibrios financieros, la regla dual serviría como un mecanismo que ajusta automáticamente las políticas fiscales ante señales tempranas de riesgo a la sostenibilidad. Este enfoque preventivo reduciría la probabilidad de desajustes fiscales grandes y costosos en el futuro; y aumentaría la capacidad del gobierno para reaccionar de manera efectiva ante cambios en el entorno económico. En este sentido es importante mencionar el Fiscal Monitor recientemente publicado por el FMI,⁵⁶ donde se presenta un marco conceptual denominado “debt-at-risk”. Este marco conceptual busca evaluar los riesgos de las proyecciones base de la deuda pública de los países. Este enfoque de evaluación de riesgos fiscales está relacionado con la necesidad de monitorear la composición de monedas de la deuda bruta, tomando en cuenta la volatilidad cambiaria y el rollover risk que enfrentan países emergentes como Chile. En efecto, en informes recientes del CFA se han incluido estas preocupaciones sobre la composición de la deuda y el riesgo de refinanciamiento (*rollover risk*). Por ello, es importante construir un marco fiscal de mediano plazo que monitoree regularmente estos riesgos y que puede relacionarse con las metas fiscales de la regla dual.

Recomendación: Se debería seguir una secuencia lógica para la implementación operativa de la regla dual.

⁵⁶ Ver FMI (2024c).

Asimismo, es necesario refinar la secuencia lógica de la regla dual. Hay que enfatizar que la parte del BE es una parte operativa de la regla en conjunto con el nivel prudente de deuda pública. En primer lugar, habría que computar la meta del gasto del GC con la estimación de los ingresos estructurales al momento de la elaboración del presupuesto de cada año. Evitar computar trimestralmente el BE porque se muestra volátil esta estimación, incluso sin cambios en los parámetros estructurales como el PIB potencial y el precio del cobre de largo plazo. Si bien es importante mantener el seguimiento de la ejecución del presupuesto en los Informe Trimestrales de Finanzas Públicas de la DIPRES, genera un poco de confusión que la estimación del BE cambie sin que haya existido necesariamente un cambio en la ejecución de gasto público comprometido en el presupuesto y sin cambios en los parámetros estructurales. En vez de reestimar el BE en cada trimestre durante la ejecución del presupuesto, computar el BE coherente con el cumplimiento de la meta de gasto del GC establecida en el presupuesto al cierre del año de la ejecución del presupuesto. Finalmente, computar la diferencia entre la estimación del BE en el presupuesto y la del cierre del año; y acumularla en una cuenta notional. Hay que reconocer que esta propuesta requiere proyecciones realistas de ingresos fiscales (particularmente los primarios dados lo propuesto en la Sección 3 sobre el BE primario) al momento de la elaboración del presupuesto, toda vez que existe preocupación de que las proyecciones de ingresos fiscales pueden tener un sesgo optimista. Por lo tanto, pudiera ser necesario complementar el rol del CFA como contrapeso en la elaboración de estas proyecciones de ingresos fiscales.⁵⁷ No obstante, es importante resaltar que esta modificación de la secuencia lógica de la implementación de la meta del BE proporcionaría de todas formas un seguimiento continuo del desempeño fiscal y asegurando que cualquier desviación en las estimaciones sea reconocida, pero evitando un exceso de ajuste fiscal durante el año de ejecución sin que tenga que ver con cambios en los parámetros estructurales.

Recomendación: Se debería explicitar el rol de la regla dual como función de reacción que garantiza el cumplimiento de los objetivos fiscales, tanto para la deuda como los activos financieros.

El Anexo C muestra los criterios para que la regla fiscal logre estabilizar la deuda por debajo del nivel prudente establecido en la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal. También en dicho anexo se muestra que debe existir una coherencia entre los objetivos para los activos del Tesoro Público (por ejemplo, el FEES) y las metas para el BE. En última instancia, la regla dual debe tener como objetivo estabilizar la deuda pública, evitando que crezca de manera insostenible. Además, debe incluir mecanismos de corrección y ajuste que permitan restablecer el equilibrio fiscal sin comprometer otros objetivos de responsabilidad fiscal. Estos mecanismos son fundamentales para garantizar que, si una meta fiscal no se cumple, el sistema reaccione automáticamente para corregir el rumbo posteriormente, protegiendo la estabilidad financiera a largo plazo. Así, en concreto se propone que la meta del BE sea una función creciente de varias variables clave. En primer lugar, debe estar vinculada a la relación deuda bruta/PIB, o al crecimiento de esta, de

⁵⁷ La sección 6 analizará en mayor detalle este tema que tiene que ver con el rol del CFA en el fortalecimiento de la regla dual.

modo que, si la deuda crece de manera acelerada, las metas fiscales se ajusten automáticamente para mitigar el riesgo. En segundo lugar, debe considerarse la diferencia entre los activos del Tesoro Público y el nivel precautorio de estos activos establecido como objetivo. Estos activos, como el FEES o el FRP, representan una fuente de respaldo financiero crucial en tiempos de crisis, por lo que deben estar integrados en las decisiones fiscales para lograr recomponer sus tamaños deseados. Por último, la cuenta nocional que acumula la diferencia entre la estimación del BE en el presupuesto y su valor al cierre del año debe ser otra variable que condiciona la meta del BE. Esto último es similar a lo llevado a cabo por Suiza cuando se acumulan desvíos de las metas fiscales.

Un ejemplo concreto para la última recomendación sería considerar lo siguiente. A partir de un escenario base para la meta del BE primario, incrementar la meta hacia un nivel más exigente en función del rango donde se ubiquen variables fiscales claves como: la deuda bruta, los activos del Tesoro Público (por ejemplo, FEES) y la cuenta nocional de los desvíos acumulados de la estimación del BE en la elaboración del presupuesto y el obtenido al cierre del año de ejecución. Esto sería similar a los esquemas que tienen Costa Rica y Eslovaquia. Una sugerencia para cada una de las variables fiscales consideradas están en los Cuadros 5.4.A, 5.4.B y 5.4.C.

Un aspecto importante de esta recomendación se basa en que el nivel prudente de la deuda bruta está definido de manera invariante en 45% del PIB. Retomando la discusión sobre las prácticas internacionales de recalibrar las metas fiscales, es importante resaltar que en este caso no se está proponiendo revisar el objetivo de nivel prudente de deuda bruta. Como se mencionó en el caso del FEES, si bien se podría argumentar que existen cambios estructurales que justifiquen una revisión del nivel prudente de la deuda bruta como porcentaje del PIB, dicha revisión debería ocurrir con muy poca frecuencia (por ejemplo, no menos de diez años) y el CFA podría tener un rol en determinar la pertinencia de dicho cambio. Además, en comparación con los riesgos considerados al determinar el 45% del PIB con la información hasta el 2023, se podría argumentar que el escenario internacional se ha vuelto más desafiante, con un aumento de los riesgos que impactan la política fiscal, en lugar de una disminución. Por lo tanto, una revisión del nivel prudente, considerando el contexto internacional actual, incluso podría sugerir un nivel ligeramente más bajo para la deuda bruta como porcentaje del PIB y nivel más alto para el FEES.

Cuadro 5.4.A Incremento en la meta del BE primario según deuda bruta

Alternativa 1: Nivel de la deuda Bruta como porcentaje del PIB (promedio últimos dos años)	Alternativa 2: Cambio acumulado en los dos últimos años de la deuda bruta como porcentaje del PIB	Exigencia adicional de la Meta del BE primario por sobre la meta base (pp del PIB)
Menor a 40%	Menor a 5%	0,0
40-41%	5-7%	0,1
41-42%	7-9%	0,2
42-43%	9-11%	0,3
43-44%	11-13%	0,4
44-45%	13-15%	0,5

Cuadro 5.4.B Incremento en la meta del BE primario según tamaño del FEES

Nivel del FEES como porcentaje del PIB	Exigencia adicional de la Meta del BE primario por sobre la meta base (pp del PIB)
Mayor o igual a 5%	0,0
4-5%	0,1
3-4%	0,2
2-3%	0,3
1-2%	0,4
0-1%	0,5

Cuadro 5.4.C. Incremento en la meta del BE primario según saldo en la cuenta nacional de los desvíos acumulados de las estimaciones del BE primario

Nivel de la cuenta nacional como porcentaje del PIB	Exigencia adicional de la Meta del BE primario por sobre la meta base (pp del PIB)
Menor a 1%	0,0
1-2%	0,1
2-3%	0,2
3-4%	0,3
4-5%	0,4

Por otra parte, la recomendación anterior de establecer la regla dual como una función de reacción que garantice el cumplimiento de los objetivos fiscales es coherente con la idea de tener un objetivo para la deuda bruta, pero también una estrategia explícita y medible para los activos financieros del Fisco. Además, esta recomendación propone que la meta de BE esté debida y explícitamente conectada en los decretos de política fiscal con los objetivos para la deuda bruta y los activos financieros relevantes del gobierno (por ejemplo, FEES).

A nivel operativo de la regla dual y como se ha discutido previamente, también han existido avances en formalizar varios aspectos en la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal, como las cláusulas de escape y mayores atribuciones para el CFA en emitir opinión sobre materias relevantes para resguardar la responsabilidad y sostenibilidad fiscal. Sin embargo, tal como está formulada la actual de Ley de Responsabilidad Fiscal, la implementación de medidas correctivas tiene algún grado de ambigüedad, ya que en el caso de activación de cláusulas de escape la Ley sólo establece que el Ministro de Hacienda dará explicaciones sobre las medidas para restaurar una trayectoria sostenible al Congreso y deberá informar también al CFA. Así, no se establece si hay consecuencias si las medidas correctivas propuestas no se cumplen o quién determinaría ese incumplimiento. En el caso de desvío de las metas sin activación de cláusulas de escape, las medidas correctivas propuestas por el Ministro de Hacienda cuentan con mayor contrapeso, dado que se faculta explícitamente al CFA para emitir opinión sobre dichas medidas. Por lo tanto, sería recomendable implementar mecanismos más explícitos y que el gobierno deba justificar en caso de decidir no seguirlos. En el corto plazo, para fomentar mayor transparencia,

el CFA podría tener una mayor atribución para emitir su opinión sobre las medidas correctivas en todas las circunstancias de desvío y no sólo cuando no se activan las cláusulas de escape.⁵⁸

Recomendación: Se debería incluir mecanismos y procedimientos explícitos – ya sea en la Ley de Responsabilidad Fiscal u otro tipo de ley o decreto relacionado-- que definan cómo deben operar las medidas correctivas tras la activación de las cláusulas de escape y otorguen al CFA un rol más claro en la evaluación de su pertinencia.

En resumen, estas recomendaciones plantean que una regla fiscal dual bien diseñada debe integrar los riesgos fiscales, los activos del Tesoro Público y los mecanismos correctivos de manera clara y operativa. Esta combinación permitiría no solo estabilizar la deuda del GC, sino también mejorar la capacidad del gobierno para gestionar crisis y adaptarse a un entorno económico cambiante, garantizando al mismo tiempo la responsabilidad fiscal a largo plazo. El Cuadro 5.4.D resume las recomendaciones presentadas en esta sección.

Cuadro 5.4.D. Recomendaciones de la Sección 5

1	Se debería integrar formalmente la regla dual en un marco fiscal de mediano y largo plazo.
2	Se debería continuar usando la deuda bruta como ancla fiscal, pero incorporar explícitamente el rol de los activos financieros relevantes en el análisis de sostenibilidad fiscal. Se debería incluir también objetivos explícitos para los activos del Tesoro Público dentro del marco fiscal. En particular, se recomienda tener una estrategia clara para recomponer el tamaño del FEES. Tal como lo propone el FMI (2023c), se sugiere mantener el FEES en un rango de al menos entre el 5% y el 7% del PIB en tiempos normales.
3	El marco fiscal debe incorporar un enfoque de análisis de riesgos para las proyecciones de las finanzas públicas.
4	Se debería seguir una secuencia lógica para la implementación operativa de la regla dual.
5	Se debería explicitar el rol de la regla dual como función de reacción que garantiza el cumplimiento de los objetivos fiscales, tanto para la deuda como los activos financieros.
6	Se debería incluir mecanismos y procedimientos explícitos – ya sea en la Ley de Responsabilidad Fiscal u otro tipo de ley o decreto relacionado-- que definan cómo deben operar las medidas correctivas tras la activación de las cláusulas de escape y otorguen al CFA un rol más claro en la evaluación de su pertinencia.

6. El rol del CFA

Desde la emergencia de los CFIs, la literatura ha documentado cómo apoyan a una mejor conducción de la política fiscal. El FMI (2013) argumenta que los CFIs contribuyen a promover una mejor disciplina fiscal, siempre que el CFI esté bien diseñado y, en particular, cuenta con la debida independencia. Lo mismo fue encontrado por Hagemann (2010), quien también ofrece evidencia empírica de que los países con un CFI tienden a tener menores déficits presupuestarios, lo cual fue confirmado para países de la Unión Europea por Căpraru et al. (2022). Dicho estudio también muestra una asociación entre la presencia de CFIs y el mejor cumplimiento de reglas fiscales, al igual que Beetsma et al. (2019), que además muestran una asociación con mejores predicciones fiscales. Hemming y Joyce (2013) argumentan que los CFIs promueven la transparencia fiscal, lo que a su vez fomenta mayor responsabilidad.⁵⁹ Finalmente, varias de las contribuciones del libro editado por Kopits (2013) muestran una relación entre la presencia de

⁵⁸ Se volverá al rol de CFA en las medidas correctivas en la Sección 6.

⁵⁹ Ver también el análisis teórico de Beetsma et al. (2022).

CFIs y la sostenibilidad de la deuda pública. Con todo, es probable que los CFIs continúen existiendo, como argumenta von Hagen (2018).

En la Sección 2 se mostró las funciones y atribuciones del CFA. De los diez puntos resumidos en dicho anexo, cuatro comienzan con la palabra “evaluar” ya que un rol importante de CFA es justamente evaluar la sostenibilidad de la política fiscal, lo cual significa que debería tener acceso a la información para poder llevar a cabo tales evaluaciones y analizar riesgos potenciales para el cumplimiento de la regla dual. Por ello, el CFA también tiene un rol en evaluar la transparencia fiscal y hacer observaciones al respecto tal como hacer recomendaciones para cierre de las brechas de transparencia observadas.

En este contexto, esta sección discute el rol del CFA en la implementación de la regla fiscal dual en Chile. La Subsección 6.1 presenta brevemente la situación actual del CFA, mientras la Subsección 6.2 discute los indicadores que el CFA debería considerar monitorear, análisis que debería llevar a cabo e informes que deberían publicar, todo en el contexto de la regla dual y la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal. Esta discusión también incluye propuestas sobre funciones adicionales que el CFA podría cumplir en el futuro para dar mayor incentivo al cumplimiento de la regla dual. La Subsección 6.3 concluye con una síntesis breve.

6.1. CFA en la actualidad

El Consejo Fiscal en Chile fue creado en 2013, inicialmente como un consejo asesor dentro de la Hacienda y posteriormente se reformuló a su forma actual en febrero del 2019 con propios recursos e independencia legal. OCDE (2020) incluye recomendaciones para Chile para fortalecer el análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas de largo plazo que realice el CFA. Caldera Sánchez et al. (2024) presenta una tipología de CFIs en la OCDE y para América Latina donde, entre otras cosas, incluye a Chile como un caso de estudio. El Cuadro 6.1.A muestra mandatos y funciones del CFA y los países de referencia incluidos en Caldera Sánchez et al. (2024). De las cinco funciones evaluadas, el CFA tiene 2, mientras, por ejemplo, el CFI de Eslovaquia tiene todas las funciones.

Cuadro 6.1.A. Funciones de CPIs en países selectos

	Funciones				
	Monitorear cumplimiento con la regla fiscal	Análisis de Sostenibilidad de largo plazo	Evalúa únicamente los pronósticos macroeconómicos o fiscales	Elabora pronósticos macroeconómicos o fiscales	Cuantificar costos de políticas
Chile	X	X	(X)		
Alemania	X		X		
Eslovaquia	X	X	X	X	X
Suecia	X	X	X		
Muestra	67,5%	70%	85%	42,5%	55%

Fuente: Caldera Sánchez et al. (2024).

Notas: Muestra refiere a los 30 países incluidos en la Tabla 2 en Caldera Sánchez et al. (2024). (X) indica que la función fue incluida en la modificación de la Ley N.º 21.148 en agosto de 2024.

La Ley de Responsabilidad Fiscal (N.º 21.683) promulgada este año también introdujo cambios en la Ley N.º 21.148 que creó al CFA. Las principales atribuciones incorporadas al CFA son los siguientes. “Evaluar y monitorear las proyecciones de los indicadores que guíen las reglas fiscales vigentes y de los activos financieros del Tesoro Público, para el año en ejecución, el presupuestado y aquellos comprendidos en el programa financiero de mediano plazo, incluyendo escenarios alternativos”. Con lo anterior, Chile tiene un “(X)” respecto a la tercera función en línea con los CFIs de la mayoría de los países, ya que fue recientemente incluida.

La Tabla 3 en Caldera Sánchez et al. (2024) muestra que el CFA tiene relativamente pocos recursos en comparación con otros consejos en la OCDE, lo cual limita sus capacidades de elaborar opiniones fundadas sobre, por ejemplo, la implementación y funcionalidad de la regla dual. Además, los miembros del CFA son todos de tiempo parcial. De las instituciones⁶⁰ incluidas en la comparación en Caldera Sánchez et al. (2024), 17 tienen consejeros de tiempo completo, 14 consejeros de tiempo parcial, mientras 7 tienen ambos. Mientras hay ventajas en incluir en el consejo personas que tienen otra ocupación (por ejemplo, en academia), para la continuidad del trabajo también hay ventajas que algunos de los miembros del consejo, por ejemplo, el Presidente y el Vicepresidente, están empleados a tiempo completo. Sin embargo, esto depende del caso particular y antes de una posible implementación en Chile sería necesario realizar un estudio para evaluar costos y beneficios de esta sugerencia.

Recomendación: El CFA debería llevar a cabo un estudio basado en experiencias de otros países para evaluar si los consejeros del CFA deberían ser contratados en tiempo completo, tiempo parcial o una combinación de ambas modalidades.

Por otra parte, OCDE (2014) presenta sus principios para CFIs, y el principio 9.1. establece que el trabajo de los CFIs debería ser evaluados por externos. Tales evaluaciones promueven la independencia y la transparencia y apoyan un proceso continuo para mejorar sus labores. Sería recomendable que el CFA establezca un mecanismo para llevar a cabo tal evaluación regularmente.

Recomendación: El CFA debería desarrollar un procedimiento para evaluaciones externas de las labores del CFA. Esta evaluación podría ser realizada por expertos nacionales o internacionales.

6.2. Indicadores, análisis e informes⁶¹

En el contexto de la regla dual, el CFA debería monitorear una serie de indicadores para garantizar la sostenibilidad fiscal, el cumplimiento de las metas establecidas y una evaluación de riesgos al respecto. El CFA, en línea con CFIs de otros países, ya publican informes trimestrales que evalúan y monitorean la regla dual.⁶² Dichos informes contienen análisis detallados sobre los

⁶⁰ Algunos países tienen dos CFIs.

⁶¹ Aunque no se menciona explícitamente en las recomendaciones de esta sección, la incorporación de nuevas funciones del CFA debería estar acompañada de los recursos humanos, financieros y tecnológicos necesarios para llevarlos a cabo.

⁶² CFA (2024b) es un ejemplo de este tipo de informes.

supuestos macroeconómicos para el año en curso y de los próximos cuatro años; y también proyecciones fiscales del año en curso y los próximos cuatro años. También incluyen síntesis sobre los riesgos fiscales y recomendaciones concretas en miras de resguardar la responsabilidad fiscal.

Respecto al BE, en primer lugar, la prioridad debería ser monitorear y opinar sobre los parámetros utilizados para calcular el ingreso estructural. Dicha evaluación debe incluir comparaciones con proyecciones de otras entidades internacionales relevantes, como el FMI y agencias clasificadoras de riesgo soberano. En este contexto sería recomendable también analizar las implicancias de las diferencias entre las predicciones para la acumulación de la deuda y hacer recomendaciones sobre prudencia en los gastos, si fuese necesario. Dichos análisis deberían ser publicados en forma de una Nota del CFA.^{63 64}

Recomendación: El CFA debería evaluar la sensibilidad de los ingresos fiscales estructurales a cambios en los parámetros estructurales utilizados y contrastarla con estimaciones alternativas. También debería publicar notas al respecto en conexión a las predicciones de los comités de expertos independientes para el PIB No Minero Tendencial y el Precio de Referencia del Cobre.

En segundo lugar, es necesario monitorear regularmente los gastos fiscales y el cumplimiento del BE. Este monitoreo incluye una evaluación de los gastos e ingresos proyectados. También estimaciones del PIB y sus revisiones, ya que el BE está expresado en porcentaje del PIB. En este contexto también es relevante evaluar críticamente consecuencias para el cumplimiento de la regla dual de propuestas de políticas públicas que inciden las finanzas del gobierno y emitir informes al respecto para que la información está disponible para la discusión pública. En efecto, como se muestra en el Cuadro 6.1.A, más que la mitad de los CFIs analizados, incluyendo Eslovaquia, cuantifican costos fiscales de propuestas de políticas públicas.

Recomendación: El CFA debería estar facultado para revisar y emitir opinión sobre los informes financieros de proyectos de ley sistemáticamente relevantes para la política fiscal.

Recomendación: El CFA debería evaluar las consecuencias de proyectos de ley sobre el BE y la deuda del gobierno; y publicar notas al respecto como insumo para el debate político.

Para la evaluación de la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo, es importante contar con estimaciones independientes de la deuda bruta y activos financieros fiscales. El CFA, como entidad políticamente independiente, puede brindar información valiosa para las discusiones sobre la sostenibilidad fiscal presentando sus propios pronósticos relacionadas al mediano y largo plazo, en línea con gran parte de los CFIs de la OCDE.

⁶³ CFA (2022) es un ejemplo donde el Consejo publicó su opinión sobre el funcionamiento de los comités consultivos del PIB No Minero Tendencial y del Precio de Referencia del Cobre, pero no es una comparación de los parámetros concretos utilizado para el cálculo de ingreso estructural.

⁶⁴ Una alternativa, que requiere más recursos, es que el CFA maneje su propio modelo macroeconómico de grande escala para poder elaborar predicciones macroeconómicas y fiscales alternativas en línea con CFIs de otros países.

Recomendación: El CFA debería elaborar proyecciones propias de la deuda bruta y los activos financieros a mediano y largo plazo, y a su vez, publicar información al respecto explicando las diferencias respecto a las estimaciones de la DIPRES.

Con la modificación de la Ley de Responsabilidad Fiscal, se incluyen la posibilidad de activar cláusulas de escape en la ocurrencia de desastres naturales o eventos que ocasionen un deterioro significativo en las condiciones macroeconómicas. Sin embargo, no está especificado que es, por un deterioro significativo y/o quién determina esa situación. Para adelantar eventos que pueden activar dichas cláusulas, el CFA puede elaborar un catastro de ocurrencias posibles, por ejemplo, causados por el cambio climático y, basado en experiencias internacionales, puede estimar los efectos macroeconómicos potenciales.

Recomendación: El CFA debería evaluar riesgos futuros que puede llevar a activar las cláusulas de escape. Debería publicar información respecto a costos relacionados a diferentes riesgos y actualizar dicha información periódicamente, por ejemplo, una vez al año.

Como se mencionó, la nueva Ley de Responsabilidad Fiscal estipula que después de la activación de cláusula de escape se debe presentar medidas correctivas para restaurar una trayectoria fiscal sostenible. Sin embargo, no está especificado como deberían ser diseñadas estas medidas correctivas. Por la transparencia, sería de utilidad contar con una *benchmark* para estas medidas correctivas. Con un *benchmark* preciso para estas medidas, la discusión de cómo diseñarlas en casos particulares puede tornarse más fructífera y con mayor claridad en la explicación de los ajustes realizados con respecto al *benchmark*.

Recomendación: El CFA debería desarrollar un *benchmark* para medidas correctivas luego de activaciones de cláusulas de escapes. De ser el caso, argumentar por qué en una situación particular sería necesario medidas correctivas desviadas del *benchmark*.

Un tema central para el CFA es la evaluación de riesgos respecto a la sostenibilidad fiscal. Para evaluar dichos riesgos sería necesario incluir evaluaciones sobre pagos de intereses de la deuda (ver subsección 4.3), pero también riesgos relacionados al tipo de cambio y tener claridad sobre cuáles son los pasivos que no estén incluidas en la deuda del gobierno, que en el futuro pueden constituir un riesgo fiscal relevante.

Recomendación: El CFA debería evaluar riesgos respecto a los gastos de intereses de la deuda, incluyendo el riesgo de refinanciamiento (*rollover risk*), riesgo cambiario y otros riesgos derivados de la renta de propiedad de los activos financieros. También debería monitorear otros pasivos no incluidos en la deuda bruta del gobierno. Informar al público los resultados en reportes regulares.

Para poder llevar a cabo sus funciones como una institución independiente y creíble, es importante que el CFA tenga acceso a la información necesaria sin tener que dedicar demasiados recursos administrativos. Por ello, es crucial establecer un mecanismo que asegure un flujo rápido de información entre, principalmente, el CFA, DIPRES y la CGR. Estos canales deberían ser garantizados por ley, con sanciones estipuladas en caso de incumplimiento.

Recomendación: El CFA debería establecer canales respaldados por la ley, con sanciones definidas en caso de incumplimiento, que aseguren que el CFA pueda acceder a la información necesaria para cumplir con sus funciones.

En el futuro, se podría considerar al CFA como una institución que juegue un rol más determinante en la regla fiscal. Por ejemplo, que sea el encargado de proponer las metas del BE y el gobierno debe justificar si adopta o no dicha propuesta. Sin embargo, el rol tradicional de los CFIs se limita a la supervisión, monitoreo e incluso, asesoría sobre las metas fiscales. Para que el CFA tuviera la facultad de proponer las metas del BE, sería necesario un cambio institucional profundo y sin precedentes, lo que requeriría un estudio exhaustivo de los pros y contras asociados a dicho cambio. Tal estructura podría ser favorable para la transparencia y confianza de la política fiscal, pero también podría poner en riesgo la independencia política del CFA.

Cuadro 6.3.A. Recomendaciones de la Sección 6

1	El CFA debería llevar a cabo un estudio basado en experiencias de otros países para evaluar si los consejeros del CFA deberían ser contratados en tiempo completo, tiempo parcial o una combinación de ambas modalidades.
2	El CFA debería desarrollar un procedimiento para evaluaciones externas de las labores del CFA. Esta evaluación podría ser realizada por expertos nacionales o internacionales.
3	El CFA debería evaluar la sensibilidad de los ingresos fiscales estructurales a cambios en los parámetros estructurales utilizados y contrastarla con estimaciones alternativas. También debería publicar notas al respecto en conexión con la publicación de las predicciones de los comités de expertos independientes para el PIB No Minero Tendencial y el Precio de Referencia del Cobre.
4	El CFA debería estar facultado para revisar y emitir opinión sobre los informes financieros de proyectos de ley sistemáticamente relevantes para la política fiscal.
5	El CFA debería evaluar las consecuencias de proyectos de ley sobre el BE y la deuda del gobierno; y publicar notas al respecto como insumo para el debate político.
6	El CFA debería elaborar proyecciones propias de la deuda bruta y los activos financieros a mediano y largo plazo, y a su vez, publicar información al respecto explicando las diferencias respecto a las estimaciones de la DIPRES.
7	El CFA debería evaluar riesgos futuros que puede llevar a activar las cláusulas de escape. Debería publicar información respecto a costos relacionados a diferentes riesgos y actualizar dicha información periódicamente, por ejemplo, una vez al año.
8	El CFA debería desarrollar un <i>benchmark</i> para medidas correctivas luego de activaciones de cláusulas de escapes. De ser el caso, argumentar por qué en una situación particular sería necesario medidas correctivas desviadas del <i>benchmark</i> .
9	El CFA debería evaluar riesgos respecto a los gastos de intereses de la deuda, incluyendo el riesgo de refinanciamiento (<i>rollover risk</i>), riesgo cambiario y otros riesgos derivados de la renta de propiedad de los activos financieros. También debería monitorear otros pasivos no incluidos en la deuda bruta del gobierno. Informar al público los resultados en reportes regulares.
10	El CFA debería establecer canales respaldados por la ley, con sanciones definidas en caso de incumplimiento, que aseguren que el CFA pueda acceder a la información necesaria para cumplir con sus funciones.

6.3. Síntesis

Como mencionan Caldera Sánchez et al. (2024), desde la creación del consejo asesor en 2013, el CFA de Chile ha avanzado considerablemente en términos de autonomía y las funciones que realiza. No obstante, se puede avanzar en varios aspectos para llegar a los estándares de los mejores CFIs del mundo. Para ello, sería necesario fortalecer su independencia respecto al

Ministerio de Hacienda. También se propone análisis adicionales que el CFA podría llevar a cabo para contribuir al cumplimiento de la regla dual. Sin embargo, puede ser necesario revisar los recursos destinados al CFA para que pueda asumir funciones adicionales.

Esta subsección incluye recomendaciones para funciones que el CFA debería realizar para monitorear adecuadamente el cumplimiento de la regla dual. Sin embargo, se pueden sugerir muchas otras funciones que el CFA debería llevar a cabo, replicando las mejores prácticas internacionales, pero como se ha mencionado, algunas de estas funciones adicionales pudieran requerir cambios más profundos en el sistema político y/o la Constitución. El Cuadro 6.3.A resume las recomendaciones presentadas en esta sección.

7. Comentarios finales y resumen de propuestas

En la conducción de la política fiscal inciden múltiples actores y objetivos coexistiendo variados incentivos contrapuestos. En efecto, el sesgo hacia el corto plazo en la política fiscal, es decir, la tendencia a priorizar resultados inmediatos en lugar de ponderar las consecuencias a largo plazo está profundamente influenciado por el equilibrio político que involucra a los actores claves en la toma de decisiones fiscales. Por ello, como han señalado autores como Pierre Yared, Mark Aguiar y Eric Leeper, los gobiernos enfrentan presiones constantes de diferentes grupos de interés, cada uno con objetivos propios y horizontes temporales distintos. Estas dinámicas políticas pueden provocar que las decisiones fiscales favorezcan proyectos o políticas que generen beneficios inmediatos, sacrificando a menudo la sostenibilidad a largo plazo o la estabilidad macroeconómica. Así, en palabras de Yared (2019): un tema recurrente en estas teorías de economía política para explicar el incremento de la deuda pública es la inconsistencia temporal de la política gubernamental. Los gobiernos actuales quieren ser fiscalmente irresponsables, al tiempo que esperan que los gobiernos futuros sean fiscalmente responsables. Así, sería ideal encontrar reformas fiscales que reviertan esta lógica: incrementar los incentivos para los gobiernos actuales a querer ser responsables, por el temor a que futuros gobiernos no lo sean.

El caso de Chile no está ajeno a estos problemas que enfrenta la política fiscal en otras partes del mundo y, en consecuencia, el país ha sido activo en desarrollar reglas, leyes e instituciones que buscan resguardar la sostenibilidad y responsabilidad fiscal a mediano y largo plazo. En ese contexto, la regla fiscal del BE instaurada a comienzos del siglo XXI ha tenido un papel clave, particularmente para ahorrar en períodos de bonanza económica y poder usar esos recursos en situaciones adversas como la crisis financiera global del 2008-2009 y la pandemia del COVID-19. No obstante, ha sido evidente también en la última década que las presiones de gasto público se han mantenido intensas y que el crecimiento de los ingresos fiscal se ha atenuado, dificultando el rol de la regla del BE como una herramienta creíble para garantizar la solvencia y responsabilidad fiscal. Por estas razones, la regla de BE tuvo que complementarse con un Consejo Fiscal Autónomo y con la incorporación de un objetivo explícito para mantener un nivel prudente para la deuda del gobierno, pasando a ser una regla fiscal dual desde el 2022.

En dicho contexto, la regla fiscal dual genera nuevos desafíos que fueron el foco del presente estudio. En concreto, el propósito del presente estudio fue analizar el funcionamiento de la regla dual y hacer propuestas para incentivar su cumplimiento. Además, dado que la regla dual combina transacciones no financieras con transacciones en pasivos y activos financieros del gobierno, surge la importancia de evaluar cuáles son los pasivos y activos financieros relevantes para la operacionalización de dicha regla. Para este propósito es fundamental determinar cómo los objetivos para el BE interactúan con una evaluación integral de la sostenibilidad fiscal que involucra tanto pasivos como activos financieros del gobierno y, para ello, es primordial el rol de la DIPRES en difundir información para una contabilidad para la regla dual que sea clara y precisa en detectar los variados riesgos que inciden en la sostenibilidad de las finanzas públicas. También cumple un rol clave el CFA en resguardar un adecuado cumplimiento de las metas y de los principios pertinentes para la contabilidad fiscal en miras de preservar la responsabilidad fiscal.

Este estudio buscó proporcionar un análisis exhaustivo de la literatura internacional y nacional sobre las reglas y la contabilidad fiscal requerida como base para formular recomendaciones que promuevan el fortalecimiento de la regla dual en Chile como guía coherente y creíble de la responsabilidad de fiscal. El cuadro en el resumen ejecutivo contiene una lista detallada de las recomendaciones. Abajo presentamos una breve reseña de éstas.

En relación con los pasivos y activos relevantes, este estudio propone mantener GC como el marco principal para definir los pasivos gubernamentales, pero complementarlo con un análisis a nivel del GG. Respecto a los activos financieros, resulta pertinente incluir explícitamente ciertos activos del Tesoro Público como mitigantes de los riesgos para la sostenibilidad fiscal, siempre que cumplan con los siguientes criterios: sean líquidos, estén correctamente valorados de manera oportuna y no tengan un propósito específico establecido por ley. Bajo estas condiciones, únicamente el FEES cumple con dichos requisitos.

Por otra parte, es fundamental contar con mayor detalle sobre los saldos y transacciones de diversos tipos de pasivos y activos financieros a nivel gubernamental que, aunque no formen parte explícita del Gobierno Central (GC), podrían ser cruciales para evaluar de manera precisa los riesgos asociados a la sostenibilidad fiscal. En este contexto, la DIPRES desempeña un papel clave al proporcionar información complementaria sobre los pasivos y activos especiales destacados en este estudio.

Adicionalmente, se hace necesario avanzar en el proceso de conciliación de los datos sobre pasivos gubernamentales reportados por la DIPRES y la CGR, conforme a la recomendación del FMI (2021a). También resulta imprescindible aclarar cuáles activos y pasivos deben contabilizarse explícitamente en el marco de la regla dual y la metodología del Balance Estructural (BE). Este estudio propone un enfoque basado en el BE primario, la deuda bruta y los activos del Tesoro Público. Sin embargo, se sugiere la creación de una mesa de trabajo para consensuar criterios y definir su aplicación en la delimitación de los ingresos, gastos, pasivos y activos financieros correspondientes. Asimismo, es crucial que la DIPRES continúe sus esfuerzos en proporcionar información más detallada sobre las transacciones residuales

relacionadas con otros pasivos y activos del gobierno. Cabe destacar que la importancia de estas transacciones residuales en la explicación de los incrementos de la deuda pública no es un fenómeno exclusivo de Chile, como ha sido evidenciado por el Fiscal Monitor del FMI (2024c).

Para fortalecer la regla dual, el presente análisis propone avanzar en la eliminación de ciertos elementos discrecionales o incompletos que afectan su efectividad y su integración con el marco fiscal. En primer lugar, se sugiere que la regla dual sea formalmente incorporada dentro de un marco fiscal de mediano y largo plazo que incluya explícitamente una evaluación y cuantificación de los riesgos para la sostenibilidad fiscal. En segundo lugar, aunque se recomienda mantener la deuda bruta como ancla fiscal, resulta indispensable establecer objetivos explícitos para los activos financieros del Tesoro Público dentro del marco fiscal. Esto es clave para la reconstrucción del FEES a niveles prudentes, tal como lo ha señalado el FMI (2023c). En tercer lugar, se considera necesario revisar la secuencia lógica de la regla dual y otorgarle un rol formal en la estabilización de la deuda bruta, así como en el mantenimiento de un nivel precautorio de activos financieros del Tesoro Público. En cuarto lugar, se recomienda explicitar de manera más clara la formulación, implementación y monitoreo de medidas correctivas que se activen tras la aplicación de cláusulas de escape, fortaleciendo así la coherencia y la credibilidad de la regla dual en el marco fiscal.

En relación con las funciones del CFA, este estudio sugiere analizar alternativas para ampliar sus atribuciones y los recursos necesarios para fortalecer su capacidad de ejercer un contrapeso efectivo en materia de responsabilidad fiscal. Se propone realizar un análisis sobre la viabilidad de que los consejeros del CFA tengan dedicación exclusiva y establecer mecanismos para que el desempeño del CFA sea evaluado de manera independiente. Asimismo, se recomienda formalizar un rol más explícito del CFA en la emisión de opiniones, estimaciones y publicaciones relacionadas con los siguientes aspectos: (i) la sensibilidad de los ingresos estructurales frente a supuestos clave; (ii) los informes financieros de proyectos de ley, incluyendo sus efectos en el Balance Estructural (BE) y en la deuda pública; (iii) las proyecciones sobre la evolución de la deuda y los activos financieros del Tesoro Público; (iv) la probabilidad de activación de cláusulas de escape; (v) las medidas correctivas preestablecidas asociadas a las cláusulas de escape; y (vi) la cuantificación de riesgos que puedan afectar la sostenibilidad fiscal.

Finalmente, se propone garantizar, mediante canales formales respaldados por ley, que el CFA tenga acceso efectivo a toda la información necesaria para desempeñar sus funciones de manera adecuada, fortaleciendo así su capacidad técnica y su independencia operativa.

Todas estas recomendaciones tienen validez macroeconómica y financiera, pero tienen que ser ponderadas en base la institucionalidad fiscal actual y el rol del sistema político actual en influir en la política fiscal. Si algunas de las recomendaciones generan una restricción excesiva en el manejo de la política fiscal y cuentan con poco consenso político serán difíciles de implementar en la práctica o inducirán que las presiones fiscales de los diferentes actores que inciden en ella se manifiesten de formas no deseadas como cambios en la institucionalidad y/o contabilidad fiscal. Por ello, es necesario un análisis cauteloso de la implementación de las recomendaciones.

Referencias bibliográficas

- [1.] Araújo, S. & S. Guichard (2018), 'Costa Rica: restoring fiscal sustainability and setting the basis for a more growth-friendly and inclusive fiscal policy', *OECD Economics Department Working Papers No. 1484*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [2.] Arbalaez, M. A., M. Benitez, R. Steiner & O. Valencia (2021), 'A fiscal rule to achieve debt sustainability in Colombia', *Working Paper IDB-WP-1187*, Inter-American Development Bank.
- [3.] Ardanaz, M., E. Cavallo, A. Izquierdo & J. Puig (2021), 'Growth-friendly fiscal rules? Safeguarding public investment from budget cuts through fiscal rule design', *Journal of International Money and Finance*, 111, 102319.
- [4.] Ardanaz, M., C. Ulloa-Suárez & O. Valencia (2024), 'Why don't we follow the rules? Drivers of compliance with fiscal rules in emerging markets', *Journal of International Money and Finance*, 142, 103046.
- [5.] Arbatli, E. & J. Escolano (2015), 'Fiscal transparency, fiscal performance and credit ratings', *Fiscal Studies*, 36(2), 237-270.
- [6.] Barbosa-Alves, M., J. Bianchi & C. Sosa-Padilla (2024), 'International reserve management under rollover crises', *NBER Working Paper No. 32393*, National Bureau of Economic Research.
- [7.] Beetsma, R. & X. Debrun (2016a), 'Debunking 'Fiscal Alchemy': The role of fiscal councils', *VOXEU Column*, 16 May 2016, Centre for Economic Policy Research.
- [8.] Beetsma, R.M.W.J. & X. Debrun (2016b), 'Fiscal councils: rationale and effectiveness', *IMF Working Paper WP/16/86*, International Monetary Fund.
- [9.] Beetsma, R., X. Debrun, X. Fang, Y. Kim, V. Lledó, S. Mbaye & X. Zhang (2019), 'Independent fiscal councils: recent trends and performance', *European Journal of Political Economy*, 57, 53-59.
- [10.] Beetsma, R.M.W.J., X. Debrun & R. Sloof (2022), 'The political economy of fiscal transparency and independent councils', *European Economic Review*, 145, 104118.
- [11.] Benito, B., M.-D. Guillamón & F. Bastida (2016), 'The impact of transparency on the cost of sovereign debt in times of economic crisis', *Financial Accountability & Management*, 32(3), 309-334.
- [12.] Bianchi, J., J.C. Hatchondo & L. Martinez (2018), 'International reserves and rollover risk', *American Economic Review*, 108(9), 2629-2670.
- [13.] Blanchard, O., A. Leando & J. Zettelmeyer (2021), 'Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards', *Economic Policy*, 36(106), 195-236.
- [14.] Blanco, F., P. Saavedra, F. Koehler-Geib & E. Skrok (2020), *Fiscal Rules and Economic Size in Latin America and the Caribbean*, Latin American Development Forum Series, World Bank Group.
- [15.] Bohn, H. (2008), 'The sustainability of fiscal policy in the United States', pp. 15-49 en Neck, R. & J.-E. Sturm (eds), *Sustainability of Public Debt*, MIT Press.
- [16.] Borensztein, E., L. Castilleja-Vargas, D. Hernaiz & A. Rasteletti (2012), 'Policy responses in the Southern Cone', *Working Paper IDB-WP-358*, Inter-American Development Bank.
- [17.] Căpraru, B., G. Georgescu & N. Sprincean (2022), 'Do independent fiscal institutions cause better fiscal outcomes in the European Union?', *Economic Systems*, 46(2), 100973.
- [18.] Caldera Sánchez, A., P. Garda, A. Gonzáles Pandiella, A. Maravalle, D. Rodríguez & E. Vidal (2024), 'Independent fiscal institutions: a typology of OECD institutions and

- a roadmap for Latin America' *OECD Economic Department Working Papers No 1789*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [19.] Caselli, F., H. Davoodi, C. Gonçalves, G. H. Hong, A. Lagerborg, P. Medas, A. D. Minh Nguyen & J. Yoo (2022), 'The return to fiscal rules', *IMF Staff Discussion Notes 02/2022*, International Monetary Fund.
- [20.] Caselli, F. & J. Reynaud (2020), 'Do fiscal rules cause better fiscal balances? A new instrumental variable strategy', *European Journal of Political Economy*, 63, 101873.
- [21.] Céspedes, L. & A. Velasco (2014), 'Was this time different? Fiscal policy in commodity republics', *Journal of Development Economics*, 106(1), 92-106.
- [22.] CFA (2021), 'Informe del Consejo Fiscal Autónomo para el fortalecimiento de la regla fiscal: ancla de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección', *Informe Técnico del CFA No. 3*, Consejo Fiscal Autónomo.
- [23.] CFA (2022), 'Comentarios y recomendaciones sobre el funcionamiento de los comités consultivos del PIB no minero tendencial y el precio de referencia del cobre 2022', *Nota del CFA No. 13*, Consejo Fiscal Autónomo.
- [24.] CFA (2024a), 'Informe del Consejo Fiscal Autónomo sobre el ejercicio de sus funciones y atribuciones', *Presentación ante la H. Comisión Especial Mixta de Presupuestos del Congreso Nacional*, Consejo Fiscal Autónomo.
- [25.] CFA (2024b), 'Informe de evaluación y monitoreo del cálculo del balance estructural y nivel prudente de deuda: estimaciones 2024-2028', *Informe sobre Balance Estructural No. 20*, Consejo Fiscal Autónomo.
- [26.] Corbo, V., R. Caballero, M. Marcel, F. Rosende, K. Schmidt-Hebbel, R. Vergara & J. Vial (2011), *Propuestas para Perfeccionar la Regla Fiscal*, Informe Final, Comité Asesor para el Diseño de una Política Fiscal de Balance Estructura de Segunda Generación para Chile.
- [27.] Davoodi, H., P. Elger, A. Fotiou, D. Garcia-Macia, A. Lagerborg, R. Lam & S. Pillai (2022a), *Fiscal Rules Dataset: 1985-2021*, International Monetary Fund.
- [28.] Davoodi, H., A. Fotiou, P. Elger, D. Garcia-Macia, X. Han, A. Lagerborg, W. R. Lam, & P. Medas (2022b), 'Fiscal rules and fiscal councils. Recent trends and performance during the COVID-19 pandemic', *Working Paper WP/22/11*, International Monetary Fund.
- [29.] D'Erasmus, P., E. Mendoza & J. Zhang, (2016), 'What is a sustainable public debt?', pp. 2493-2597 en Taylor, J.B & H. Uhlig (eds), *Handbook of Macroeconomics*, Edition 1, Volume 2, ScienceDirect.
- [30.] Dudine, P. (2018), 'Anchoring Chile's fiscal framework', Chile Selected Issues Paper. *Country Report No. 18/312*, International Monetary Fund.
- [31.] DIPRES (2023), *Informe de Pasivos Contingentes 2023*, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.
- [32.] Eurostat (2014), *Measuring Net Government Debt: Theory and Practice*, Eurostat.
- [33.] Eyraud, L., A. Baum, A. Hodge, M. Jarmuzek, H.E. Ture, S. Mbaye & Y.-B. Kim (2018a), 'How to calibrate fiscal rules: a primer', *How-to Note 8*, Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund.
- [34.] Eyraud, L., X. Debrun, A. Hodge, V. Lledo, & C. Pattillo (2018b), 'Second-generation fiscal rules: balancing simplicity, flexibility, and enforceability', *Staff Discussion Note SDN/18/04*, International Monetary Fund.
- [35.] Eyraud, L. & T. Wu (2015), 'Fiscal governance in the Euro Area: progress and challenges', pp. 149-170 en Brooks, P.K. & M. Pradhan (eds.), *The Mechanics of a Strong Euro Area: IMF Policy Analysis*, International Monetary Fund.

- [36.] Federal Council of Switzerland (2013), ‘The Swiss debt brake: experiences and perspectives’, *Report of the Federal Council in response to the postulates of Graber Jean-Pierre (10.4022), Landolt (11.3547) and Fischer (12.3552)*.
- [37.] Fernández, C.C. & D.C. Rodríguez (2020), ‘Aplicación de la regla fiscal en Costa Rica’, *Economía & Sociedad*, 25(58), 1-16.
- [38.] FMI (2001), *Government Finance Statistics Manual 2001*, International Monetary Fund.
- [39.] FMI (2013), ‘The functions and impact of fiscal councils’, *Technical report*, 16 July, International Monetary Fund.
- [40.] FMI (2014), *Manual de Estadística de Finanzas Públicas 2014*, International Monetary Fund.
- [41.] FMI (2021a), ‘Chile. Fiscal transparency evaluation’, *Country Report No. 2021/241*, November 2021, International Monetary Fund.
- [42.] FMI (2021b), ‘Costa Rica. 2021 article IV consultation and request for an extended arrangement under the extended fund facility—press release; staff report; and statement by the executive director for Costa Rica’, *Country Report No. 2021/048*, International Monetary Fund.
- [43.] FMI (2021c). ‘Slovak Republic. 2021 article IV consultation—press release; staff report’, *Country Report No. 2021/133*, International Monetary Fund.
- [44.] FMI (2022), ‘Staff guidance note on the sovereign risk and debt sustainability framework for market access countries’, *Policy Paper No. 2022/039*, International Monetary Fund.
- [45.] FMI (2023a), ‘Costa Rica technical assistance report— upgrading the rule-based fiscal framework’, *Country Report No. 2023/097*, International Monetary Fund.
- [46.] FMI (2023b), ‘Slovak Republic. Technical assistant report – implementing public expenditure limits’, *Country Report No. 2023/359*, International Monetary Fund.
- [47.] FMI (2023c), ‘Technical assistance report. Chile: fiscal considerations in managing stabilization funds’, *Country Report No. 2023/249*, International Monetary Fund.
- [48.] FMI (2024a), ‘Chile. 2023 article IV consultation – press release; staff report; and statement by the executive director for Chile’, *Country Report No. 2024/041*, International Monetary Fund.
- [49.] FMI (2024b), ‘Colombia. 2024 article IV consultation – press release; staff report; and statement by the executive director for Colombia’, *Country Report No. 2024/082*, International Monetary Fund.
- [50.] FMI (2024c), *Fiscal Monitor. Putting a Lid on Public Debt*, International Monetary Fund.
- [51.] FMI (2024d), ‘Germany. 2024 article IV consultation – press release; staff report; and statement by the executive director for Germany’, *Country Report No. 2024/229*, International Monetary Fund.
- [52.] FMI (2024e), ‘New Zealand. 2024 article IV consultation – press release; and staff report’, *Country Report No. 2024/122*, International Monetary Fund.
- [53.] FMI (2024f), ‘Sweden. 2024 article IV consultation – press release; and staff report’, *Country Report No. 2024/70*, International Monetary Fund.
- [54.] FMI (2024g), ‘Switzerland. 2023. article IV consultation – press release; staff report; and statement by the executive director for Switzerland’, *Country Report No. 2024/179*, International Monetary Fund.
- [55.] Frankel, J. (2012), ‘A solution to fiscal procyclicality: The structural budget institutions pioneered by Chile’, pp. 323-391 en Céspedes, L.F. & J. Galí (eds.), *Fiscal Policy and Macroeconomic Performance*, Banco Central de Chile.

- [56.] Frankel, J., C. Végh & G. Vuletin (2013), 'On graduation from fiscal procyclicality', *Journal of Development Economics*, 100(1), 32-47.
- [57.] Fuentes, J.R., K. Schmidt-Hebbel & R. Soto (2020), 'Fiscal rule and public investment in Chile', *Working Paper IDB-WP-1189*, Inter-American Development Bank.
- [58.] Furman, J. & L. Summers (2020), 'A reconsideration of fiscal policy in the era of low interest rates', *Discussion Draft*, November 30.
- [59.] Geier, A. (2011), 'The debt brake-the Swiss fiscal rule at the federal level', *Working Paper 15*, Federal Department of Finance.
- [60.] Germany Ministry of Finance (2022). *Germany's Federal Debt Rule (Debt Brake)*.
- [61.] Ghosh, A., J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry & M. Qureshi, (2013), 'Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies', *Economic Journal*, 123(566), F4-F30.
- [62.] Gootjes, B. & J. de Hann (2022), 'Do fiscal rules need budget transparency to be effective?', *European Journal of Political Economy*, 75, 102210.
- [63.] Hadzi-Varsov, M. & L.A. Ricci (2022), 'Does gross or net debt matter more for emerging market spreads?', *Journal of Money, Credit and Banking*, 54(6), 1777-1802.
- [64.] Hagemann, R.P. (2010), 'Improving fiscal performance through fiscal councils', *Working Paper No. 829*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [65.] Hatchondo, J.C., L. Martínez & F. Roch (2022), 'Fiscal rules and the sovereign default premium', *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14(4), 244-73.
- [66.] Heinemann, F., M.-D. Moessinger & M. Yeter (2018), 'Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis', *European Journal of Political Economy*, 51, 69-92.
- [67.] Hemming, R. & P. Joyce (2013), 'The role of fiscal councils in promoting fiscal responsibility', pp. 205-224 en Cangiano, M., T. Curristine & M. Lazare (eds.), *Public Financial Management and Its Emerging Architecture*, International Monetary Fund.
- [68.] Hernaiz Diez de Medina, D., J. P. Medina & S. Miller (2022), 'Reforma fiscal para Chile: desafíos para mejorar la eficiencia y la sostenibilidad de las finanzas públicas', *Nota Técnica IDB-TN-2510*, Inter-American Development Bank.
- [69.] Hollyer, J.R., H. Ge, B.P. Rosendorff & J.R. Vreeland (2024), 'Measuring transparency, again: Updating and extending the HRV transparency index', *Manuscript*, May 2024.
- [70.] Hollyer, J.R., B.P. Rosendorff & J.R. Vreeland (2014), 'Measuring transparency', *Political Analysis*, 22(4), 413-434.
- [71.] Horn, S., D. Mihalyi, P. Nickol & C. Sosa-Padilla (2024), 'Hidden debt revelations', *Working Paper No. 32947*, National Bureau of Economic Research.
- [72.] Izquierdo, A., J. Puig & G. Vuletin (2018), 'On recent trends and determinants of public spending composition', *Documento Mimeo-grafiado*, Inter-American Development Bank.
- [73.] Jourmand, I. & C. Giorno (2002), 'Enhancing the effectiveness of public spending in Switzerland', *Economics Department Working Papers, No. 332*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [74.] Kopits, G. (ed.) (2013), *Restoring Public Debt Sustainability: The Role of Independent Fiscal Institutions*, Oxford University Press.
- [75.] Kumar, M. & J. Woo (2015), 'Public debt and growth', *Economica*, 82(328), 705-739.
- [76.] Leeper, E. M. (2018). 'Sweden's fiscal framework and monetary policy', *Sverige's Riksbank Economic Review*, 2, 15-47.
- [77.] Leeper, E.M., C. Leith & D. Liu (2021), 'Optimal time-consistent monetary, fiscal and debt maturity policy', *Journal of Monetary Economics*, 177, 600-617.

- [78.] Levy-Yayati, E. & F. Sturznegger (2023), ‘A balance-sheet approach to fiscal sustainability’, *Fiscal Studies*, 44, 61-84.
- [79.] Lledo, V.D., P. Dudine, L. Eyraud & A.P. Alva (2018), ‘How to select fiscal rules: a primer’, *How-To Note No. 2018/001*, International Monetary Fund.
- [80.] Marcel, M. (1997), ‘Políticas públicas en democracia: el caso de la reforma tributaria en Chile en 1990’, *Colección de Estudios CIEPLAN*, 45, 33-84.
- [81.] Marcel, M. (2013), ‘The structural balance rule in Chile: ten years, ten lessons’, *Discussion Paper IDB-DP-289*, Inter-American Development Bank.
- [82.] Marcel, M., M. Tokman, R. Valdés & P. Benavides (2001), ‘Balance estructural: la base de la nueva regla de política fiscal chilena’, *Economía Chilena*, 4(3), 5–27.
- [83.] Markovitz, H. (1952), ‘Portfolio selection’, *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- [84.] Medina, J. P. & C. Soto (2014), ‘Commodity price shocks and imperfectly credible macroeconomic policies in commodity-exporting small open economies’, *Working Paper WP/2014/33*, International Monetary Fund.
- [85.] Medina, J. P., E. Silva, S. Soto & R. Valdés (2020), ‘Institucionalidad y política fiscal en Chile: hacia un nuevo ecosistema de responsabilidad fiscal’, *Propuestas para Chile, Concurso de Políticas Públicas 2019*, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- [86.] Milesi-Ferretti, G.-M. (2003), ‘Good, bad, or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting’, *Journal of Public Economics*, 88(1), 377–94.
- [87.] Montes, G.C., J.C.A. Bastos & A.J. de Oliveira (2019), ‘Fiscal transparency, government effectiveness and government spending efficiency: some international evidence based on panel data approach’, *Economic Modelling*, 79, 211-225.
- [88.] Observatorio Judicial (2020), *Informe N.º 26. Corte Suprema versus Ricarte Soto 2.0: Una Aproximación a la Judicialización de Remedios de Alto Costo Año 2019*.
- [89.] OCDE (2014), *Recommendation of the Council on Principles for Independent Fiscal Institutions*, Public Governance and Territorial Development Directorate, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [90.] OCDE (2017), *Understanding Financial Accounts*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [91.] OCDE (2019), *Budgeting and Public Expenditures in OECD Countries 2019*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [92.] OCDE (2020), *Assessing Chile’s Analytical Framework for Long-Term fiscal sustainability*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [93.] OCDE (2023), *OECD Economic Surveys: Iceland 2023*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [94.] OCDE (2024), *OECD Economics Surveys. Slovak Republic*, Organization for Economic Co-operation and Development.
- [95.] Odor, L & G.P. Kiss (2017), ‘Lost in complexity. Towards a decentralized and depoliticised fiscal framework in Europe’, pp. 189-231 en Odor, L. (ed), *Rethinking Fiscal Policy after the Crisis*, Cambridge University Press.
- [96.] Parikyn, O. (s.f). *New Zealand’s Fiscal Framework. New Zealand Treasury*.
- [97.] Peat, M., J. Svec & J. Wang (2015), ‘The effects of fiscal opacity on sovereign credit spreads’, *Emerging Market Review*, 24, 34-45.
- [98.] Pirajan, J. (2024), ‘Colombia—Ministry of Finance releases medium-term fiscal framework’, *Latam Insight, Scotiabank Global Economics*, 17 June.
- [99.] Ryan, M., & M. J, Holmes (2024), ‘New Zealand’s lauded fiscal legislation: has it reduced fiscal uncertainty?’, *New Zealand Economic Papers*, 58(3), 243-260.

- [100.] Reinhart, C. & K. Rogoff (2010), 'Growth in a time of debt', *American Economic Review*, 100(2), 573-78.
- [101.] Reuter, W. H. (2015), 'National numerical fiscal rules: not complied with, but still effective?', *European Journal of Political Economy*, 39, 67-81.
- [102.] Reuter, W. H. (2019), 'When and why do countries break their national fiscal rules?', *European Journal of Political Economy*, 57, 125-141.
- [103.] Schaechter, A., T. Kinda, N. Budina & A. Weber (2012), 'Fiscal rules in response to the crisis – Toward the “next-generation” rules. A new dataset', *Working Paper WPP/12/18*, International Monetary Fund.
- [104.] Swedish Fiscal Policy Council (2023), *Swedish Fiscal Policy: The Swedish Fiscal Policy Council's report 2023*.
- [105.] Ulloa-Suárez, C. (2023), 'Determinants of compliance with fiscal rules: misplaced efforts or hidden motivations?', *European Journal of Political Economy*, 78, 102399.
- [106.] Ulloa-Suarez, C. & O. Valencia (2022), 'Do governments stick to their announced fiscal rules? A study of Latin American and the Caribbean countries', *Journal of Government and Economics*, 8, 100058.
- [107.] Valdívieso Sastre, J., J.I. Merlo Ávila, M. González Rodríguez & M. Acevedo Olavarría (2022), 'Cumplimiento de las metas de regla fiscal en Chile: revisión histórica', *Estudios de Finanzas Públicas 2022/32*, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.
- [108.] Vallée, S., J. Cohen-Setton & D. Buhl (2021), 'Germany's debt brake and Europe's fiscal stance after COVID-19', *DGAP Policy Brief No. 1*, February, German Council of Foreign Relations.
- [109.] Velasco, A., A. Arenas, L. F. Céspedes & J. Rodríguez (2007), 'Compromisos fiscales y la meta de superávit estructural', *Estudios de Finanzas Públicas No. 9*, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.
- [110.] von Hagen, J. (2018), 'Are fiscal councils here to stay?', pp. 187-196 en Beetsma, R. & X. Debrun (eds.), *Independent Fiscal Councils: Watchdogs or Lapdogs*, Wox EBooks, Centre for Economic Policy Research.
- [111.] Williams, A. (2015), 'A global index of information transparency and accountability', *Journal of Comparative Economics*, 43(3), 804-824.
- [112.] Wyplosz, C. (2019), 'Fiscal discipline: from theory to practice', pp. 8-33 en European Fiscal Board, *Independent Fiscal Institutions in the EU Fiscal Framework*, Workshop 2019, European Fiscal Board Workshop.
- [113.] Wyplosz, C. (2020), 'What's wrong with the fiscal space?', *Discussion Paper DP14431*, Centre for Economic Policy Research.
- [114.] Yared, P. (2019), 'Rising government debt: causes and solutions for a decades-old trend', *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 115-140.

Anexo A: Estudios de casos

Este anexo discute brevemente cómo están organizadas las reglas fiscales en cada uno de los países seleccionados: Alemania, Colombia, Costa Rica, Eslovaquia, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Alemania

La regla fiscal alemana, conocida como “Schuldenbremse” o “freno de deuda”, fue introducida en 2009 a nivel constitucional para controlar el endeudamiento público y asegurar la

sostenibilidad fiscal a largo plazo. Esta medida fue una respuesta a la crisis financiera global de 2008 y busca evitar el aumento insostenible de la deuda pública. Su objetivo principal es mantener el endeudamiento neto dentro de límites estrictos, ajustados por el ciclo económico, permitiendo que el gobierno federal incurra en un endeudamiento estructural máximo del 0,35% del PIB desde 2016, mientras que los estados (Länder) no pueden incurrir en ningún endeudamiento estructural desde el 2020.⁶⁵

La regla es contracíclica, lo que permite déficits durante las recesiones y exige superávits en épocas de crecimiento para mantener un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo económico. Existen excepciones que permiten la suspensión temporal de la regla en situaciones de emergencia, como crisis económicas profundas o desastres naturales, con la condición de presentar un plan de amortización de la deuda adicional.⁶⁶

La Schuldenbremse está diseñada para ser estricta, aunque existen áreas donde podría haber irregularidades contables. Una de ellas son los ajustes por transacciones financieras: transacciones que no alteran los activos financieros, como la venta de activos o la concesión de préstamos, no afectan el endeudamiento neto estructural. En el pasado, los ingresos por privatizaciones se usaban para cumplir con los límites de deuda; aunque esto se ha ajustado para alinearse mejor con las normativas europeas, sigue siendo una posible área de flexibilidad.⁶⁷ El componente cíclico, que ajusta los niveles de endeudamiento en función de las condiciones económicas, también puede ser modificado sin alterar la constitución, lo que deja margen para manipulaciones menores.⁶⁸ Además, el uso de fondos especiales y métodos contables fuera del balance ha permitido flexibilidad dentro de los límites de la regla, aunque con controles implementados para mitigar posibles abusos.

El Consejo de Estabilidad Financiera supervisa el cumplimiento de la regla, imponiendo sanciones en caso de violaciones. Los gobiernos federales y estatales deben cumplir con planes de ajuste presupuestario si se exceden los límites de endeudamiento. Aunque la Schuldenbremse ha sido efectiva para reducir la deuda pública, ha sido criticada por limitar la capacidad del gobierno para invertir en infraestructura y otros proyectos necesarios durante las crisis.⁶⁹

Colombia

La regla fiscal en Colombia se estableció para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública y promover una política fiscal contracíclica. Su objetivo es reducir la vulnerabilidad a las fluctuaciones económicas, especialmente las relacionadas con la tasa de cambio, y gestionar los ingresos provenientes de sectores como el minero y energético. Introducida mediante la Ley N.º 1.473 de 2011, la regla fija límites al déficit fiscal estructural y obliga al gobierno a presentar un Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) con metas a largo plazo.⁷⁰

⁶⁵ Germany Ministry of Finance (2022).

⁶⁶ FMI (2024d).

⁶⁷ Germany Ministry of Finance (2022).

⁶⁸ Germany Ministry of Finance (2022).

⁶⁹ Vallée et al. (2021).

⁷⁰ Pirajan (2024).

Uno de los aspectos clave de la regla es su flexibilidad ante situaciones excepcionales, como crisis económicas o emergencias nacionales, permitiendo desvíos temporales a través de cláusulas de escape. Esto se evidenció durante la pandemia de COVID-19, cuando se justificaron dichos desvíos con un plan para retornar a las metas fiscales.⁷¹ La regla ha contribuido a reducir el riesgo soberano, mejorar la capacidad de respuesta a shocks fiscales y fortalecer la estabilidad financiera. Sin embargo, su enfoque complejo en el déficit estructural, que requiere ajustes cíclicos y precisas estimaciones del PIB potencial y los precios de commodities, presenta desafíos para su implementación y monitoreo.⁷²

A pesar de sus beneficios, la regla enfrenta desafíos, especialmente en contextos de crisis prolongadas. Se ha debatido la necesidad de reformas que ajusten las metas fiscales, incluyan un ancla de deuda más estricta y mejoren los mecanismos de monitoreo. Además, su efectividad depende de la transparencia y del adecuado seguimiento de las desviaciones temporales.⁷³

La regla establece metas claras, como reducir el déficit estructural a 2,6% del PIB en 2012, con reducciones graduales hasta alcanzar un máximo de 1% en 2022. Aunque inicialmente no se incluyó un ancla explícita de deuda, se esperaba que la deuda neta del GC disminuyera del 34% del PIB en 2012 al 25% en 2023. Sin embargo, la crisis del COVID-19 elevó la deuda pública, superando el 60% del PIB, lo que ha generado discusiones sobre la necesidad de un límite de deuda más estricto.⁷⁴

Existen ciertos márgenes para prácticas de contabilidad, aunque estos están limitados por los mecanismos de transparencia y supervisión incorporados. El cálculo del déficit estructural, que depende de variables como el PIB potencial y los precios de los commodities, puede ser ajustado para mostrar un cumplimiento más favorable de las metas. Además, las cláusulas de escape permiten cierta discrecionalidad para desviarse temporalmente las metas fiscales. Sin embargo, la creación del Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF), que supervisa el cumplimiento de la regla, y la obligación de presentar reportes al Congreso, buscan limitar la manipulación de cifras.⁷⁵

En resumen, aunque el marco de la regla fiscal permite flexibilidad en situaciones excepcionales, también presenta riesgos potenciales para la contabilidad. Las reformas propuestas, enfocadas en mejorar la transparencia y el monitoreo, buscan reducir estos riesgos y fortalecer la credibilidad del sistema.⁷⁶

La regla fiscal en Colombia se aplica principalmente al GC. Establece límites al déficit estructural del GC, lo que incluye el manejo de ingresos y gastos del presupuesto nacional. Aunque la regla no abarca explícitamente al gobierno general ni a todo el sector financiero público, su

⁷¹ Arbalaez et al. (2021).

⁷² FMI (2024b).

⁷³ Vallée et al. (2021).

⁷⁴ FMI (2024b).

⁷⁵ Vallée et al. (2021).

⁷⁶ Vallée et al. (2021).

implementación tiene efectos indirectos sobre las finanzas públicas en general, ya que busca asegurar la sostenibilidad de la deuda y mejorar la credibilidad fiscal del país.

Costa Rica

La regla fiscal de Costa Rica, establecida en el Título IV de la Ley N.º 9635, tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad fiscal limitando el crecimiento del gasto del sector público no financiero, respondiendo así al creciente endeudamiento del GC. Afecta principalmente a las entidades públicas, con excepciones como la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y empresas públicas comerciales. Las disposiciones claves incluyen el uso de superávits para amortizar deuda, sanciones por incumplimiento y un monitoreo constante del gasto a través de informes trimestrales.⁷⁷

La regla se basa en dos principios: la relación deuda/PIB y el crecimiento del PIB nominal, que determinan los límites de crecimiento del gasto público según el nivel de endeudamiento:

- Deuda inferior al 30% del PIB: el gasto corriente puede crecer al ritmo del PIB nominal.
- Deuda entre 30% y 45% del PIB: el gasto puede crecer hasta un 85% del PIB nominal.
- Deuda entre 45% y 60% del PIB: el crecimiento se limita al 75%.
- Deuda superior al 60% del PIB: el gasto total, incluyendo capital, se restringe al 65% del PIB nominal.

Aunque estricta, la regla fiscal permite flexibilidad en situaciones excepcionales, como emergencias nacionales o recesiones, pero por un máximo de dos años. Su cumplimiento se verifica durante la formulación del presupuesto, al liquidarlo, y mediante informes trimestrales.⁷⁸

La regla fiscal tiene múltiples objetivos: asegurar la sostenibilidad fiscal controlando la deuda, promover la estabilidad económica limitando el gasto en períodos de crecimiento y permitir cierta flexibilidad en crisis. Además, busca proteger el gasto en áreas esenciales, como la inversión pública y el bienestar social, durante situaciones excepcionales.⁷⁹

En cuanto a la priorización de estos objetivos, el control de la deuda y la sostenibilidad fiscal tienen la mayor prioridad, seguidos por la estabilidad económica y la flexibilidad en situaciones excepcionales, lo que garantiza que el país pueda mantener niveles razonables de inversión y protección social.⁸⁰

Existen preocupaciones sobre el posible uso de contabilidad dentro del marco de la regla, especialmente en lo que respecta a las exclusiones de ciertos gastos y el uso de proyecciones presupuestarias en lugar de cifras reales. Las exclusiones de gastos de capital o pagos de intereses, el desplazamiento de gastos hacia entidades públicas exentas de la regla, y la flexibilidad en la

⁷⁷ Fernández y Rodríguez (2020).

⁷⁸ Araújo y Guichard (2018).

⁷⁹ FMI (2023a).

⁸⁰ FMI (2023a).

clasificación de superávits y amortizaciones de deuda pueden permitir el cumplimiento técnico de la regla sin necesariamente mejorar la sostenibilidad fiscal.⁸¹

Para mitigar estos riesgos, se han establecido mecanismos de monitoreo y verificación durante la formulación y ejecución del presupuesto, con auditorías periódicas. Sin embargo, la efectividad de estas medidas depende de la transparencia en su implementación y la voluntad política de aplicar la regla con rigor.⁸²

En resumen, la regla fiscal de Costa Rica enfrenta riesgos de contabilidad y su efectividad depende de una estricta aplicación de los mecanismos de control. A pesar de su rigidez, la regla es clave para la sostenibilidad fiscal, aunque puede dificultar la respuesta ante crisis imprevistas y tener un impacto negativo en la inversión pública.⁸³

La regla fiscal de Costa Rica se aplica principalmente al sector público no financiero, que incluye al GC y algunas entidades autónomas y semiautónomas. Sin embargo, excluye a ciertas entidades clave, como la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y las empresas públicas que operan en mercados competitivos, como el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE). Por lo tanto, no abarca todo el sector público en general ni al sector financiero público.

Eslovaquia

La regla fiscal en Eslovaquia, basada en la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2011 (Act No. 493/2011) y sus enmiendas, tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, mejorar la transparencia fiscal y promover una mayor eficiencia en el gasto público.⁸⁴ Para lograr estos objetivos, se han implementado límites de deuda y se ha propuesto la introducción de techos de gasto, aunque estos últimos aún no han sido completamente aplicados.⁸⁵ Los límites de deuda, también conocidos como “debt brake”, establecen umbrales en relación con el PIB: cuando la deuda alcanza el 50% del PIB, el gobierno emite advertencias; al llegar al 55%, se congelan los salarios de los funcionarios; al 57%, el gobierno debe proponer medidas de reducción de deuda; y, si se supera el 60%, el gobierno debe presentar un presupuesto equilibrado o con superávit y someterse a un voto de confianza en el parlamento.⁸⁶

Además, se propone implementar techos de gasto que limiten el gasto público en tiempos de expansión económica y lo se permita desviarse en recesiones, promoviendo así políticas fiscales contracíclicas. Aunque estos techos aún no han sido implementados por completo, su adopción mejoraría la capacidad del gobierno para ajustar el gasto según el ciclo económico.⁸⁷ La transparencia fiscal es otro objetivo clave, con la presentación de informes regulares sobre el

⁸¹ FMI (2023a).

⁸² FMI (2023a).

⁸³ FMI (2021b).

⁸⁴ OCDE (2024).

⁸⁵ FMI (2023b).

⁸⁶ FMI (2021c).

⁸⁷ Vallée et al. (2021).

estado de las finanzas públicas y el cumplimiento de las reglas fiscales, reforzando la confianza pública y asegurando la rendición de cuentas.⁸⁸

El marco legal también establece mecanismos automáticos para aplicar sanciones cuando se superan los límites de deuda, sin embargo, la falta de implementación efectiva de techos de gasto y la ejecución incompleta de sanciones han sido áreas identificadas como necesitadas de mejora.⁸⁹ Existe riesgo de contabilidad, donde el gobierno podría manipular las estimaciones para cumplir con las metas fiscales. En particular, el cálculo del déficit estructural, que depende de ajustes basados en supuestos económicos, es vulnerable a estas manipulaciones. Para evitar este riesgo, el Consejo de Responsabilidad Presupuestaria (CBR) debe tener acceso a datos completos y realizar auditorías periódicas.⁹⁰

La regla fiscal se aplica principalmente al GG, que incluye al GC y a los gobiernos locales, aunque ciertos tipos de gasto, como los fondos de la UE, están excluidos. Se establecen también disposiciones específicas para evitar el sobreendeudamiento de los gobiernos locales.⁹¹ En cuanto al sector financiero público, no está directamente sujeto a los límites de deuda, pero su desempeño puede influir en el balance general del gobierno.

Nueva Zelanda

La regla fiscal de Nueva Zelanda se basa en un marco flexible y transparente, establecido por la Ley de Finanzas Públicas (PFA), que promueve la responsabilidad fiscal sin imponer límites numéricos estrictos. Este enfoque se centra en la sostenibilidad fiscal a largo plazo, la estabilidad económica y la transparencia, permitiendo que los gobiernos adapten sus políticas a las circunstancias económicas cambiantes.⁹² Los principios claves incluyen mantener niveles prudentes de deuda, asegurar que los ingresos operativos superen los gastos, coordinar políticas fiscales y monetarias para evitar ciclos económicos adversos.⁹³

El mecanismo de la regla fiscal exige informes regulares y la divulgación pública de la política fiscal. El Tesoro, de manera independiente, emite evaluaciones periódicas que garantizan la rendición de cuentas. Sin embargo, la falta de límites numéricos específicos puede generar inconsistencias en la aplicación y dificultar la evaluación precisa del desempeño fiscal.⁹⁴

En cuanto a los objetivos, estos se organizan en torno a la sostenibilidad fiscal, la estabilidad económica y la transparencia. La sostenibilidad se logra mediante el “ancla de deuda”, ajustada según las condiciones económicas, para manejar choques externos.⁹⁵ La estabilidad económica se persigue a través de la flexibilidad fiscal para evitar políticas procíclicas, y la transparencia permite el monitoreo público de los objetivos fiscales.

⁸⁸ OCDE (2024).

⁸⁹ Vallée et al. (2021).

⁹⁰ Vallée et al. (2021).

⁹¹ Fernández y Rodríguez (2020).

⁹² Parikyn (s.f.).

⁹³ Araújo y Guichard (2018).

⁹⁴ FMI (2024e).

⁹⁵ Araújo y Guichard (2018).

Respecto a la contabilidad, el marco limita esta posibilidad mediante estrictas reglas de transparencia y auditoría independiente, reduciendo la manipulación de cifras para alcanzar metas. El Tesoro garantiza la objetividad de los informes, nuevamente reforzando la rendición de cuentas.⁹⁶

La regla fiscal se aplica principalmente al GC, aunque tiene implicaciones para el sector público en general. Exige al GC mantener niveles prudentes de deuda y equilibrio entre ingresos y gastos operativos, con un enfoque en la rendición de cuentas a nivel nacional.⁹⁷

Suecia

El marco de la política fiscal de Suecia está diseñado para garantizar la sostenibilidad, transparencia y estabilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Se basa en mecanismos claves como el objetivo de superávit, el ancla de deuda, el techo de gasto y el requisito de presupuesto equilibrado para los gobiernos locales. Estos componentes trabajan en conjunto para asegurar que el gobierno sueco mantenga una gestión fiscal prudente, evite desequilibrios y preserve la confianza en la economía.⁹⁸

El objetivo de superávit, vigente desde 2019, establece que el préstamo neto del gobierno debe ser, en promedio, un 0,33% del PIB a lo largo de un ciclo económico. Este mecanismo busca evitar déficits significativos durante las recesiones y garantizar una distribución equitativa de los recursos entre generaciones. Además, el ancla de deuda limita el nivel de deuda consolidada del gobierno general a un 35% del PIB. Si la deuda supera o cae por debajo de este nivel en más de un 5%, el gobierno debe presentar un plan correctivo al Parlamento para retornar a la meta.⁹⁹

El techo de gasto, introducido en 1997, impone un límite al gasto del GC, lo que fomenta la disciplina presupuestaria y evita incrementos descontrolados del gasto. Este techo se establece con tres años de antelación y obliga al gobierno a priorizar áreas de gasto dentro de los límites permitidos, corrigiendo cualquier desviación anticipada. Desde el año 2000, los gobiernos locales también están sujetos a un requisito de presupuesto equilibrado, que les obliga a que sus ingresos superen los gastos, salvo en circunstancias excepcionales. En caso de déficits, estos deben corregirse en un plazo de tres años.¹⁰⁰

El marco sueco se caracteriza por un proceso presupuestario riguroso y un alto nivel de transparencia. El monitoreo está a cargo de agencias independientes, como el Consejo de Política Fiscal Sueco, que evalúan el cumplimiento de las reglas y garantizan la transparencia.¹⁰¹ A nivel internacional, Suecia sigue las normativas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE, reforzando su compromiso con la estabilidad fiscal.¹⁰²

⁹⁶ Ryan y Holmes (2024).

⁹⁷ FMI (2024e).

⁹⁸ Swedish Fiscal Policy Council (2023).

⁹⁹ FMI (2024f).

¹⁰⁰ Leeper (2018).

¹⁰¹ Swedish Fiscal Policy Council (2023).

¹⁰² FMI (2024f).

En cuanto a la contabilidad creativa, el marco sueco incluye mecanismos que minimizan la posibilidad de manipular cifras para cumplir con los objetivos fiscales. Aunque el gobierno tiene cierta flexibilidad para alcanzar estos objetivos, cualquier cambio en la metodología de cálculo debe justificarse claramente, como en el caso del BE. El Consejo de Política Fiscal supervisa estos cambios y garantiza que se cumplan las reglas con transparencia.¹⁰³ Sin embargo, la flexibilidad en la implementación de las políticas puede ofrecer espacio para ajustes en la percepción de los resultados fiscales, lo que exige una comunicación clara.¹⁰⁴

La regla fiscal sueca se aplica al GG, que incluye tanto al GC como a los gobiernos locales y los fondos de seguridad social. La deuda consolidada del sector público también se monitorea de acuerdo con los criterios de Maastricht, lo cual incluye las deudas de todos estos niveles de gobierno.

Suiza

La regla fiscal de Suiza, conocida como el “freno a la deuda” (debt brake), fue implementada en 2003 con el objetivo de mantener el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico y evitar déficits crónicos. Su principal propósito es estabilizar la deuda pública a largo plazo, permitiendo cierta flexibilidad en casos excepcionales, como crisis económicas o desastres naturales. Esta regla establece que el gasto federal debe ajustarse a los ingresos estructurales, es decir, a los ingresos fiscales corregidos por el ciclo económico. En épocas de crecimiento, se requiere un superávit presupuestario para reducir la deuda y crear margen de maniobra para futuras recesiones; mientras que, durante las recesiones se permite un déficit cíclico para estabilizar la demanda agregada.¹⁰⁵

Las desviaciones del límite de gasto permitido se registran en una cuenta de compensación, que debe corregirse en los tres años siguientes si el déficit acumulado supera el 6% del gasto. Además, el freno a la deuda incluye una cláusula de escape para situaciones excepcionales, como la pandemia de COVID-19, que permitió un aumento temporal del gasto sin comprometer las finanzas a largo plazo.¹⁰⁶ Desde su implementación, la regla ha contribuido significativamente a reducir la deuda federal y a estabilizar las finanzas públicas suizas, evitando el uso excesivo de ingresos fiscales altos durante los ciclos de bonanza y permitiendo un aumento controlado del gasto en situaciones de crisis.¹⁰⁷

El freno a la deuda tiene dos objetivos principales: sostenibilidad fiscal y estabilización económica. Por un lado, busca garantizar que el presupuesto de la Confederación se mantenga equilibrado a lo largo del ciclo económico, compensando los déficits en tiempos de recesión con superávits en tiempos de crecimiento. Esto impide que la deuda pública aumente de manera insostenible y fomenta la disciplina fiscal a largo plazo. Por otro lado, el freno a la deuda permite que las finanzas públicas actúen como estabilizadores automáticos, de manera que el gasto

¹⁰³ FMI (2024f).

¹⁰⁴ FMI (2024f).

¹⁰⁵ FMI (2024g).

¹⁰⁶ Geier (2011).

¹⁰⁷ Federal Council of Switzerland (2013).

público se ajuste a las circunstancias económicas, apoyando la demanda en recesiones y limitando el gasto en tiempos de expansión.¹⁰⁸

La regla fiscal se aplica principalmente al gobierno federal, regulando el gasto y la deuda de la Confederación, sin afectar directamente a los niveles subnacionales (cantones y municipios), que cuentan con sus propias reglas fiscales. En cuanto al sector financiero público, aunque la regla no se aplica directamente a dicho perímetro, el marco fiscal general influye en la gestión de entidades controladas por el gobierno, como los bancos cantonales.¹⁰⁹

En términos de contabilidad creativa, aunque el freno a la deuda está diseñado para evitar la manipulación de cifras, existen algunos espacios donde podría haber margen de maniobra, como en el cálculo de los ajustes cíclicos y el uso de la cláusula de gasto extraordinario. A pesar de estos posibles espacios, el diseño general de la regla limita estas prácticas y garantiza un control riguroso.^{110 111}

Los Cuadros A.1 a A.7 resumen los principales aspectos de las reglas fiscales de los países seleccionados.

Cuadro A.1. Sostenibilidad de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Sostenibilidad
Alemania	La regla garantiza la sostenibilidad fiscal al imponer límites estrictos al endeudamiento estructural y exigir planes de amortización en caso de emergencias. Ha sido eficaz para mantener la deuda bajo control.
Colombia	La regla fiscal busca mantener la deuda pública en niveles manejables, pero la pandemia provocó un aumento significativo de la deuda. Se recomienda una reforma que incluya un límite de deuda más estricto.
Costa Rica	Ha tenido un impacto positivo en la estabilización de la deuda pública, pero su éxito depende de una aplicación rigurosa y de un entorno económico favorable.
Eslovaquia	El enfoque de la regla es mantener niveles de deuda manejables, pero la crisis de COVID-19 incrementó la deuda pública, superando los límites constitucionales. Es necesario implementar los techos de gasto para mejorar la sostenibilidad.
Nueva Zelanda	El marco promueve la sostenibilidad fiscal a largo plazo, pero la falta de límites numéricos específicos puede permitir variaciones en su aplicación.
Suecia	El marco garantiza la sostenibilidad a largo plazo a través del objetivo de superávit y el ancla de deuda. Aunque el éxito depende de las previsiones económicas y la voluntad política, estos mecanismos contribuyen a mantener una posición financiera sólida.
Suiza	Limita el gasto a los ingresos ajustados cíclicamente, evitando un aumento insostenible de la deuda. No obstante, desafíos como el envejecimiento de la población podrían presionar el presupuesto y poner a prueba la capacidad de la regla para adaptarse a cambios estructurales.

Fuente: Elaboración propia.

¹⁰⁸ FMI (2024g).

¹⁰⁹ Jourmand y Giorno (2002)

¹¹⁰ Federal Council of Switzerland (2013).

¹¹¹ Vallée et al. (2021).

Cuadro A.2. Estabilización de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Estabilización
Alemania	Su mecanismo contracíclico permite déficits en recesiones y superávits en períodos de crecimiento, ayudando a estabilizar la economía y reducir la volatilidad.
Colombia	Permite una política contracíclica efectiva, pero su eficacia depende de supuestos económicos que pueden ser inexactos.
Costa Rica	La rigidez de la regla limita la capacidad para responder a choques económicos imprevistos.
Eslovaquia	Los techos de gasto permitirían políticas fiscales contracíclicas, pero su ausencia actual restringe la capacidad del gobierno para estabilizar la economía.
Nueva Zelanda	La flexibilidad del marco permite mitigar ciclos económicos, aunque podría resultar en decisiones procíclicas si no se manejan adecuadamente.
Suecia	La regla fiscal ayuda a suavizar los ciclos económicos, permitiendo acumular reservas en tiempos de bonanza. No obstante, la rigidez del techo de gasto y el ancla de deuda pueden limitar la capacidad de respuesta en crisis imprevistas.
Suiza	Contribuye a la estabilidad económica mediante un gasto contracíclico, aunque algunos críticos señalan que puede ser excesivamente rígida en tiempos de crisis severas.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.3. Simplicidad de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Simplicidad
Alemania	Aunque es técnicamente robusta, la regla no es completamente simple, ya que requiere cálculos complejos relacionados con el PIB potencial y la brecha del PIB.
Colombia	Es un marco de gran complejidad, lo que dificulta su comprensión y seguimiento.
Costa Rica	Aunque sus criterios son claros, las excepciones y los diferentes escenarios según el nivel de deuda introducen complejidad.
Eslovaquia	Las reglas son claras, basadas en límites de deuda respecto al PIB, pero las diferentes sanciones a diferentes niveles de deuda pueden introducir complejidad.
Nueva Zelanda	El enfoque basado en principios facilita su comprensión, aunque puede ser percibido como menos riguroso.
Suecia	Aunque el diseño es claro, conceptos como el balance estructural pueden añadir complejidad, ya que requieren cálculos técnicos avanzados.
Suiza	Es relativamente simple y transparente, pero la implementación técnica de ajustes cíclicos introduce cierto grado de complejidad.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.4. Orientación operativa de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Orientación operativa
Alemania	La regla proporciona una guía clara para la formulación de presupuestos tanto a nivel federal como estatal, lo que facilita la planificación fiscal con límites precisos.
Colombia	Aunque está bien integrada en el sistema fiscal, la falta de un ancla explícita de deuda compromete su efectividad a largo plazo.
Costa Rica	Ofrece una guía clara para la formulación presupuestaria, aunque enfrenta desafíos en la implementación efectiva.
Eslovaquia	La falta de implementación de techos de gasto y de sanciones efectivas ha debilitado la capacidad operativa del gobierno.
Nueva Zelanda	El gobierno publica regularmente sus objetivos fiscales, pero la práctica de autoevaluación puede generar conflictos de interés.
Suecia	El marco proporciona objetivos específicos y mecanismos correctivos para las desviaciones, con un proceso presupuestario centralizado bajo el Ministerio de Finanzas que garantiza la coherencia de las políticas.
Suiza	Proporciona un marco claro para la política fiscal, pero la necesidad de ajustes cíclicos y la inclusión de gastos de inversión en el cálculo pueden restringir la capacidad de reacción rápida.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.5. Resiliencia de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Resiliencia
Alemania	La flexibilidad de la regla, con excepciones en casos de emergencia, garantiza su adaptación a diferentes condiciones económicas sin comprometer la disciplina fiscal.
Colombia	La regla ha mostrado flexibilidad ante crisis, pero es necesario fortalecer los mecanismos para asegurar el retorno a la sostenibilidad.
Costa Rica	Los mecanismos de ajuste son útiles en emergencias, pero resultan insuficientes en crisis prolongadas.
Eslovaquia	Aunque la regla incluye flexibilidad para enfrentar crisis, la pandemia evidenció que su capacidad de respuesta es limitada ante crisis prolongadas.
Nueva Zelanda	La regla demuestra una alta capacidad para adaptarse a eventos económicos adversos, aunque la flexibilidad excesiva podría constituirse en una desventaja.
Suecia	El marco es flexible, permitiendo revisiones periódicas para adaptarse a condiciones económicas cambiantes. Sin embargo, la rigidez de algunas reglas puede restringir la rapidez de respuesta en situaciones de crisis.
Suiza	La regla demuestra flexibilidad para enfrentar situaciones excepcionales, aunque la exigencia de compensar déficits en períodos cortos puede limitar la capacidad de implementar políticas expansivas prolongadas.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.6. Facilidad de seguimiento e implementación de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Facilidad de seguimiento e implementación
Alemania	La regla es monitoreada por el Consejo de Estabilidad Financiera. Aunque el seguimiento es claro, los ajustes cíclicos pueden ser técnicamente complejos.
Colombia	El monitoreo presenta dificultades, y se sugiere otorgar mayor autonomía a los órganos supervisores para mejorar su efectividad.
Costa Rica	El monitoreo y las verificaciones aseguran el control del cumplimiento, aunque hay desafíos operativos y legales.
Eslovaquia	El CBR supervisa el cumplimiento, pero la ausencia de techos de gasto y medidas correctivas ha llevado a una ejecución parcial de las reglas.
Nueva Zelanda	Los informes regulares facilitan el seguimiento, pero la falta de parámetros numéricos claros puede dificultar la evaluación.
Suecia	Suecia cuenta con un sistema robusto de seguimiento, con reglas claras y agencias independientes que garantizan el cumplimiento. Aunque la implementación puede ser desafiante en contextos de cambio político, el marco proporciona una base sólida para una gestión fiscal responsable.
Suiza	Aunque la regla está claramente definida, la necesidad de proyecciones económicas precisas puede complicar su aplicación en contextos de cambios estructurales.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A.7. Características descriptivas de las reglas fiscales de los países seleccionados

País	Reglas fiscales	Cobertura	Definición de deuda
Alemania	- Regla fiscal basada en BE: 1969/1992 - Regla del gasto: 2012 - Regla de deuda: 1992	Deuda pública incluye deuda federal, de los Länder, municipal y asociaciones público-privadas, excluye deuda de empresas públicas y pasivos contingentes.	- Deuda bruta: Total pasivos - derivados financieros - Deuda neta: No especificada
Colombia	- Regla del gasto: 2000 - Regla fiscal basada en BE: 2011	GG (Gobierno Nacional Central, Seguridad Social, Gobiernos Regionales y Locales, instituciones sin fines de lucro).	- Deuda bruta: Deuda interna + deuda externa del GG - Deuda neta: Deuda en manos de agentes privados, descontando deudas entre sectores y activos financieros
Costa Rica	- Regla fiscal basada en BE: 2001 - Regla del gasto: 2020	GG (GC excluida Seguridad Social, Gobiernos Locales, ISFLSGC). Incluye Gobiernos Locales y Banco Central en el cálculo de la deuda.	- Deuda bruta: Deuda interna + deuda externa del GG - Deuda neta: No especificada
Nueva Zelanda	- Regla fiscal basada en BE: 1994	GG	- Deuda bruta: Préstamos totales de la Corona - Deuda neta: Deuda bruta - activos financieros relevantes (excluye activos del NZS Fund)
Eslovaquia	- Regla de deuda: 2012 - Regla fiscal basada en BE: 2004/2014 - Regla del gasto: 2012	GG	- Deuda bruta: Total pasivos - derivados financieros - Deuda neta: Deuda bruta - activos financieros líquidos
Suecia	- Regla del gasto: 1997/2012 - Regla fiscal basada en BE: 1995/2000 - Regla de deuda: 2019	Deuda pública central consolidada y no consolidada. Incluye la deuda de la administración central, local y sistema de pensiones (excluye propiedad privada).	- Deuda bruta: DEG + efectivo + títulos de crédito + préstamos + reservas técnicas de seguro - Deuda neta: Deuda bruta - activos relevantes
Suiza	- Regla fiscal basada en BE: 2003	Deuda pública conforme a Maastricht (incluye todos los pasivos, incluidas provisiones).	- Deuda bruta: DEG + efectivo + títulos de crédito + préstamos + reservas técnicas de seguro - Deuda neta: Deuda bruta - activos financieros relevantes

Fuente: Elaboración propia.

Anexo B: Comparación DIPRES y FMI

Cuadro B.1. Comparación Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas y Publicaciones DIPRES para el Gobierno General, Central y Municipalidades

CUADRO 4.1 ESTADO DE OPERACIONES SEGÚN FMI (2014)		¿Lo publica DIPRES?	COMENTARIOS
<i>CODIGO</i>	<i>TRANSACCIONES QUE AFECTAN EL PATRIMONIO</i>		
1	INGRESOS	SI	
11	Impuestos	SI*	Se presenta como 'Ingresos tributarios netos' pero que, por definición de manual, refieren a clasificaciones similares.
12	Contribuciones sociales [EFP]	SI*	Se presenta como 'Imposiciones previsionales' pero que, por definición de manual, refieren a clasificación similar.
13	Donaciones	SI	En concordancia con el manual.
14	Otros ingresos	SI*	Se presenta tanto 'Otros ingresos' conforme al manual, aunque se incluye desglose de ítems adicionales que no coinciden con otras clasificaciones del manual, tales como: Cobre bruto* Rentas de la propiedad* Ingresos de operación Para mayor detalle, revisar tabla A8.1 en Manual (2014).
2	GASTOS	SI	
21	Remuneración a los empleados [EFP]	SI*	Se presenta como 'Personal' pero que, por definición de manual, refieren a clasificación similar.
22	Uso de bienes y servicios	SI*	Se presenta dentro 'Bienes y servicios de consumo y producción', pero que no se observa una separación clara entre consumo en bienes y servicios y consumo de capital fijo
23	Consumo de capital fijo [EFP]	SI*	Se presenta dentro 'Bienes y servicios de consumo y producción', pero que no se observa una separación clara entre consumo en bienes y servicios y consumo de capital fijo.
24	Subsidios	SI	A diferencia de lo que propone manual, DIPRES trabaja con subsidios y donaciones en conjunto y no por separado.
25	Donaciones	SI	

26	Prestaciones sociales [EFP]		SI	En concordancia con el manual.
27	Otros gastos		SI*	Se presenta como 'Otros' pero que, por definición de manual, refieren a clasificaciones similares. A su vez, se presenta un ítem que no es posible identificar con las clasificaciones propuestas en manual: Intereses: Se utilizo tabla A8.2 del Manual (2014) pero no se logra identificar que subclasificación se emplea exactamente.
NOB/GOB	RESULTADO NETO/BRUTO (1-2)	OPERATIVO	SI*	DIPRES trabaja con resultado bruto, lo cual el manual permite, ya que acepta tanto resultados netos como brutos. (e.g. NOB/GOB según manual)
TRANSACCIONES EN ACTIVOS NO FINANCIEROS				
31	Inversión neta/bruta en activos no financieros		SI*	Se presenta como 'Adquisición neta de activos financieros' pero que, por definición de manual, refieren a clasificaciones similares.
311	Activos fijos		NO*	Se presenta una clasificación de 'Venta de activos fijos' pero que, por manual, lo ideal sería categorizarlo como 'Ingreso'.
312	Existencias		NO	
313	Objetos de valor		NO	
314	Activos no producidos		NO	
2M	Erogación (2+31)		NO	
NLB	PRESTAMO NETO/ENDEUDAMIENTO NETO (1-2-31=1-2M=32-33)	NETO	SI*	Diferencias en forma de cálculo con respecto a lo planteado en Manual (2014). Discrepancia recae en la inclusión del ítem 'Venta de activos fijos'
TRANSACCIONES EN ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS (FINANCIAMIENTO)				
32	ADQUISICION NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS		SI	
321	Internos		NO	No se trabaja con definición de internos y externos. Esto genera confusión en categorización de los ítems, pues, se presentan ítems que no es posible clasificar por Manual (2014). Las clasificaciones con la que trabaja DIPRES son: Préstamos Otorgamiento de préstamos Recuperación de préstamos
322	Externos		NO	

			Títulos y valores
			Inversión financiera
			Venta de activos financieros
			Operaciones de cambio
			Caja
			Fondos Especiales
			Giros
			Depósitos
			Fondos Especiales: Ajustes por Rezagos y Transferencias
			Anticipo de gastos
33	PASIVOS NETOS INCURRIDOS	SI	
331	Internos	SI*	Se presenta como 'Endeudamiento Interno Neto' pero por definición de manual se refieren a clasificaciones similares.
332	Externos	SI*	Se presenta como 'Endeudamiento Externo Neto' pero que, por definición de manual, refieren a clasificaciones similares.
			Si bien se trabaja con pasivos internos y externos, las clasificaciones de los ítems son ambiguas, no se puede determinar con los ítems propuestos por manual (2014) en tabla 9.1.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la DIPRES y FMI (2014).

Notas: SI* significa que la DIPRES lo publica, pero con nombres distintos. No era una definición exacta de manual.

Anexo C: Marco conceptual

Este anexo propone un marco conceptual para estructurar y relacionar la evolución de los diferentes componentes de los activos y pasivos con la meta del BE. Este marco conceptual se vincula a la idea de relacionar la restricción presupuestaria del gobierno con una regla fiscal, basada en el trabajo de Bohn (2008) y considerada también en D’Erasmus et al. (2016), Gosh et al. (2013) y en el análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI.¹¹² Asimismo, este marco conceptual permite reconocer que hay flujos de deuda pública que no están debidamente identificados, tal como lo analizan Horn et al. (2024) y el reciente Fiscal Monitor del FMI (2024c). De este modo, el marco conceptual ofrece una mirada integral a la gestión de activos y pasivos para la cuantificación de los riesgos fiscales. Para comprender la restricción presupuestaria del GC, se utiliza la siguiente descomposición de los activos y pasivos totales del GC:¹¹³

¹¹² Por ejemplo, FMI (2022).

¹¹³ Esta forma de separar los diferentes activos y pasivos del GC es la misma utilizada por el CFA para computar los Otros Requerimientos de Capital.

- A_t^{TP} : Saldo de los activos del Tesoro Público (TP) al final del año t .
- A_t^{OA} : Saldo de los activos financieros no incluidos dentro de los activos del TP al final del año t .
- A_t^{RA} : Saldo del resto activos al final del año t no considerados como activos financieros.
- D_t^B : Saldo de la deuda bruta al final del año t .
- D_t^{RP} : Saldo del resto de pasivos al final del año t no considerados partes de la deuda bruta.

Con esta notación, el total de activos del GC es:

$$A_t = A_t^{TP} + A_t^{OA} + A_t^R.$$

Mientras que el total de pasivos del GC:

$$D_t = D_t^B + D_t^R.$$

Se definen los intereses recibidos en el año t por los diferentes tipos de activos, según sus saldos en el año $t - 1$ como r_t^{TP} , r_t^{OA} y r_t^{RA} . Por su parte, los intereses pagados en el año t por los dos tipos de pasivos del gobierno, considerando sus saldos en el año $t - 1$, se denotarán como r_t^B y r_t^{RP} . Cabe destacar que, dependiendo de la naturaleza de los diferentes activos y pasivos, estas tasas de interés pueden incluir dividendos pagados en el caso de otros activos y/o otras formas de pagos que no están contemplados en la variación del saldo de un año a otro. Por último, denota por T_t los ingresos primarios del GC y por G_t como el gasto primario del GC en el año t .¹¹⁴ Para tener claridad sobre estos componentes primarios, se define como los ingresos totales del GC menos la renta por propiedad y los gastos totales del GC menos el pago de intereses de los pasivos. Esto lleva a expresar la restricción presupuestaria del GC como:

$$(1) A_t^{TP} + A_t^{OA} + A_t^R - (D_t^B + D_t^R) = T_t - G_t + (1 + r_t^{TP})A_{t-1}^{TP} + (1 + r_t^{OA})A_{t-1}^{OA} + (1 + r_t^{RA})A_{t-1}^{RA} - (1 + r_t^B)D_{t-1}^B - (1 + r_t^{RP})D_{t-1}^R.$$

Si se denota por un ΔX_t como el cambio de la variable X_t entre t y $t - 1$, se puede reordenar la expresión anterior obteniendo:

$$(2) \Delta A_t^{TP} + \Delta A_t^{OA} + \Delta A_t^R - (\Delta D_t^B + \Delta D_t^R) = T_t - G_t + r_t^{TP}A_{t-1}^{TP} + r_t^{OA}A_{t-1}^{OA} + r_t^{RA}A_{t-1}^{RA} - r_t^B D_{t-1}^B - r_t^{RP} D_{t-1}^R.$$

Ahora se busca relacionar esta última expresión con el balance del GC. Según la definición utilizada por la DIPRES, el balance total del GC es el Balance Primario más la renta de propiedad menos el gasto por intereses de los pasivos:

$$(3) B_t = T_t - G_t + T_t^A - G_t^D,$$

¹¹⁴ Los ingresos primarios incluyen la venta de activos físicos, mientras que los gastos primarios incluyen la inversión y las transferencias de capital.

donde T_t^A son las rentas de propiedad del GC y G_t^D son el gasto en intereses de los pasivos del GC. La identidad del préstamo/endeudamiento neto con las fuentes de financiamiento establece que:

$$(4) B_t = \Delta A_t^{TP} + \Delta A_t^{OA} + \Delta A_t^R - (\Delta D_t^B + \Delta D_t^R).$$

Combinando (2) y (4) se obtiene dos formas de expresar la relación entre los activos y pasivos del GC y los ingresos/gastos del GC:

$$(5) T_t^A - G_t^D = r_t^{TP} A_{t-1}^{TP} + r_t^{OA} A_{t-1}^{OA} + r_t^{RA} A_{t-1}^{RA} - r_t^B D_{t-1}^B - r_t^{RP} D_{t-1}^R$$

$$(6) D_t^B = D_{t-1}^B + G_t - T_t + r_t^B D_{t-1}^B + r_t^{RP} D_{t-1}^R - r_t^{TP} A_{t-1}^{TP} - r_t^{OA} A_{t-1}^{OA} - r_t^{RA} A_{t-1}^{RA} + \Delta A_t^{TP} + U_t,$$

donde $U_t = \Delta A_t^{OA} + \Delta A_t^R - \Delta D_t^R$. En principio, el pago de intereses de la deuda y los retornos por activos ($r_t^{RP} D_{t-1}^R$, $r_t^{OA} A_{t-1}^{OA}$ y $r_t^{RA} A_{t-1}^{RA}$) se registrarían por encima de la línea, ya sea como parte de los intereses de la deuda o como renta de la propiedad. No obstante, surge la pregunta de cómo se tratan estas transacciones al computar el BE dado que algunos intereses y retornos de activos no tienen una medición tan evidente y dependen de la discrecionalidad del gobierno de cómo son incorporados. Por ejemplo, dividendos anticipados de empresas públicas se computarían como renta de propiedad, considerándolos como ingresos estructurales, a pesar de que no correspondan a retornos de los activos de Tesoro Público.

Así, en la medida que existe información incompleta, parcial o discrecional, o cuando se presenta un grado de rezago relevante en la información de estas transacciones para su adecuada predicción que involucra tanto el cambio en el saldo de otros activos (ΔA_t^{OA}), el resto de los activos (ΔA_t^R) y el resto de los pasivos (ΔD_t^R) como los intereses asociados ($r_t^{OA} A_{t-1}^{OA}$, $r_t^{RA} A_{t-1}^{RA}$ y $r_t^{RP} D_{t-1}^R$). Por lo tanto, persistirá una falta de claridad en cuanto a si estas transacciones se registrarán por sobre o debajo de la línea de las operaciones no financieras del GC en el contexto de la estimación del BE. Así, en ocasiones pudiera ser el caso de que ingresos de la renta de propiedad diferente a lo derivado de los intereses del Tesoro Público se consideran como ingresos del GC (arriba de la línea) o debajo de la línea. Lo mismo podría ocurrir con los intereses percibidos por el resto de los activos. Este aspecto cobra aún más relevancia considerando que, en el caso de Chile, se ha establecido la deuda bruta como el ancla para la regla dual. También es clave considerar que para la deuda bruta del GC y los activos del Tesoro Público del GC existe mayor transparencia en sus transacciones, intereses y saldos. Por estas razones, se podrían agrupar las transacciones tratando de separar bien aquellas que están relacionadas con la deuda bruta y los activos del Tesoro Público. Por ejemplo, se podría definir el siguiente balance alternativo del GC:

$$(7) \tilde{B}_t = T_t - G_t + r_t^{TP} A_{t-1}^{TP} - r_t^B D_{t-1}^B.$$

Esta expresión tendría solo la renta de propiedad atribuida a los activos de Tesoro Público y el gasto de intereses por deuda bruta. Combinando (2) y (7):

$$(8) \Delta A_t^{TP} - \Delta D_t^B = T_t - G_t + r_t^{TP} A_{t-1}^{TP} - r_t^B D_{t-1}^B + (r_t^{OA} A_{t-1}^{OA} + r_t^{RA} A_{t-1}^{RA} - r_t^{RP} D_{t-1}^R) + (\Delta D_t^R - \Delta A_t^{OA} - \Delta A_t^R) = \tilde{B}_t - \tilde{U}_t.$$

donde el residuo \tilde{U}_t está definido por las transacciones asociadas a los activos diferentes a los del Tesoro Público y los pasivos diferentes a la deuda bruta:

$$(9) \tilde{U}_t = (r_t^{RP} D_{t-1}^R - r_t^{OA} A_{t-1}^{OA} - r_t^{RA} A_{t-1}^{RA}) + (\Delta A_t^{OA} + \Delta A_t^R - \Delta D_t^R).$$

Utilizando estas expresiones, se puede escribir de forma más compacta que:

$$(10) \quad \tilde{B}_t = A_t^{TP} - A_{t-1}^{TP} - (D_t^B - D_{t-1}^B) + \tilde{U}_t.$$

En la medida que exista mejor información sobre los activos del Tesoro Público y la deuda bruta del GC, (7) y (10) conectan de forma más coherente el balance del GC con cambios en los activos del Tesoro Público, la deuda bruta y un residuo de las transacciones de otros componentes de los activos y pasivos del GC.¹¹⁵

Combinando (7) y (10), se obtiene una expresión para la evolución de la deuda bruta:

$$(11) \quad D_t^B = G_t - T_t + (1 + r_t^B) D_{t-1}^B - (1 + r_t^A) A_{t-1}^{TP} + A_t^{TP} + \tilde{U}_t.$$

Una conclusión de esta expresión (11) es que para que la deuda neta ($D_{t-1} - A_{t-1}^{TP}$ en $t-1$ y $D_t - A_t^{TP}$ en t) sea una variable suficiente para monitorear la sostenibilidad de las finanzas públicas es necesario que $r_t^D = r_t^A$. En términos económicos, lo anterior significaría que existe una sustitución perfecta entre aumentar una unidad la deuda pública y reducir en una unidad los activos del Tesoro Público. Dado que el riesgo y retorno de la deuda bruta (D_t) y de los activos del Tesoro Público (A_t^{TP}) serán en general diferentes y dependientes de las condiciones macroeconómicas y financieras que enfrente el país no se puede resumir la posición financiera del gobierno únicamente con la deuda neta; tampoco con la deuda bruta. Por lo tanto, este resultado constituye una razón adicional a los ya mencionados previamente para no utilizar la deuda neta como ancla para la política fiscal. En efecto, lo habitual es tener $r_t^D > r_t^A$. Sin embargo, esto tampoco significa que la deuda bruta sea una variable suficiente para determinar la posición financiera del gobierno. Como se menciona en la Sección 3, un nivel dado de deuda bruta puede sobreestimar las vulnerabilidades fiscales si no se consideran los activos. Por lo tanto, se podría concluir la importancia de monitorear para la sostenibilidad fiscal tanto la deuda bruta como la deuda neta; o tanto la deuda bruta como los activos del tesoro público.

Otra conclusión es que, si no hay claridad sobre si ciertas transacciones deben registrarse 'arriba o debajo de la línea', no afectaría necesariamente la contabilización de la deuda bruta al final de un período.¹¹⁶ Por ejemplo, asuma que hay partidas V_t que se están contabilizando en \tilde{U}_t y que se podría considerar como gasto público. Con ello, el gasto de GC debiera considerarse como

¹¹⁵ Una alternativa plausible sería utilizar el balance primario para llevar un mejor registro de los ingresos primarios efectivos y estructurales de forma coherente también. La discusión a continuación es claramente extrapolable a ese caso.

¹¹⁶ La misma argumentación se puede realizar con la ecuación (6) suponiendo que una transacción se V_t registra en U_t o arriba de la línea.

$G_t + V_t$, mientras que los otros requerimientos de capital quedarían contabilizados como $\tilde{U}_t - V_t$. Así, se ve que este refinamiento de donde contabilizar V_t no impactaría la medición de la deuda bruta en (3), toda vez que la contabilización V_t arriba o debajo de la línea no afectan la contabilización de las otras componentes al lado derecho. Sin embargo, considerar V_t arriba o debajo de línea sí afectará la medición del balance efectivo y el BE. Un argumento similar se podría hacer para componentes de ingresos fiscales que pudieran ser contabilizados arriba o debajo de la línea: no se impactaría la medición de la deuda bruta al final de período, pero sí la medición del balance efectivo y estructural. Otra alternativa es que uno también podría pensar V_t es una componente que debiera registrarse como deuda del gobierno, ampliando la definición de la deuda más allá de lo contemplado como deuda bruta del GC. En dicho caso, habría que mantener coherencia sobre cuáles son los intereses de esa deuda para incluirlos también como parte del gasto público arriba de la línea.

Una tercera conclusión de esta expresión es que, al momento de realizar proyecciones sobre la deuda bruta, es necesario realizar “buenas predicciones” de las componentes del lado derecho de (6) o (11). Para ello, es fundamental tener información precisa de las partidas que componen cada una de las variables al lado derecho de (3). En particular, es necesario tener predicciones realistas (idealmente insesgadas) sobre los ingresos primarios y los otros requerimientos de capital. Asumir predicciones muy optimistas para los ingresos primarios o para los requerimientos de capital distorsionarán los pronósticos para la deuda bruta.

Usando (11) dividida por el PIB se puede analizar otros aspectos:

$$(12) \quad d_t^B = g_t - \tau_t + \frac{(1+r_t^D)}{(1+\gamma_t)} d_{t-1}^B - \frac{(1+r_t^A)}{(1+\gamma_t)} a_{t-1}^{TP} + a_t^{TP} + \tilde{u}_t,$$

donde las letras minúsculas (y τ_t para el caso de los ingresos primarios) denota las variables expresadas como porcentaje del PIB y γ_t es la tasa de crecimiento del PIB nominal.

La meta del BE establece un criterio para determinar el gasto primario como porcentaje del PIB:

$$g_t = (\tau_t - \hat{\tau}_t) - \bar{b}_{e,t},$$

donde $\hat{\tau}_t$ son los ajustes cíclicos en los ingresos fiscales y $\bar{b}_{e,t}$ es la meta del BE, ambos términos expresados como porcentaje del PIB. Combinando (4) y (5) se obtiene:

$$d_t^B = -\hat{\tau}_t - \bar{b}_{e,t} + \frac{(1+r_t^D)}{(1+\gamma_t)} d_{t-1}^B - \frac{(1+r_t^A)}{(1+\gamma_t)} a_{t-1}^{TP} + a_t^{TP} + \tilde{u}_t.$$

Una lección derivada de la expresión (14) es que los ajustes cíclicos de los ingresos afectan únicamente a los ingresos primarios. Por esa razón, solo queda la componente $-\hat{\tau}_t$ en la expresión anterior. Si se incluyeran otros ingresos que no corresponden a los retornos de los activos del Tesoro Público, quedaría un residuo adicional que distorsionaría el efecto de la meta del BE sobre la deuda más allá de una estimación coherente de los ingresos estructurales con los ingresos primarios. Este análisis también sugeriría que podría ser más pertinente una meta de balance primario estructural, acomodando lo que implica de intereses de la deuda pública y los

retornos de los activos del Tesoro Público. Esto podría también mantener mejor coherencia entre los objetivos sobre el balance del GC y los activos del Tesoro Público y la deuda bruta.

Suponga que el marco fiscal de mediano plazo establece un valor para los activos del Tesoro Público como porcentaje del PIB ($a_t^{TP} = a_{t-1}^{TP} = \bar{a}^{TP}$). Este correspondería, por ejemplo, al valor de 5-7% sugerido por el FMI (2023c), $\bar{a}^{TP}=6\%$. Si el valor de los activos del Tesoro Público está por debajo de este objetivo de mediano plazo establecido como nivel adecuado ($a_{t-1}^{TP} < \bar{a}^{TP}$), entonces el BE deberá establecer una meta más exigente ($\bar{b}_{e,t}$ más alto) que si $a_t^{TP} = a_{t-1}^{TP} = \bar{a}^{TP}$. La gradualidad para alcanzar la meta de \bar{a}^{TP} desde un valor $a_{t-1}^{TP} < \bar{a}^{TP}$ debiera ponderarse con el tamaño de la exigencia adicional sobre la meta del BE y la situación macroeconómica que enfrente el país. Por ejemplo, cada año se podría exigir una meta del BE que sea una fracción de la diferencia entre $\bar{a}^{TP} - a_{t-1}^{TP}$.

Considere ahora que el objetivo del nivel de activos del Tesoro Público como porcentaje del PIB se ha alcanzado $a_t^{TP} = a_{t-1}^{TP} = \bar{a}^{TP}$. Asuma que las tasas de interés y el crecimiento son constantes en ese escenario de mediano plazo:

$$(13) \quad d_t^B = -\hat{\tau}_t - \bar{b}_{e,t} + \frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} d_{t-1}^B - \left[\frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} - 1 \right] \bar{a}^{TP} + u_t.$$

Asumiendo que el ajuste cíclico y los requerimientos de capital son variables estacionarias, se tienen dos casos para garantizar que la deuda bruta no crezca sin límite:

- a) Si se cumple $r^A < r^D < \gamma$, la deuda bruta como porcentaje del PIB será un proceso estacionario en torno a una media incondicional invariante. Tomando el valor esperado en ambos lados de la ecuación (7) se obtiene:

$$E[d_t^B] \left(1 - \frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} \right) = -E[\hat{\tau}_t] - E[\bar{b}_{e,t}] + \left[1 - \frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} \right] \bar{a}^{TP} + E[u_t].$$

Por su naturaleza, el ajuste cíclico, $\hat{\tau}_t$, debiera tener un valor esperado de mediano plazo igual a 0, implicando que debiera existir una coherencia entre el valor esperado del balance $E[\bar{b}_{e,t}]$, el valor de los activos del tesoro deseados a largo plazo, el valor esperado de los otros requerimientos de capital y el valor esperado de la deuda bruta. En efecto, si uno asume valores para $E[\bar{b}_{e,t}]$, \bar{a}^{TP} y $E[u_t]$, la deuda bruta como porcentaje del PIB en el mediano plazo debe satisfacer la ecuación (7) y ser menor al 45% del PIB

$$E[d_t^B] = \frac{-E[\bar{b}_{e,t}] + \left[1 - \frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} \right] \bar{a}^{TP} + E[\tilde{u}_t]}{\left(1 - \frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} \right)} < 45\%.$$

b) $r^D > r^A \geq \gamma$, el BE deberá ser creciente del nivel de la deuda bruta como porcentaje del PIB pasado (d_{t-1}):¹¹⁷

$$(16) \quad \bar{b}_{e,t} = \beta + \alpha(d_{t-1}^B - \bar{d}).$$

Combinando (7) con (8):

$$(17) \quad d_t^B = -\hat{\tau}_t - \beta + \alpha\bar{d} + \left[\frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} - \alpha \right] d_{t-1}^B - \left[\frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} - 1 \right] \bar{a}^{TP} + \tilde{u}_t.$$

Por lo tanto, para garantizar que se comporte de forma estacionaria en torno a una media incondicional se requiere que:

$$\left[\frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} - \alpha \right] < 1$$

Bajo esta condición se puede tomar valor esperado en (17) y obtener:

$$(18) \quad \left[(1+\alpha) - \frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} \right] E[d_t^B] = -\beta + \alpha\bar{d} - \left[\frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} - 1 \right] \bar{a}^{TP} + E[\tilde{u}_t].$$

La coherencia entre los diferentes valores en (18) implica que:

$$E[d_t^B] = \frac{-\beta + \alpha\bar{d} - \left[\frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} - 1 \right] \bar{a}^{TP} + E[\tilde{u}_t]}{\left[(1+\alpha) - \frac{(1+r^D)}{(1+\gamma)} \right]} < 45\%.$$

En este caso, para garantizar que la media incondicional de la deuda bruta sea coherente con el nivel prudente establecido para Chile, es necesario que la media incondicional de $\bar{b}_{e,t}$ también sea coherente con la media incondicional de \tilde{u}_t y

$$\left[\frac{(1+r^A)}{(1+\gamma)} - 1 \right] \bar{a}^{TP}.$$

Una discusión final se refiere a la ecuación (13) en la práctica. Para realizar el presupuesto de gasto y su seguimiento es necesario proyectar los ingresos primarios y el PIB.¹¹⁸ Para obtener el ajuste cíclico, es preciso proyecta los ingresos (T_t, τ_t) y el PIB (Y_t). Denotar con un subíndice f la proyección de estas variables en un momento dado. Si se mantiene constante el PIB potencial en t como \bar{Y}_t , la estimación de los ingresos cíclicos es una función de la proyección de los ingresos primarios y de la razón entre el PIB efectivo proyectado y el PIB potencial:

¹¹⁷ Alternativamente, la meta del BE podría ser una función creciente del aumento de la deuda como porcentaje del PIB: $\bar{b}_{e,t} = \beta + \alpha(d_{t-1}^B - d_{t-2}^B)$, pero se obtendría la misma condición para obtener una deuda estacionaria y no explosiva.

¹¹⁸ También se debiera incluir la proyección del precio del cobre y el litio para realizar los ajustes cíclicos respectivos, pero la argumentación propuesta se abstrae de ello para facilitar la discusión. En cualquier caso, incluir la proyección de estos precios para derivar los ajustes cíclicos es directa.

$$(19) \quad \hat{\tau}_t^f = F\left(\tau_t^f, \frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right).$$

Por su parte, los ingresos primarios estructurales estimados en base a la proyección serían:

$$(20) \quad \bar{\tau}_t^f = \tau_t^f - F\left(\tau_t^f, \frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right).$$

En la medida en que la derivada de F respecto a τ_t^f sea menor que 1, $F_1\left(\tau_t^f, \frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right) < 1$, aumentar la proyección de los ingresos efectivos (τ_t^f) incrementará la estimación de ingresos estructurales. Esto generará incentivos a sobreestimar los ingresos primarios efectivos. Por otro lado, surge la pregunta de si la estimación de ingresos estructurales es relativamente neutral ante cambios en las proyecciones del PIB efectivo y los ingresos primarios efectivos, de modo que dependa exclusivamente del PIB potencial.¹¹⁹ Para analizar esto, considere que los ingresos efectivos son una función de la razón entre el PIB efectivo y el potencial:

$$(21) \quad \tau_t = \bar{\tau}h\left(\frac{Y_t}{\bar{Y}_t}\right).$$

Con ello, la proyección f debiera ser la siguiente:

$$(22) \quad \tau_t^f = \bar{\tau}h\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right).$$

Con la función h satisfaciendo $h(1) = 1$. Combinando (20) y (22), se obtiene:

$$(23) \quad \bar{\tau}_t^f = \bar{\tau}h\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right) - F\left(\bar{\tau}h\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right), \frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right).$$

Si se deriva lo anterior con respecto a Y_t^f dejando fijo el PIB potencial (\bar{Y}):

$$\frac{d\bar{\tau}_t^f}{dY_t^f} = \bar{\tau}h'\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right)\frac{1}{\bar{Y}_t} - F_1\left(\bar{\tau}h\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right), \frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right)\bar{\tau}h'\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right)\frac{1}{\bar{Y}_t} - F_2\left(\bar{\tau}h\left(\frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right), \frac{Y_t^f}{\bar{Y}_t}\right)\frac{1}{\bar{Y}_t}.$$

Durante el año presupuestario, se desearía contar con una metodología que implicara que esta derivada sea cero, lo cual significaría que, dado el mismo PIB potencial (o tendencial), los ingresos estructurales serían estimados con el mismo valor.¹²⁰ Lo anterior significaría, al menos, que:

$$\bar{\tau}h'(1)(1 - F_1(\bar{\tau}h(1), 1)) - F_2(\bar{\tau}h(1), 1) = 0.$$

Que esta condición no se cumpla significaría que pequeñas modificaciones del PIB en torno al nivel potencial afectarían la estimación de los ingresos estructurales. Así, cambios en la proyección de los ingresos primarios efectivos requerirían un ajuste del gasto público, sin que

¹¹⁹ Esta afirmación considera que existe un régimen tributario establecido. Con cambios en el sistema tributario, los ingresos estructurales cambiarán sin que deba cambiar el PIB potencial.

¹²⁰ Esto podría ser más tradicional hacerlo con los ingresos estructurales en niveles y no como porcentaje del PIB, pero la idea fundamental es la misma.

haya cambiado el objetivo de la meta del BE. Dado que verificar el cumplimiento de esta condición es complejo y, probablemente, no se cumpla, sería conveniente modificar la secuencia lógica de cómo se establece el gasto del gobierno coherente con una meta del BE.

De esta forma, el procedimiento actual que aplica la metodología para volver a estimar el BE presenta algunos problemas, como los dos mencionados anteriormente, que muestran que los ingresos estructurales son sensibles a cambios en las proyecciones, a pesar de que no se modifiquen los parámetros que gobiernan los ingresos estructurales como el PIB potencial. En la medida en que no se cumplan estas condiciones de neutralidad discutidas, nuevas proyecciones en cada trimestre del año en curso introducirán volatilidad innecesaria en la estimación del BE. Por ello, manteniendo la metodología vigente del BE, se podría modificar la secuencia de cómo se operacionaliza la meta del BE propuesta. Por ejemplo, en el momento de determinar el presupuesto del año siguiente en el último trimestre del año actual, se fija una meta para el gasto del GC –ya sea en niveles o como porcentaje del PIB. Luego, se va verificando cómo se va ejecutando ese presupuesto asignado durante en el año curso. Al cierre del año del presupuesto se computan nuevamente los ingresos estructurales como porcentaje del PIB. La diferencia entre la estimación de los ingresos estructurales en la elaboración del presupuesto y la estimación al cierre del año del presupuesto se acumula en una cuenta nocional, tal como lo realiza Suiza. Posteriormente, si esta cuenta nocional llega a cierto valor como porcentaje del PIB la meta del BE debería contemplar un objetivo adicional por años sucesivos para ir “devolviendo” esta diferencia acumulada de la estimación de los ingresos estructurales entre el valor estimado en el presupuesto y el valor obtenido al cierre del año.