

23.11.23

**ORD. 55**

**MAT.:** Acompaña respuestas del CFA a consultas formuladas por la H. Comisión Especial Mixta de Presupuestos, en sesión de 18 de octubre de 2023.

Santiago, 23 de noviembre de 2023

**A: RICARDO LAGOS WEBER  
PRESIDENTE DE LA H. COMISIÓN ESPECIAL MIXTA DE PRESUPUESTOS  
CONGRESO NACIONAL**

**DE: JORGE RODRÍGUEZ CABELLO  
PRESIDENTE CONSEJO FISCAL AUTÓNOMO**

De nuestra consideración:

El Consejo Fiscal Autónomo (“CFA” o “el Consejo”) asistió con fecha 18 de octubre del año en curso a una sesión especial de la H. Comisión Especial Mixta de Presupuestos del Congreso Nacional, con el objeto de presentar su “Informe de evaluación y monitoreo del cálculo del Balance Estructural y nivel prudente de deuda: estimaciones 2023-2028”.

En la instancia referida, diversos parlamentarios y parlamentarias plantearon consultas que, en general, fueron abordadas directamente durante el transcurso de la sesión. Sin perjuicio de ello, algunas de las interrogantes quedaron pendientes por razones de tiempo y el CFA se comprometió a responderlas mediante Oficio durante las semanas siguientes.

De esta forma, y en cumplimiento de dicho acuerdo, acompañamos a usted, para conocimiento y fines pertinentes, el documento denominado “Respuestas del CFA a consultas de la H. Comisión Especial Mixta de Presupuestos”.

Esperamos que dicho documento resulte de vuestro interés.

Se despide muy atentamente,

**JORGE RODRÍGUEZ CABELLO**  
Presidente del Consejo Fiscal Autónomo 

## RESPUESTAS DEL CFA A CONSULTAS DE LA H. COMISIÓN ESPECIAL MIXTA DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO NACIONAL

23 de noviembre de 2023

En el marco de la discusión del proyecto de Ley de Presupuestos del sector público para 2024, el Consejo Fiscal Autónomo (CFA) presentó con fecha 18 de octubre de 2023 su “Informe de evaluación y monitoreo del cálculo del Balance Estructural y nivel prudente de deuda: estimaciones 2023-2028” ante la Comisión Especial Mixta de Presupuestos. En dicha instancia, los parlamentarios y parlamentarias plantearon una serie de consultas al CFA, parte de las cuales fueron respondidas en dicha ocasión. Por razones de tiempo, el Consejo se comprometió a responder por escrito las preguntas restantes, lo que se materializa en el presente documento.

### 1. ¿Cómo calculó el Ministerio de Hacienda el nivel prudente de deuda bruta para Chile en 45% del PIB?

La literatura económica propone diversos métodos para estimar distintos umbrales de deuda. Respecto al cálculo específico del nivel prudente de deuda bruta de 45% del PIB para Chile, según se detalla en el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del primer trimestre de 2022 de la Dirección de Presupuestos (Dipres)<sup>1</sup>, se utilizaron tres metodologías referenciales y complementarias, a partir de las cuales el Ministerio de Hacienda tomó una definición. Estas metodologías, según lo descrito en el IFP de la Dipres, fueron las siguientes:

1. Análisis de espacio fiscal utilizando la función de reacción fiscal: Consiste en calcular el nivel de deuda pública a partir del cual los cambios en el balance fiscal primario no son suficientes para compensar las alzas en las tasas de interés producto de la mayor deuda. Esta metodología sugiere que el nivel prudente de deuda bruta para Chile está en torno a 45% del PIB.
2. Modelo de probabilidad de no pago basado en evidencia internacional: Consiste en calcular cuál es el nivel de deuda pública en que la posibilidad de no pago deja de ser despreciable o marginal. Este modelo está basado en el trabajo realizado por Fournier y Bétin (2018)<sup>2</sup>. Dicho estudio muestra que la mediana de deuda bruta entre países que no han tenido episodios de no pago, como es el caso de Chile, es de 48% del PIB.
3. Cálculo de deuda que maximiza el crecimiento económico: Esta metodología asume que el gasto corriente es financiado con ingresos fiscales, mientras que la inversión pública es financiada con deuda. Utilizando una muestra de 22 países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (Oce), Checherita-

---

<sup>1</sup> Mayores detalles en el recuadro 3 del IFP del primer trimestre de 2022, disponible en: [http://www.dipres.cl/598/articles-272692\\_Informe\\_PDF.pdf](http://www.dipres.cl/598/articles-272692_Informe_PDF.pdf).

<sup>2</sup> Para más información revisar Fournier, J. y M. Bétin (2018). “Limits to government debt sustainability in middle-income countries”. *OECD Economics Department Working Papers* 1493. OECD Publishing.

Westphal, Hughes y Rother (2014)<sup>3</sup> estiman que el nivel de deuda que maximiza el crecimiento económico se encuentra entre 50% y 65% del PIB, dependiendo de la elasticidad PIB a inversión pública de cada país. Sin embargo, debe considerarse que estos números corresponden a economías desarrolladas, pues la literatura sugiere que, para el caso de economías emergentes, como Chile, este nivel es menor.

A partir del análisis de los resultados obtenidos por estas tres metodologías, la autoridad consideró razonable fijar como nivel prudente de deuda el nivel más bajo obtenido. De esta forma, en el decreto que sienta las bases de la política fiscal de la presente administración (decreto N°755 del 24 de mayo de 2022, del Ministerio de Hacienda<sup>4</sup>), fijó como nivel prudente de deuda bruta un 45% del PIB.

Complementariamente, cabe señalar que el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha desarrollado dos metodologías para la estimación del techo o nivel prudente de deuda, dependiendo de si el límite máximo de deuda<sup>5</sup> es conocido o desconocido<sup>6</sup>. En el caso de Chile, de acuerdo a las estimaciones y sugerencias del FMI (2023)<sup>7</sup>, es apropiado mantener el nivel de deuda bruta por debajo del 45% del PIB, ya que ello da espacio al gobierno para responder a shocks adversos sin poner en riesgo la sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

Por su parte, el CFA estimó de manera preliminar en el informe al Congreso de septiembre de 2020, un nivel prudente de deuda bruta de 43% del PIB para Chile<sup>8</sup>. Posteriormente, en 2022, el CFA encargó un estudio de consultoría externa, el que concluyó que el nivel prudente de deuda bruta, coherente con un 1% de probabilidad de *default*, asciende a 48,9% del PIB<sup>9</sup>.

Por lo tanto, como se observa, distintas metodologías utilizadas corroboran que un nivel prudente de deuda bruta de 45% del PIB es una estimación razonable para Chile.

---

<sup>3</sup> Checherita-Westphal, C., A. Hughes Hallett y P. Rother (2014), “Fiscal sustainability using growth maximizing debt targets”, Applied Economics, Vol. 46/6, pp. 638-647.

<sup>4</sup> Disponible en: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?i=1177965>

<sup>5</sup> Existen varias aproximaciones para determinar el límite máximo de deuda, las que son el paso previo para estimar el nivel prudente de deuda. Para más detalle ver el “Informe para el fortalecimiento de la regla fiscal: ancla de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección” del CFA, disponible en:

<https://www.cfachile.cl/publicaciones/informes-del-cfa/informes-tecnicos-del-cfa/informe-tecnico-del-cfa-n-3-informe-para-el-fortalecimiento-de-la-regla-fiscal>

<sup>6</sup>Para ambas metodologías revisar Debrun, Jarmuzek y Shabunina (2017) para economías de mercado avanzadas y emergentes con límite de deuda conocido, como también <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/061/2018/002/article-A001-en.xml> para límite de deuda desconocido.

<sup>7</sup> IMF (2023). “Fiscal Considerations in Managing Stabilization Funds”. IMF Country Report No. 23/249.

<sup>8</sup> Informe disponible en: <https://www.cfachile.cl/publicaciones/informes/informes-al-congreso/informe-al-congreso-n-3-informe-del-consejo-fiscal-autonomo-sobre-el-ejercicio>

<sup>9</sup> Para un mayor análisis, revisar el documento de consultoría externa del CFA, Caputo, Ordoñez e Irarrázabal (2022). Disponible en:

<https://www.cfachile.cl/publicaciones/otros-documentos-de-interes/informe-final-consultores-externos-caputo-ordonez-e-irrazabal-sobre-nivel>, que estima un nivel de deuda bruta prudente para una determinada probabilidad de default.<sup>7</sup>

Finalmente, el CFA recuerda que el nivel prudente de deuda corresponde a un valor para la deuda soberana como porcentaje del PIB, que asegura con una alta probabilidad la sostenibilidad de las finanzas públicas en el tiempo. Por ello, el Consejo ha recomendado que la deuda bruta debe estabilizarse por debajo de dicho nivel. Además, el CFA considera de suma relevancia que la estimación puntual del nivel prudente de deuda perdure por más de una administración, de forma tal de dar estabilidad a dicha cifra como un valor más permanente y con consideraciones de largo plazo, y así evitar modificaciones de carácter discrecional que terminen debilitando el ancla fiscal<sup>10</sup>.

## **2. ¿Qué elementos de riesgo que están fuera del concepto de deuda bruta del Gobierno Central deben ser monitoreados de forma complementaria?**

Los principales elementos de riesgo que deben monitorearse y que contablemente no forman parte del concepto de deuda bruta del Gobierno Central incluyen:

- A. Pasivos contingentes: Estos son compromisos financieros que pueden activarse en caso de ocurrir uno o más sucesos futuros inciertos que no están enteramente bajo el control del Fisco. Entre ellos, se cuentan las demandas legales en contra del Fisco y la posibilidad de activación de diversas garantías otorgadas por el Estado. Cabe notar que la Dirección de Presupuestos (Dipres) publica anualmente un informe de pasivos contingentes, según lo mandata el artículo 18 de la ley N°20.128 sobre responsabilidad fiscal.
- B. Endeudamiento de las empresas públicas: Las empresas estatales pueden incurrir en deudas que contablemente no se incluyen en la deuda bruta del Gobierno Central. Estas deudas pueden llegar a representar un riesgo para las finanzas públicas, dado que un sobreendeudamiento puede reducir la confianza de los inversionistas y aumentar los costos de financiamiento del Fisco. Además, puede generar presiones para la materialización de posibles rescates financieros con recursos públicos, tanto por la parte de la deuda de las empresas públicas que tiene garantía estatal explícita (materia que se analiza en el informe de pasivos contingentes de la Dipres antes señalado), como por presiones de rescates financieros de última instancia (lo que en la literatura se conoce como “garantías estatales implícitas”).
- C. Acumulación de deudas a proveedores y colaboradores del Estado: Esto se refiere a las deudas que distintas instituciones públicas tienen con sus proveedores y contratistas, las que no se reflejan contablemente en la deuda bruta del Gobierno Central. Su monitoreo es importante no sólo por razones de transparencia, rendición de cuentas y para garantizar el cumplimiento de las obligaciones financieras del Fisco, si no que también para velar por la sostenibilidad fiscal, en caso que su magnitud se torne significativa.
- D. Activos del Tesoro Público y otros activos financieros del Gobierno Central: El monitoreo de estos activos financieros es importante para preservar la estabilidad financiera, mantener un “colchón” de recursos para enfrentar posibles crisis

---

<sup>10</sup> El ancla fiscal se define como un tope para la deuda, que guía la gestión de las finanzas públicas en pos de la sostenibilidad fiscal.

económicas, mejorar la capacidad de pago del Fisco y cumplir con sus compromisos financieros. Cabe notar que, de usarse el concepto de deuda neta como ancla fiscal, el manejo de estos activos estaría incluido en el análisis de sostenibilidad fiscal directamente (por cuanto la deuda neta se define como la diferencia entre la deuda bruta y los activos financieros del Fisco). Sin embargo, dado que la regla fiscal dual vigente en Chile se basa en la deuda bruta, estos activos deben ser monitoreados de forma complementaria, pues podría darse el caso de cumplirse la meta de deuda a costa de reducirse los activos financieros. Cabe señalar que la Dirección de Presupuestos (Dipres) elabora informes mensuales sobre el estado de los activos del Tesoro Público.

- E. Eventuales deudas futuras de gobiernos subnacionales: En la actualidad, la capacidad de endeudamiento de los municipios es limitada, mientras que es inexistente para los gobiernos regionales (Gores). Si se avanza en la autorización legal para el endeudamiento de los gobiernos subnacionales, estas deudas también deberán ser monitoreadas para velar por la sostenibilidad fiscal, ya que pueden llegar a afectar la capacidad del Gobierno Central para cumplir con la regla fiscal.

El CFA recalca que es importante el monitoreo de todos estos elementos de riesgo, ya que su magnitud y efectos podrían incidir en el cumplimiento de la regla fiscal y afectar la sostenibilidad de la deuda pública. Por lo tanto, el Consejo recomienda que el Ministerio de Hacienda y la Dipres eleven los estándares de transparencia de dichos elementos, con especial énfasis en aquellos donde existen mayores brechas de información. Por ejemplo, la Dipres podría publicar trimestralmente toda esta información en un solo informe consolidado y en un formato que facilite su lectura y análisis cuantitativo. Esto permitirá realizar un adecuado seguimiento y estimaciones de los efectos de estos elementos de riesgo en la deuda y en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

### **3. Ante necesidades de financiamiento fiscal, ¿es mejor endeudarse o desahorrar mediante la venta de activos del Tesoro Público?**

Hay que tener en cuenta que al analizar la posición financiera neta (deuda menos activos financieros), un financiamiento del déficit mediante uso de activos o emisión de deuda conducen al mismo efecto final: un deterioro de la deuda neta. Es por esta razón que el CFA ha recomendado que el nivel prudente de deuda debería fijarse para la deuda neta.

Sin desmedro de ello, la decisión sobre cuál fuente utilizar en determinado momento responderá a razones financieras. Por ejemplo, tal como menciona el FMI (2023), actualmente el país enfrenta ciertos riesgos “que pueden provocar un incremento abrupto de las necesidades fiscales por más de un año y/o un aumento temporal de los *spreads* y una fuerte depreciación cambiaria durante 2 a 10 meses, restringiendo la capacidad de refinanciar deuda externa en los mercados<sup>11</sup>.” Entre estos riesgos, se encuentran una desaceleración económica mundial, un estrechamiento de las condiciones financieras globales, shocks en los términos de intercambio, desastres naturales y epidemias, entre otros. Cuando Chile ha enfrentado circunstancias excepcionales como estas en el pasado,

---

<sup>11</sup> IMF (2023). “Fiscal Considerations in Managing Stabilization Funds”. IMF Country Report No. 23/249.

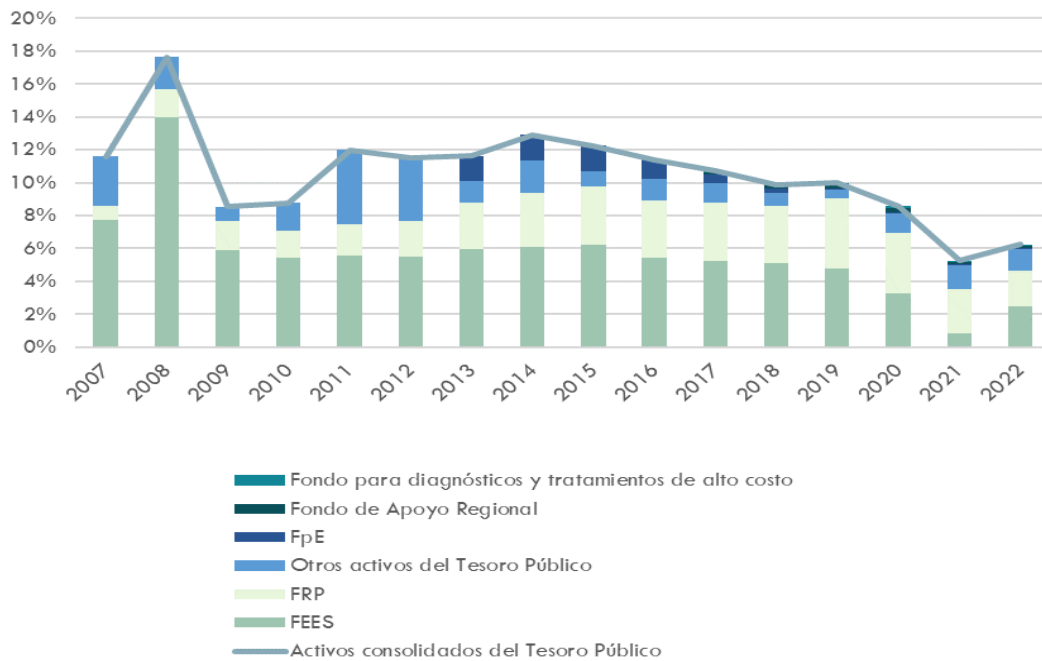
en las que se ha hecho más restrictivo o más costoso el acceso a financiamiento, ha utilizado sus fondos soberanos, en especial el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), es decir, ha desahorrado mediante la venta de activos del Tesoro Público.

Por otra parte, la emisión de deuda puede ser más conveniente en circunstancias en donde las condiciones financieras y el acceso a crédito son más favorables y las tasas de interés más bajas, utilizándose como herramienta para cubrir déficits fiscales.

En este análisis, es importante remarcar que los activos del Tesoro Público han disminuido en los últimos años, en donde las caídas más marcadas han ocurrido en años de crisis, tales como la crisis *subprime* de 2009 y la pandemia entre los años 2020-2021 (gráfico 1). En detalle, durante 2009 registraron una caída de 8,6 puntos porcentuales (pp) del PIB y entre los años 2020 y 2021 acumularon una caída de 4,4 pp.

Dado lo anterior, el CFA recuerda que en su Informe sobre “Desviaciones de las Metas de Balance Estructural” de marzo de 2022 recomendó “analizar los niveles de los fondos soberanos, en particular del FEES, de forma tal de establecer un nivel mínimo de estos recursos para asegurar el acceso a liquidez en caso de nuevas emergencias”. En este mismo sentido, a raíz de dicha recomendación, el Ministerio de Hacienda encargó un estudio al FMI (2023), el que como conclusión recomendó reconstruir los “colchones” fiscales (*fiscal buffers*) y, en particular, sugirió alcanzar y mantener un nivel de entre el 5% y 7% del PIB para el FEES en el mediano plazo (al respecto, cabe notar que el FEES cerró el año 2022 en un nivel aproximado de 2,5% del PIB).

**Gráfico 1. Activos consolidados del Tesoro Público (% PIB)**



Fuente: Elaboración propia en base a la Dipres y Banco Central de Chile.

**4. ¿Considera el CFA que hay una disyuntiva entre mejorar la calidad de vida de las personas hoy versus mantener la deuda pública sostenible?**

El CFA considera que no existe una disyuntiva entre mejorar el bienestar de la ciudadanía y mantener un nivel de deuda pública sostenible.

Primero que todo, la necesidad de mantener una deuda pública sostenible se relaciona con la sostenibilidad integral de las cuentas fiscales. Es decir, establecer una regla de nivel de deuda prudente, y cumplirla, permite al Estado estar en una mejor posición para cumplir con sus compromisos financieros y resistir *shocks* económicos negativos que, en el caso de tener una deuda alta, pondrían en riesgo la solvencia del Estado.

Más en concreto, tener una trayectoria de deuda insostenible implicaría que el Estado no sería capaz de generar los ingresos fiscales necesarios para financiar los servicios públicos que provee o quiere proveer a la ciudadanía, tales como la red de protección social y la provisión de derechos sociales, ya sea por un alto gasto primario, o por gasto excesivo en pago de intereses causados por el elevado nivel de deuda o de riesgo país. Esto es especialmente cierto para gastos sociales permanentes y que se espera que crezcan en el futuro por el envejecimiento poblacional, tales como el gasto en salud y pensiones.

Una deuda sostenible también tiene efectos macroeconómicos que benefician a la población, ya que se vincula a un crecimiento económico más alto e inclusivo, una volatilidad económica acotada, una inflación baja y estable, y una mayor capacidad de reacción de la política fiscal ante emergencias. Mientras que en el aspecto social, una deuda

baja también se asocia con menor pobreza, el desarrollo de derechos sociales y el acceso a mejores condiciones de endeudamiento para la población, tanto para las familias como para las empresas<sup>12</sup>.

De esta manera, la sostenibilidad fiscal no debería interpretarse como una limitación a los derechos sociales. Por el contrario, es necesaria para financiar de forma duradera la acción del Estado en estos ámbitos y evitar recortes de gasto forzosos, especialmente dañinos si ocurren durante una recesión económica.

Por último, un nivel de deuda prudente es compatible también con la justicia intergeneracional, dado que no deja compromisos financieros excesivos a las generaciones jóvenes o venideras, lo cual limitaría la capacidad del Estado para mantener los beneficios sociales que gozan las actuales generaciones y desarrollar las nuevas políticas públicas necesarias en el futuro.

##### **5. Opinión del CFA sobre el acotado espacio de gasto disponible en el mediano plazo para nuevas iniciativas**

En su último informe trimestral de Balance Estructural (octubre 2023), el CFA advirtió que el crecimiento del gasto público hasta 2028 debería ser muy acotado para cumplir con las metas fiscales. Por lo tanto, para tener un mayor espacio de gasto que no comprometa la sostenibilidad fiscal, a juicio del CFA se requieren nuevas fuentes de financiamiento estructurales. En ese sentido, el Consejo ha recomendado al Ministerio de Hacienda estudiar en profundidad opciones de generación de ingresos provenientes de: i) un mayor crecimiento tendencial, ii) nuevos ingresos tributarios, iii) reducir la evasión tributaria y iv) reasignaciones y mayor eficiencia del gasto.

Sin estas nuevas fuentes de financiamiento, el crecimiento del gasto público hasta 2028 debería ser muy acotado para que el gobierno cumpla con la convergencia fiscal que asegura estabilizar la deuda pública. En efecto, las estimaciones de la Dipres muestran que el gasto compatible con las metas de Balance Estructural para el período 2025-2028 crecerá 0,9% promedio anual, mientras que en 2024 el gasto lo haría 3,7% respecto de la ejecución proyectada. Esto implica un desafío importante debido a que en el pasado el gasto público en general ha mostrado cifras de crecimiento superiores. En particular, en la década previa a la pandemia (2010-2019) el crecimiento real anual promedio del gasto público fue de 4,9%.

En línea con lo anterior, las cifras de la Dipres muestran que casi no quedan holguras fiscales en los próximos años. Esto implica que, dada la proyección de ingresos estructurales, hay muy poco espacio para el desarrollo de nuevas iniciativas que generen mayor gasto fiscal que el que está comprometido, o bien, para hacer frente a gastos imprevistos en el futuro próximo, sin que estos generen un mayor déficit estructural.

---

<sup>12</sup> Una revisión de la literatura sobre los efectos económicos y sociales de la sostenibilidad pública aparece en CFA (2021). “Aspectos fiscales en la Constitución”, Nota del CFA N°9, pp.3-6. disponible en <https://www.cfachile.cl/publicaciones/informes-del-cfa/notas-del-cfa/nota-del-cfa-n-9-aspectos-fiscales-en-la-constitucion-29-12-2021->.