

Análisis de las bases de la política fiscal 2022-2026

30 de junio 2022

Resumen

En este informe, el Consejo Fiscal Autónomo (en adelante, “CFA” o “el Consejo”) realiza un análisis del Decreto N°755 del Ministerio de Hacienda, de fecha 24 de mayo de 2022¹, que establece -para el período 2022-2026- las bases de la política fiscal de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley N°20.128, sobre responsabilidad fiscal (Decreto de Política Fiscal).²

De acuerdo al artículo 1 del Decreto de Política Fiscal, *“la política fiscal que se llevará a cabo durante la presente administración presidencial, se guiará de acuerdo a una regla operacional, que corresponde al Balance Estructural, el que refleja la situación financiera de tendencia del Gobierno Central, excluyendo para ello el efecto sobre las finanzas públicas de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y del precio del cobre, además de otros factores de similar naturaleza que pudieran detectarse más adelante; y a un ancla de deuda de mediano plazo, que otorgue predictibilidad a la dinámica de la deuda en el mediano plazo. Ambos parámetros actúan conjuntamente y se complementan para conseguir el objetivo deseado de la sostenibilidad fiscal”*.

Respecto de la meta de Balance Estructural, el artículo 2 del mencionado decreto señala que *“la situación de déficit estructural que enfrenta esta administración como punto de partida, un nivel prudente de deuda de 45% del Producto Interno Bruto y el mandato para la implementación del Programa de Gobierno, plantea reducir el déficit estructural comenzando con un déficit estructural de 3,3% del PIB en 2022, para llegar a un déficit estructural de 0,3% del Producto Interno Bruto el año 2026”*.

A continuación, el Consejo realiza una serie de observaciones y recomendaciones respecto a las bases de la política fiscal planteadas por el Ejecutivo para el período 2022-2026:

1) El CFA valora la conducción de la política fiscal a través de la regla operacional de Balance Estructural, ya que esta ha significado importantes beneficios para el país en los últimos veinte años. En efecto, su uso ha propiciado una planificación acíclica de la política fiscal, junto con una ejecución contracíclica ante circunstancias extraordinarias. Asimismo, dicha regla ha permitido resguardar la competitividad de los sectores transables, reducir la

¹ El decreto fue publicado en el Diario Oficial con fecha 29 de junio de 2022.

² El artículo 1 de la ley N°20.128, sobre Responsabilidad Fiscal señala que “el Presidente de la República, dentro de los 90 días siguientes a la fecha en que asuma sus funciones, mediante decreto supremo expedido por intermedio del Ministerio de Hacienda, establecerá las bases de la política fiscal que se aplicará durante su administración, que deberá incluir un pronunciamiento explícito acerca de las implicancias y efectos que tendrá su política sobre el Balance Estructural correspondiente al período de su administración”.

volatilidad del crecimiento, facilitar la acumulación de activos financieros para compensar eventos adversos de gran magnitud, aumentar la credibilidad del fisco, mantener el grado de inversión de la deuda soberana y contribuir a menores tasas de interés.

2) A su vez, el Consejo valora que, en línea con sus recomendaciones previas, la política fiscal se guíe por una regla dual, con una trayectoria de metas de Balance Estructural consistente con que la deuda no supere un nivel prudente. Esto significa complementar la regla de Balance Estructural con el establecimiento de un ancla fiscal, definida como un tope a la deuda bruta como porcentaje del PIB, en pos de la sostenibilidad fiscal.

3) Con todo, el Consejo recomienda institucionalizar la utilización de una regla dual hacia el futuro en la ley sobre responsabilidad fiscal, lo que podría hacerse en el proyecto de ley que modifica la ley N°20.128, actualmente tramitado bajo el Boletín N°14.615-05 en el H. Congreso Nacional.

4) Asimismo, el Consejo plantea la necesidad de complementar la institucionalidad fiscal con otras recomendaciones formuladas, las que también podrían incluirse en el mencionado proyecto de ley³, en particular:

(i) Establecer la deuda neta⁴ como el concepto relevante para determinar el nivel prudente de deuda;

(ii) Incorporar normas que consideren tanto el nivel prudente de deuda como un objetivo referencial de deuda. El nivel prudente de deuda corresponde a un nivel de deuda como porcentaje del PIB que asegura con una alta probabilidad la sostenibilidad de las finanzas públicas en el tiempo; mientras que la deuda objetivo referencial es un nivel de deuda a PIB compatible con las metas de Balance Estructural, el cual debe ser inferior o igual al nivel prudente de deuda;

(iii) Establecer procedimientos para estimar el nivel prudente de deuda neta de forma robusta a través de un conjunto amplio de metodologías, proceso en que el CFA podría cumplir un rol asesor no vinculante;

(iv) Incorporar advertencias tempranas y planes de corrección oportunos para evitar el incumplimiento del ancla fiscal;

(v) Mejorar los estándares de información de los llamados “otros requerimientos de capital”, que inciden en las necesidades de financiamiento fiscal;⁵

³ Cabe destacar que algunas de estas sugerencias se encuentran abordadas de forma parcial en dicho proyecto de ley.

⁴ La deuda neta, definida como la Posición Financiera Neta que estima periódicamente la Dipres, y que corresponde a la diferencia entre la deuda bruta y los activos del Tesoro Público.

⁵ Los “otros requerimientos de capital” corresponden a amortizaciones de gastos y compra de activos no contabilizados en el balance presupuestario, y que afectan las necesidades de financiamiento del Gobierno

(vi) Establecer explícitamente que las metas de Balance Estructural deben ser cumplidas ex-post, incluyendo una cuenta de control para compensar las desviaciones dentro de un rango acotado;

(vii) Incorporar en forma explícita en la normativa las cláusulas de escape y los respectivos mecanismos de corrección, de forma tal de contar con una senda de convergencia fiscalmente sostenible cada vez que se aplique dicha cláusula.

(viii) Contemplar un procedimiento de deliberación previo a la activación de las cláusulas de escape y los respectivos mecanismos de corrección, orientado a verificar que se cumplan las condiciones para ello, las que deben ser: (1) exógenas al accionar del gobierno; (2) graves en cuanto a su potencial de afectar la actividad económica y el empleo o en términos de una exigencia fiscal extraordinaria; y (3) transitorias, en el entendido que se espera que se reviertan una vez concluido el evento que gatilló su activación; y

(ix) Establecer obligaciones en el caso de incumplimiento del mecanismo de corrección, con el propósito de aumentar la responsabilidad de las autoridades respecto a los objetivos fiscales. Por ejemplo, en el caso que el Balance Estructural se ubique por debajo de la meta establecida en el mecanismo de corrección (mayor déficit o menor superávit), la autoridad fiscal debiera presentar un plan de acción al Congreso para revertir el desalineamiento. Asimismo, el CFA debiese emitir un informe evaluando el plan de acción del gobierno.

5) Las metas de Balance Estructural planteadas en el Decreto de Política Fiscal establecen un déficit estructural de 3,3% del PIB en 2022 y de 0,3% del PIB en 2026, lo que a juicio del Consejo constituye una señal de compromiso con la consolidación fiscal. Por una parte, el Consejo destaca el inicio del proceso de consolidación en 2022, el cual conlleva una reducción del déficit estructural de 7,4% del PIB respecto de 2021, en que gran parte de las medidas transitorias por la pandemia están siendo revertidas. En tanto, la meta de déficit estructural de 0,3% del PIB en 2026 se encuentra entre el escenario de convergencia intermedio y rápido planteado por el CFA en su informe al H. Congreso Nacional de septiembre de 2021.⁶

6) El Consejo hace notar que el compromiso con el proceso de consolidación fiscal se vería reforzado con la inclusión de metas anuales en el Decreto de Política Fiscal, ya que este solo establece el punto de partida en 2022 y el de llegada en 2026. Las metas para cada año son relevantes para asegurar la gradualidad en el proceso de normalización de las

Central, tales como bonos de reconocimiento, compra de cartera de créditos con aval del Estado, capitalización de empresas públicas con utilidades, entre otros.

⁶ Este informe se encuentra disponible en:

<https://cfachile.cl/publicaciones/informes/informes-al-congreso/informe-al-congreso-n-5-informe-del-consejo-fiscal-autonomo-sobre-el-ejercicio>

finanzas públicas, otorgar mayor previsibilidad a la política fiscal, contribuir a la credibilidad de la regla y facilitar su monitoreo periódico. Al respecto, cabe hacer presente que en el Informe de Finanzas Públicas correspondiente al primer trimestre de 2022 (IFP1T22) la autoridad fiscal presentó una senda para el déficit estructural que contempla un ritmo de convergencia de 0,75 puntos del PIB en cada año, pero esta no fue incluida en el Decreto de Política Fiscal. Por tanto, considerando los actuales desequilibrios macroeconómicos y fiscales, y el hecho de que el nivel de deuda sería mayor si se realiza un esfuerzo concentrado en el último año versus un ajuste gradual, el Consejo recalca la importancia de que en futuros decretos se expliciten las metas anuales de Balance Estructural.

7) El CFA resalta la importancia del cumplimiento ex-post de las metas de Balance Estructural, de forma tal de lograr una consolidación efectiva y fortalecer la credibilidad de la regla fiscal. Esto, por cuanto en los últimos 15 años, sin perjuicio de haberse establecido sendas de convergencia, por diversas circunstancias se han observado dificultades en su cumplimiento e incluso desvíos significativos en ciertos años. Si bien algunas de estas circunstancias fueron *shocks* negativos, significativos, transitorios y exógenos al Gobierno, que significaron la activación de cláusulas de escape de facto, la credibilidad de la regla y la sostenibilidad fiscal requieren de un compromiso de cumplimiento ex-post y no sólo de una orientación ex-ante.

8) El Consejo advierte que si bien los resultados presentados por la Dipres en el IFP1T22 muestran que la razón de deuda bruta y neta a PIB se estabilizan en 2026, dicha estabilización podría verse amenazada por la materialización de escenarios de riesgo. Bajo el escenario base definido por la Dipres, tanto la deuda bruta como neta a PIB se estabilizan, dados los supuestos de crecimiento económico, precio del cobre, tasas de interés, tipo de cambio real y “otros requerimientos de capital”. Aun así, dicha convergencia está expuesta a escenarios de menor crecimiento tendencial, menor precio del cobre, un tipo de cambio real más depreciado, condiciones financieras más estrechas y necesidades de financiamiento no previstas, ante lo cual el Consejo recalca la importancia de incorporar escenarios de sensibilidad en el análisis para implementar oportunamente acciones preventivas o correctivas.

9) El CFA observa que el nivel prudente de deuda bruta planteado por la autoridad fiscal, de 45% del PIB, está dentro del rango de las estimaciones preliminares que realizó anteriormente el Consejo.⁷ Sin desmedro de ello, se insiste en la relevancia de estimar dicha cifra en forma robusta a través de un conjunto amplio de metodologías, proceso en que el CFA podría cumplir un rol asesor no vinculante.

⁷ Los detalles de la estimación se encuentran disponibles en: <https://cfachile.cl/publicaciones/informes/informes-al-congreso/informe-al-congreso-n-3-informe-del-consejo-fiscal-autonomo-sobre-el-ejercicio>

10) El Consejo destaca que el Decreto de Política Fiscal comprometa mantener niveles de activos financieros que permitan hacer frente a ciclos económicos adversos, pero insiste en la importancia de estimar los niveles adecuados de activos del Tesoro Público y elaborar una estrategia para alcanzarlos. Para el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el Consejo ha sugerido establecer un nivel mínimo prudencial de recursos para asegurar el acceso a liquidez en caso de nuevas emergencias, junto con la elaboración de un plan que permita implementar gradualmente las acciones para alcanzarlo; mientras que para el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), ha recomendado revisar las reglas de aportes y retiros de manera consistente con la sostenibilidad actuarial, en el contexto de los nuevos compromisos adquiridos en materia de Pensión Garantizada Universal (PGU).⁸

1. Evolución de la regla fiscal

Desde su aplicación en Chile en 2001, la regla fiscal de Balance Estructural ha cumplido satisfactoriamente una de sus principales funciones: generar ahorros en períodos de bonanza económica⁹ para poder ser usados en períodos de baja actividad. Además, dicha regla ha contribuido a quitarle prociclicidad a la política fiscal. Esto último ha permitido una planificación a mediano plazo de diversos programas públicos, facilitando un gasto más sostenible en el tiempo. En efecto, los recursos acumulados como consecuencia de la operación de la regla han permitido desahorrar en momentos de crisis, como en la Crisis Financiera Global de 2008-2009 (CFG) y, más recientemente, tanto para enfrentar la crisis social iniciada en octubre de 2019 como para mitigar los efectos económicos derivados de la pandemia Covid-19 entre 2020 y 2021.

Además, la regla ha otorgado mayor transparencia, predictibilidad y credibilidad a la política fiscal, favoreciendo un menor costo de financiamiento de la deuda pública, la mantención del grado de inversión y menores tasas de interés para todos los agentes económicos. Adicionalmente, la regla fiscal ha permitido resguardar la competitividad de los sectores transables y reducir la volatilidad del crecimiento. En este sentido, la credibilidad de la regla es un atributo fundamental para la efectividad de sus resultados y el consiguiente logro de los beneficios mencionados, razón por la cual es imperativo retomar su cumplimiento.

En los primeros años de la regla fiscal en Chile, ésta contó con una meta numérica fija de superávit estructural en 1% del PIB.¹⁰ Posteriormente, en 2007, la Dipres publicó un estudio

⁸ En esta línea, existe un proyecto de ley en trámite (Boletín N°14.841-05) que debiese evaluarse en su mérito a la luz de un estudio actuarial.

⁹ La evidencia histórica muestra que entre 2004 y 2008, periodo coincidente con el súper ciclo del cobre, la regla fiscal, a través del ajuste cíclico del precio de este metal, permitió generar importantes ahorros fiscales.

¹⁰ En el Estado de la Hacienda Pública de 2000, que fue el punto de partida de la regla fiscal de Balance Estructural, se identificaron criterios explícitos para fijar como meta un superávit estructural del 1% del PIB para 2001. Estos fueron: i) factor ancla de las decisiones de política económica y un símbolo del compromiso político con la estabilidad; ii) recobrar y mantener la capacidad de generación de ahorro del gobierno, la cual

donde justificaba modificar la meta a un superávit estructural de 0,5% del PIB (Velasco et al., 2007).¹¹

Con el pasar de los años, perdieron relevancia los criterios utilizados en 2000 y 2007 para establecer las metas de Balance Estructural, hasta que dejó de existir un fundamento objetivo para el respaldo de dichas metas, sin desmedro que sucesivas autoridades fiscales han planteado una trayectoria de metas orientada a acercarse gradualmente a una situación de equilibrio, sin haberse alcanzado este objetivo a la fecha. En efecto, desde 2009 en adelante, las sendas de convergencia del Balance Estructural que ha planteado la autoridad fiscal no se han cumplido en varias ocasiones por diversos motivos, y el Balance Estructural mostró niveles deficitarios todos los años (a excepción de 2015), lo que refuerza la idea de que para fortalecer la credibilidad de la regla no sólo importa plantear la convergencia, sino que también cumplirla.¹²

Considerando lo anterior, una de las principales recomendaciones del CFA ha sido fortalecer el marco fiscal complementando la regla operacional de Balance Estructural con un nivel prudente de deuda¹³, que actúe como el ancla de las finanzas públicas¹⁴, en pos de la sostenibilidad de la deuda y del gasto público. De esta forma, la regla fiscal pasa a ser dual (“regla dual”), en donde las metas anuales de Balance Estructural son compatibles con un nivel objetivo referencial de deuda que se debe ubicar por debajo del nivel prudente. El Consejo observa que estos elementos han sido considerados en el reciente Decreto de Política Fiscal, lo que valora, sin perjuicio de recomendar su institucionalización en la ley

permitió en los años noventa rebajar considerablemente el servicio de la deuda pública y aumentar la inversión fiscal; iii) hacer frente a los pasivos contingentes que se devengan en cada ejercicio -este era el caso de la garantía estatal en pensiones mínimas, las pensiones asistenciales, las garantías de tráfico mínimo asegurado, así como el déficit operacional del Banco Central; y iv) provisionar recursos para las generaciones futuras que no se beneficiarán de importantes recursos existentes hoy como es el caso del cobre.

¹¹ De acuerdo a los autores, la situación de déficit y patrimonio del Banco Central se había fortalecido, lo que se explicaba por los prepagos y capitalización efectuados por el Fisco. Por su parte, el riesgo financiero y de descalce cambiario había disminuido significativamente, tanto por la caída de la deuda neta, como por la baja en el premio por riesgo. En el caso de las pensiones, que en un comienzo fueron descritas como pasivos contingentes, se habían vuelto compromisos futuros cuantificables, aunque las necesidades de ahorro estimadas para estas eran similares a las que se habían considerado en un comienzo de la regla. Por otro lado, los autores señalan que adicionalmente era posible prever contingencias fiscales potenciales en el horizonte, tales como obligaciones asociadas al sistema de concesiones, las garantías de aval del Estado a las empresas públicas para sus operaciones de endeudamiento, las garantías de financiamiento de la educación superior y las asociadas a las demandas contra el Estado, las que ameritaban mantener una meta de superávit estructural.

¹² Respecto a los desvíos más recientes (período 2018-2021) de las metas de Balance Estructural, ver “Informe sobre Desviaciones de las Metas de Balance Estructural” de marzo de 2022 del CFA, disponible en <https://www.cfachile.cl/sostenibilidad-fiscal/informes-sobre-sostenibilidad-fiscal-y-cumplimiento-de-metas/informe-sobre-desviaciones-de-las-metas-de-balance-estructural-marzo-2022>

¹³ Ver “Informe para el fortalecimiento de la regla fiscal: ancla de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección” de abril de 2021 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>

¹⁴ El ancla fiscal se define como un tope para la deuda que guía la gestión de las finanzas públicas.

N°20.128, sobre responsabilidad fiscal, lo que podría hacerse en el contexto del proyecto de ley actualmente tramitado bajo el Boletín N°14.615-05 en el H. Congreso Nacional.

Sin desmedro de las ventajas de establecer una regla dual, cabe tener presente también sus desafíos. Al respecto, se debe notar que la volatilidad del tipo de cambio real afecta al cociente de deuda a PIB en la medida que parte de la deuda es emitida en moneda extranjera, lo cual puede inducir prociclicidad en la política fiscal en aquellos casos en que la deuda se aproxime o supere el nivel prudente establecido como objetivo.¹⁵ A su vez, la experiencia internacional muestra que países con mayor exposición a deuda en moneda extranjera son más vulnerables a *shocks* externos, en especial en el caso de economías emergentes. Esta exposición a potenciales descalces cambiarios también puede verse retroalimentada por mayores tasas de interés, resultando en una reducción de los recursos disponibles para el Fisco y disminuyendo las holguras para enfrentar eventuales nuevos *shocks*. Dado lo anterior, y considerando que la política fiscal de la presente administración se guiará por una regla dual con ancla de deuda, el Consejo releva la importancia de incorporar dichas fuentes de volatilidad en la elaboración de futuros escenarios de riesgo.

2. Decreto de Política Fiscal

El Ejecutivo, cumpliendo con la obligación contenida en el artículo 1 de la Ley sobre Responsabilidad Fiscal, publicó¹⁶ el Decreto de Política Fiscal, el que señala que *“la situación de déficit estructural que enfrenta esta administración como punto de partida, un nivel prudente de deuda de 45% del Producto Interno Bruto y el mandato para la implementación del Programa de Gobierno, plantea reducir el déficit estructural comenzando con un déficit estructural de 3,3% del PIB en 2022, para llegar a un déficit estructural de 0,3% del Producto Interno Bruto el año 2026”*.

Como se observa, las metas de Balance Estructural planteadas en dicho decreto establecen un déficit estructural de 3,3% del PIB en 2022 y de 0,3% del PIB en 2026, lo que a juicio del Consejo constituye una señal de compromiso con la consolidación fiscal. Al respecto, el Consejo destaca el inicio del proceso de consolidación en 2022, el cual conlleva una reducción del déficit estructural de 7,4% del PIB respecto de 2021 (desde 10,7% a 3,3% del PIB), lo que, de acuerdo a la Dipres, implica que el gasto fiscal caería 25,2% real, con una reversión de gran parte de las medidas transitorias que se implementaron para enfrentar la crisis derivada de la pandemia.

Sin desmedro de lo anterior, el Consejo hace notar que el compromiso con el proceso de consolidación fiscal se vería reforzado con la inclusión de metas anuales en el Decreto de Política Fiscal, ya que este solo establece el punto de partida en 2022 y el de llegada en

¹⁵ En efecto, una vez que se alcanza el nivel prudente de deuda, la regla dual llevaría a corregir el desvío, lo que implicaría un ajuste fiscal en un escenario adverso.

¹⁶ Decreto fechado el 24 de mayo de 2022, publicado en el Diario Oficial el 29 de junio del presente año.

2026. Las metas para cada año son relevantes para asegurar la gradualidad en el proceso de normalización de las finanzas públicas, otorgar mayor previsibilidad a la política fiscal, contribuir a la credibilidad de la regla y facilitar su monitoreo periódico. Al respecto, en el IFP1T22 la autoridad fiscal presentó una senda para el déficit estructural que contempla un ritmo de convergencia de 0,75 puntos del PIB en cada año, pero esta no fue incluida en el Decreto de Política Fiscal.¹⁷ Por tanto, considerando los actuales desequilibrios macroeconómicos y fiscales, y el hecho de que el nivel de deuda sería mayor si se realiza un esfuerzo concentrado en el último año versus un ajuste gradual, el Consejo recalca la importancia de que en futuros decretos se expliciten las metas anuales de Balance Estructural.

En cuanto al nivel prudente de deuda bruta planteado por la autoridad fiscal de 45% del PIB, el Consejo verifica que éste se encuentra dentro del rango de las estimaciones preliminares realizadas anteriormente por el CFA. Al respecto, se insiste en la relevancia de estimar dicha cifra en forma robusta a través de un conjunto amplio de metodologías, proceso en el que el Consejo podría cumplir un rol asesor no vinculante.¹⁸

Respecto a la estabilización de la razón de deuda bruta a PIB por debajo del nivel prudente (45% del PIB), el CFA observa que ello se logra en el escenario base del IFP1T22 con la meta de déficit estructural de 0,3% del PIB en 2026. Ello, por cuanto dicho nivel de déficit estructural es suficiente para estabilizar las razones de deuda bruta y neta a PIB, dado los supuestos de crecimiento económico, precio del cobre, tipo de cambio real, tasas de interés y “otros requerimientos de capital”.

¹⁷ El mencionado ritmo de convergencia de 0,75 puntos del PIB por año se encuentra entre los escenarios de convergencia intermedio (0,5 puntos anuales) y rápido (1 punto anual) evaluados por el CFA en su informe presentado ante el H. Congreso Nacional en septiembre de 2021. En este contexto, la variación del gasto público compatible con el supuesto de convergencia para el Balance Estructural es de 4,9% en 2023, 2,0% en 2024, 1,3% en 2025 y -0,3% en 2026. En el IFP1T22, la Dipres también estima que la deuda bruta llegaría a 43,9% del PIB en 2026, por debajo del nivel prudente de deuda planteado por el Ministerio de Hacienda en el Decreto de Política Fiscal (45% del PIB).

¹⁸ Existen diversas maneras de estimar límites y niveles prudentes de deuda. Por ejemplo, Ghosh et al. (2013) combinan una función de reacción fiscal con un modelo de acumulación de deuda dotado de inversores neutrales al riesgo, para mostrar que existe un nivel de deuda más allá del cual el saldo primario no es capaz de aumentar al ritmo de la carga de intereses. Por sobre este umbral, la dinámica de la deuda se vuelve explosiva y el gobierno es incapaz de cumplir en forma íntegra con sus obligaciones. En Fournier y Béтин (2018) se investiga el nexo entre el límite fiscal y las características estructurales de economías de ingresos medios, relacionando la probabilidad de incumplimiento soberano con la tasa de interés en estado estacionario. En equilibrio, el límite fiscal corresponde al nivel de deuda que genera un salto discontinuo en la tasa de interés y acerca la probabilidad de incumplimiento a uno. También existen trabajos que se centran en el aspecto estratégico que subyace a la decisión de incumplimiento. La referencia clásica para esta literatura corresponde a Eaton y Gersovitz (1981), la cual examina el *trade-off* que enfrentan los países cuando desisten del servicio de la deuda, lo cual (usualmente) se traduce en gobiernos que ponderan las ganancias de mayor espacio fiscal inmediato con los costos de exclusión del mercado de deuda internacional.

El Consejo advierte que si bien los resultados presentados por la Dipres en el IFP1T22 muestran que la razón de deuda bruta y neta a PIB se estabilizan en 2026, dicha estabilización podría verse amenazada por la materialización de escenarios de riesgo. El escenario base definido por la Dipres supone un crecimiento interanual del PIB real y un precio del cobre que convergen, respectivamente, a 3% y a US\$c/lb 370, hacia 2026, y no considera la reforma tributaria que, según fue anunciado por el Ejecutivo, se encuentra próxima a ser ingresada a tramitación, ni tampoco, nuevas iniciativas de gasto asociadas al programa de gobierno. Por tanto, esta convergencia está expuesta a escenarios de menor crecimiento tendencial, menor precio del cobre, un tipo de cambio real más depreciado, condiciones financieras más estrechas y necesidades de financiamiento no previstas, ante lo cual el Consejo recalca la importancia de incorporar escenarios de sensibilidad en el análisis para implementar oportunamente acciones preventivas o correctivas.

Adicionalmente, un aspecto relevante a considerar relacionado con la proyección de la deuda, es el aumento esperado del gasto en intereses en los próximos años. En 2021, este ascendió a 0,9% del PIB, lo que se compara con valores en torno a 0,5% del PIB a finales de la década del 2000.

Finalmente, el Consejo destaca que el Decreto comprometa mantener niveles de activos financieros que permitan hacer frente a ciclos económicos adversos, pero insiste en la importancia de estimar los niveles adecuados de activos del Tesoro Público y elaborar una estrategia para alcanzarlos. Para el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el Consejo ha sugerido establecer un nivel mínimo prudencial de recursos para asegurar el acceso a liquidez en caso de nuevas emergencias, junto con la elaboración de un plan que permita implementar gradualmente las acciones para alcanzarlo; mientras que para el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), ha recomendado revisar las reglas de aportes y retiros de manera consistente con la sostenibilidad actuarial, en el contexto de los nuevos compromisos adquiridos en materia de Pensión Garantizada Universal (PGU).

Al respecto, cabe notar que detrás del significativo aumento de la deuda neta en 2021 se encuentra el deterioro de los activos del Tesoro Público, de los que una parte significativa fue utilizada para hacer frente a las necesidades de financiamiento fiscal durante la pandemia. En particular, el FEES cerró el mes de abril de 2022 con un monto de US\$7.751 millones (equivalentes a 2,4% del PIB), lo que se compara con los recursos de fines de 2020 de US\$8.955 millones (3,5% del PIB). Por su parte, el FRP pasó de US\$10.157 millones (3,2% del PIB) a US\$6.619 millones (2% del PIB) en el mismo periodo. Así, al considerar el resto de los activos financieros¹⁹, los activos del Tesoro Público a fines de abril del presente año

¹⁹ El resto de los activos del Tesoro Público está compuesto por: (i) Otros Activos del Tesoro Público en pesos y dólares; (ii) Fondo para la Educación; (iii) Fondo de Apoyo Regional; y (iv) Fondo para Diagnóstico y Tratamiento de Alto Costo.

ascendieron a US\$22.211 millones (6,8% del PIB), lo que se compara con US\$23.504 millones a diciembre de 2020 (9,3% del PIB).²⁰

3. Fortalecimiento del marco fiscal

El CFA, en línea con su recomendación de potenciar la institucionalidad fiscal a través de la introducción de un ancla de deuda, y con el objetivo de cumplir su mandato legal de contribuir al manejo responsable de la política fiscal, ha planteado una serie de propuestas y recomendaciones para seguir fortaleciendo el marco fiscal del Gobierno Central. Considerando que la autoridad fiscal ha acogido la recomendación de establecer una regla dual, el Consejo estima pertinente recordar sus recomendaciones complementarias sobre esta materia.

Al respecto, con fecha 7 de abril de 2021, el Consejo publicó su “Informe para el fortalecimiento de la regla fiscal: anclas de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección”,²¹ en el que se elaboraron y presentaron doce propuestas para complementar y reforzar el funcionamiento de la regla fiscal. Considerando algunas de las recomendaciones del CFA, el Ejecutivo ingresó al Congreso, con fecha 28 de septiembre de 2021, el proyecto de ley que modifica la ley N°20.128, sobre responsabilidad fiscal, actualmente tramitado bajo el Boletín N°14.615-05.

Si bien el Consejo estima que dicha iniciativa constituye un avance en el fortalecimiento de la institucionalidad fiscal, recomendó evaluar la necesidad de asignar funciones y atribuciones específicas al CFA respecto de algunas de las materias que regula el proyecto, tanto por razones de consistencia normativa como de fortalecimiento de la institucionalidad fiscal. En respuesta a dichas recomendaciones, el Ejecutivo presentó indicaciones al proyecto el 4 de enero de 2022, en las que se amplían las facultades del CFA, esencialmente en torno a:

- Formalizar su función de evaluar y monitorear el cálculo del ajuste cíclico para los años comprendidos en el programa financiero de largo plazo;²²

²⁰ Cabe notar que a principios de 2022 la administración anterior inyectó US\$6.000 millones (1,8% del PIB) al FEES. Dicho aporte va en línea con recomendaciones previas del Consejo, no obstante, se advierte que, dado el actual escenario macroeconómico y fiscal para 2022, existen riesgos que, de materializarse, significarían mayores necesidades de financiamiento, la eventual reversión de dichos aportes y un aumento de los niveles de la deuda neta.

²¹ Ver nota al pie 13.

²² El CFA incorporó, por primera vez, el marco de mediano plazo en el análisis contenido en su Informe de Evaluación y Monitoreo del Cálculo del Ajuste Cíclico de los Ingresos Efectivos presentados en el IFP1T22. Dicho informe se encuentra disponible en:

<https://cfachile.cl/balance-estructural/informes-sobre-balance-estructural/informe-sobre-balance-estructural-n-11-informe-de-evaluacion-y-monitoreo-del>

- Evaluar y monitorear las proyecciones del balance efectivo, la deuda pública y el uso de activos financieros, para el año en ejecución, el presupuestado y aquellos comprendidos en el programa financiero de mediano plazo;
- Propuesta de modificación de los meses en que el Consejo debe exponer ante la Comisión Especial Mixta de Presupuestos sobre el ejercicio de sus funciones y atribuciones;
- Mejora en las normas sobre acceso a información para favorecer el cumplimiento de su mandato; y,
- Regular la forma de funcionamiento de las sesiones ordinarias y extraordinarias del Consejo, con el objeto de fortalecer la independencia y autonomía del CFA.

En ese contexto, debe hacerse presente que dichas sugerencias fueron abordadas por el Ejecutivo en sus indicaciones presentadas con fecha 3 de enero al referido proyecto de ley. Si bien el Consejo considera que las indicaciones presentadas por el Ejecutivo son un avance, observa que aún existen espacios de perfeccionamiento respecto al conjunto de propuestas contenidas en el “Informe del Consejo Fiscal Autónomo para el fortalecimiento de la regla fiscal: ancla de deuda, cláusulas de escape y mecanismos de corrección”. En particular, algunas de las recomendaciones planteadas por el Consejo en su informe que podrían incluirse en el proyecto de ley actualmente en trámite son:

- (i) Establecer la deuda neta como el concepto relevante para determinar el nivel prudente de deuda;
- (ii) Incorporar normas que consideren tanto el nivel prudente de deuda como un objetivo referencial de deuda. El nivel prudente de deuda corresponde a un nivel de relación deuda a PIB que asegura con una alta probabilidad la sostenibilidad de las finanzas públicas en el tiempo, mientras que la deuda objetivo referencial es un nivel de deuda compatible con las metas de Balance Estructural, el cual debe ser inferior o igual al nivel prudente de deuda;
- (iii) Establecer procedimientos para estimar el nivel prudente de deuda neta de forma robusta (es decir, a través de un conjunto amplio de metodologías), proceso en que el CFA podría cumplir un rol asesor no vinculante;
- (iv) Incorporar advertencias tempranas y planes de corrección oportunos para evitar el incumplimiento del ancla fiscal;
- (v) Mejorar los estándares de información de los llamados “otros requerimientos de capital”, que inciden en las necesidades de financiamiento fiscal;

(vi) Establecer explícitamente que las metas de Balance Estructural deben ser cumplidas ex-post, incluyendo una cuenta de control para compensar las desviaciones dentro de un rango acotado;

(vii) Incorporar en forma explícita en la normativa las cláusulas de escape y mecanismos de corrección, de forma tal de contar con una senda de convergencia fiscalmente sostenible cada vez que se aplique dicha cláusula.

(viii) Contemplar un procedimiento de deliberación previo a la activación de las cláusulas de escape y mecanismos de corrección, orientado a verificar que se cumplen las condiciones para ello, las que deben ser: (1) exógenas al accionar del gobierno; (2) graves en cuanto a su potencial de afectar la actividad económica y el empleo o en términos de una exigencia fiscal extraordinaria; y (3) transitorias, en el entendido que se espera que se reviertan una vez concluido el evento que gatilló su activación; y,

(ix) Establecer obligaciones en el caso de incumplimiento del mecanismo de corrección, con el propósito de aumentar la responsabilidad de las autoridades respecto a los objetivos fiscales. Por ejemplo, en el caso que el Balance Estructural se ubique por debajo (mayor déficit o menor superávit) de la meta establecida en el mecanismo de corrección, la autoridad fiscal debiera presentar un plan de acción al Congreso para revertir el desalineamiento. Asimismo, el CFA debiese emitir un informe evaluando el plan de acción del gobierno.

Referencias

Eaton, Jonathan y Mark Gersovitz (1981). "Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis". En: *Review of Economic Studies* 48.2, págs. 289-309.

Fournier, Jean-Marc y Manuel Béтин (2018). Limits to government debt sustainability in middle income countries. OECD Economics Department Working Papers 1493. Organization for Economic Co-operation y Development.

Ghosh, Atish y col. (2013). "Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies". En: *Economic Journal*, F4-F30.

Velasco, Andrés, Alberto Arenas, Luis Felipe Céspedes y Jorge Rodríguez (2007). "Compromisos Fiscales y la Meta de Superávit Estructural", Serie Estudios de Finanzas Públicas N°9, Dirección de Presupuestos, Chile.