

CEF ANÁLISIS

N° 53

INFORME CEF MACROFINANCIERO / ENERO 2022



ECONOMÍA INTERNACIONAL

EFFECTOS DE LA CRISIS EN PATRONES DE ENDEUDAMIENTO



ACTIVIDAD ECONÓMICA

RECUPERACIÓN DEL SECTOR DE SERVICIOS



DINERO Y BANCA

FACTORES DETRÁS DEL AUMENTO EN LA TASA DE INTERÉS DE LARGO PLAZO



PENSIONES

LA PENSIÓN GARANTIZADA UNIVERSAL, PGU



TEMA DE ANÁLISIS

LA SITUACION FISCAL DE CHILE



NUEVA NORMATIVA FINANCIERA

NOVIEMBRE/DICIEMBRE



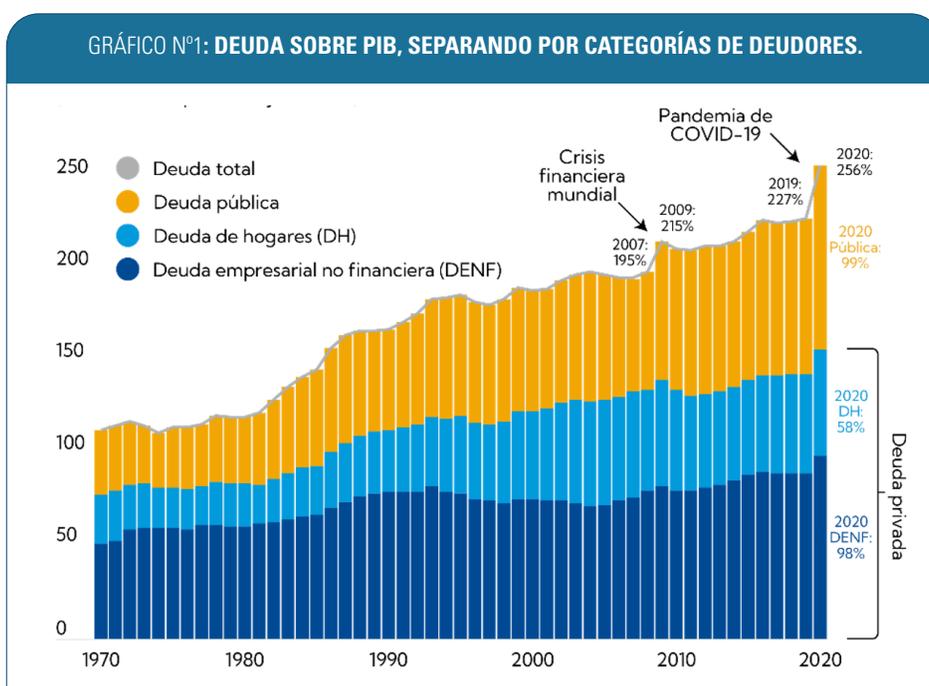
**DESCARGA
EL INFORME**



**VER INFORMES
ANTERIORES**



Durante el año 2020 se produjo el mayor aumento en la deuda global desde la Segunda Guerra Mundial. Las características especiales de esta crisis, que cambiaron de forma importante tanto la producción como los patrones de consumo de las personas, junto con su alcance global, hicieron que, con el fin de proteger vidas, los montos globales de deuda subieran a un total de USD 226 millones de millones. Lo que, junto a la caída en el PIB global, llevó a que la deuda como porcentaje del PIB global pasara de 227% a 256%, como se puede ver en el Gráfico N°1. ¹



Fuente: FMI.

La categoría que tuvo una variación más importante fue el endeudamiento público, contribuyendo con un poco más de la mitad del aumento. De esta forma, la deuda pública llegó a 99% del PIB o casi el 40% de la deuda mundial total.

Diferencias entre países

La dinámica de la deuda varía marcadamente de un país a otro. Las economías avanzadas y China representaron más del 90% de los USD 28 billones en que aumentó la deuda en 2020.

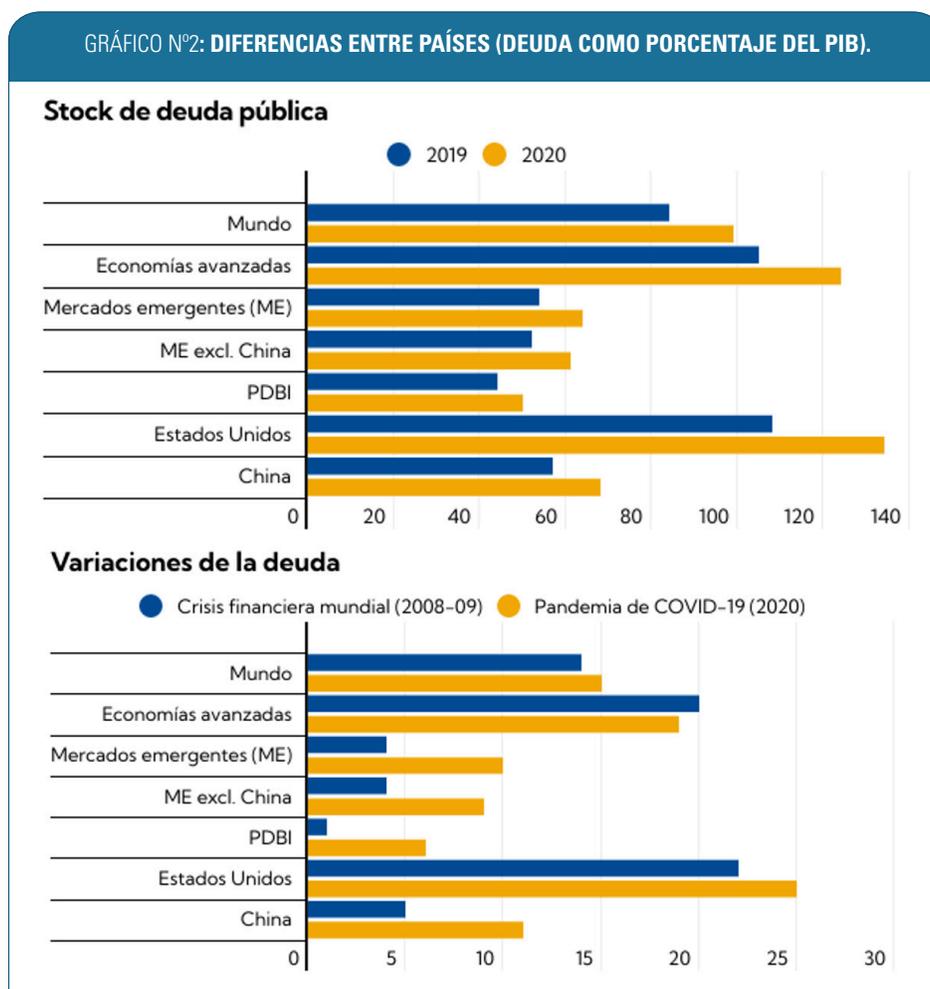
¹ Este artículo está basado en la publicación del FMI "La deuda mundial alcanza cifra récord de USD 226 billones" en su revista "Diálogo a Fondo". Link: https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16730&utm_medium=email&utm_source=govdelivery



Una comparación relevante para entender las magnitudes de los cambios en los patrones de endeudamiento puede ser lo ocurrido durante la crisis financiera mundial. Si bien en esta el desafío consistía en contener los daños infligidos por un sector privado demasiado apalancado, fue la última crisis de características más globales que hubo. Las comparaciones están disponibles en el Gráfico N°2.

En las economías avanzadas, la deuda pública creció 19 puntos porcentuales del PIB en 2020, un aumento semejante al registrado durante la crisis financiera mundial, en un período de dos años: 2008 y 2009. En el mismo grupo, la deuda privada aumentó 14 puntos porcentuales del PIB en 2020, casi el doble de lo registrado durante la crisis financiera mundial.

GRÁFICO N°2: DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES (DEUDA COMO PORCENTAJE DEL PIB).



Fuente: FMI.

Los países emergentes (sin China), representaron una proporción pequeña del aumento global en la deuda. De todas maneras, esta creció en alrededor de 8 puntos del PIB en promedio.



A futuro

Las cifras anteriores son promedios en su mayoría, lo que esconde las diferencias entre países. De todas maneras, podemos concluir a nivel agregado que, si bien el fuerte aumento de la deuda estuvo justificado por la necesidad de proteger la vida de las personas, preservar los empleos y evitar oleadas de quiebras, la situación actual en este ámbito es más vulnerable que antes de la pandemia, y es algo con lo que distintas economías alrededor del mundo van a tener que convivir. Aumentos en deuda, ya sea pública o privada, dejan expuestos a los países a cambios en la demanda por estos pasivos. Esto ya que una parte importante del stock de deuda se puede transar fácilmente en los mercados internacionales de capitales, pero la oferta es fija en el corto plazo (un país no puede repagar una parte importante de su deuda externa de un día para otro), por lo que cambios en la demanda, ya sea por cambios en política monetaria, en la credibilidad de los emisores de la deuda u otras razones, se ajustan principalmente mediante cambios en los precios (tasas de interés), lo que puede llevar a problemas futuros.

Lo anterior se traduce en que los agentes, tanto públicos como privados, van a tener un menor margen para 1) reaccionar a nuevos shocks negativos y 2) poder invertir en nuevas oportunidades de crecimiento, sobre todo aquellas que puedan ser percibidas como más riesgosas.



RECUPERACIÓN DEL SECTOR DE SERVICIOS

El año 2020 quedará en los registros como uno de los de mayor crecimiento histórico, luego de la fuerte caída experimentada en 2020 como consecuencia de la pandemia. Si bien esta fuerte recuperación se inició en el sector comercio a mediados del año 2020, fue el sector servicios el que lideró el crecimiento en 2021 y que nos permitió llegar a niveles prepandemia durante el segundo semestre del 2021.

Como se puede observar en el Gráfico N°3, que muestra las series del IMACEC desestacionalizadas y en niveles, la recuperación del sector comercio fue la primera en hacerse efectiva. Por su parte, resto de bienes e industria han crecido desde junio del 2020, pero mantienen la tendencia previa a la pandemia, donde venían a un nivel inferior al promedio de la economía, y minería se mantiene constante en términos de producto, debido a la inelástica que es la oferta. Finalmente, el sector de servicios, a pesar de haberse recuperado más lentamente que el comercio en un comienzo, ha estado creciendo de manera casi constante en el tiempo, siendo parte importante del crecimiento que experimentó el país durante el 2021. El Gráfico N°4 detalla el crecimiento anual medido por el IMACEC en niveles (entre noviembre del 2020 a noviembre del 2021) y la contribución en puntos porcentuales de cada sector. Vemos que efectivamente es el sector de servicios el que ha liderado la recuperación durante el último año, creciendo un 20% y aportando 9,4 de los 14,3 puntos porcentuales (p.p.) que creció la economía como un todo, cifras bastante superiores al crecimiento anual de 16,7% del comercio y los 1,5 p.p. del total que aportó. Esto no sólo se explica porque creció más, sino también porque representa un mayor porcentaje del PIB total.

GRÁFICO N°3: IMACEC POR SECTORES, DESESTACIONALIZADO Y EN NIVELES (2020-2021)

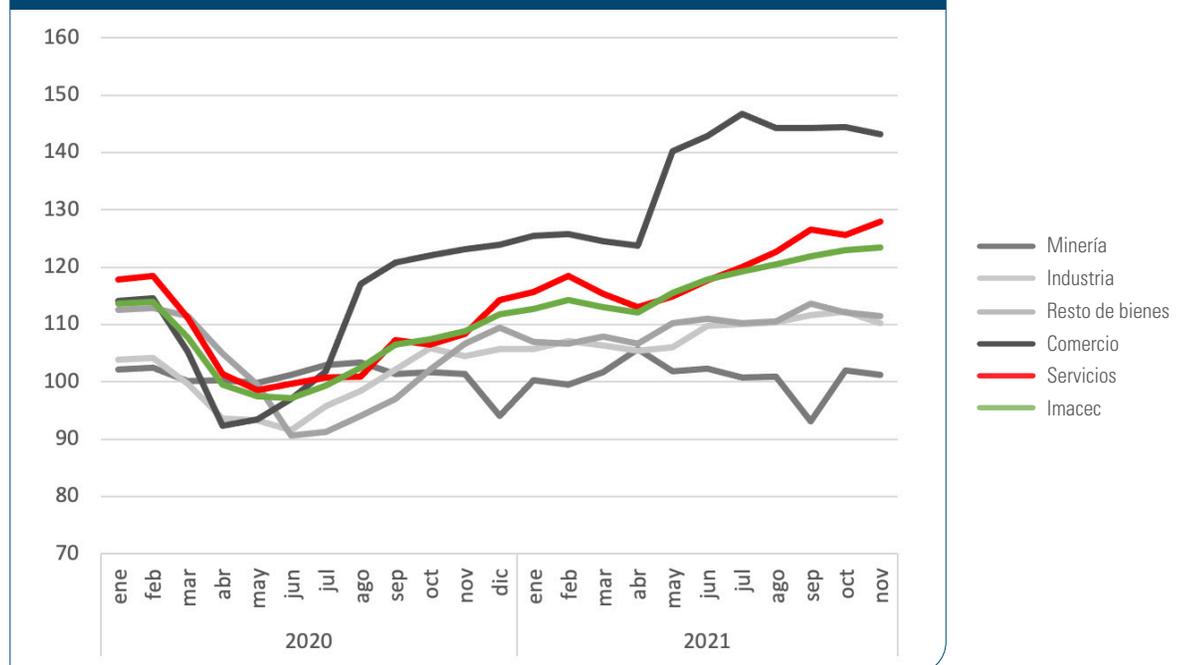
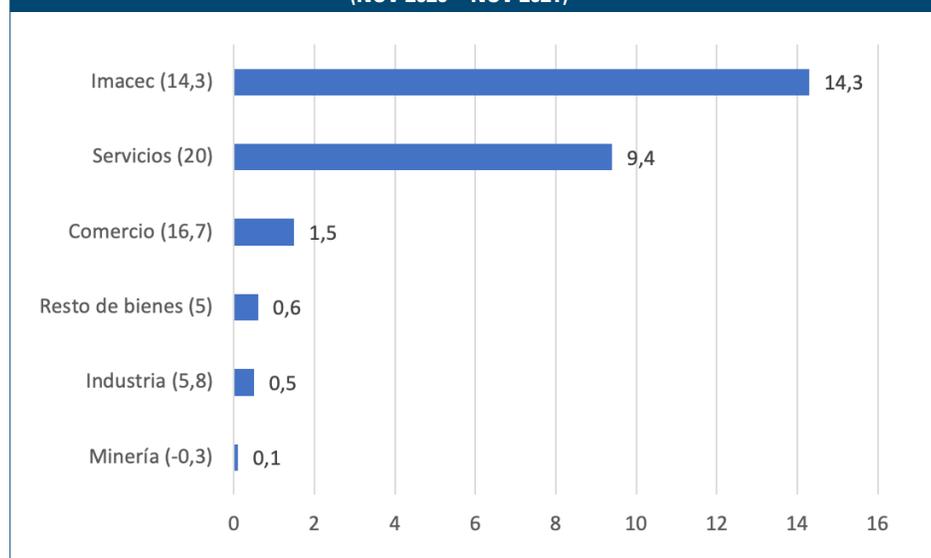


GRÁFICO N°4: **CONTRIBUCIÓN POR SECTOR A LA VARIACIÓN ANUAL EN EL IMACEC (NOV 2020 – NOV 2021)**



Fuente: Banco Central de Chile

Nota: Variación anual de cada serie con respecto a sí misma en paréntesis, contribuciones en puntos porcentuales al IMACEC total en las barras.

Heterogeneidad dentro del sector servicios

En base al índice de ventas de servicios elaborado por el INE, aproximamos cuáles son los factores dentro del sector que están liderando el crecimiento. Los índices con información más actualizada no nos permiten recrear exactamente los componentes del IMACEC, ya que no están disponibles todas las categorías que tiene el IMACEC, y además son calculados a precios corrientes, por lo que miden conjuntamente cambios en actividad y precios. De todas maneras nos permiten tener una idea de qué está pasando.

En la Tabla N°1 a continuación analizamos el crecimiento que tuvieron los distintos componentes del índice de ventas de servicios. Comparamos el crecimiento acumulado entre enero a noviembre de este año con los mismos meses del 2020 y 2019, esto para poder ver qué sectores han crecido más allá de su nivel prepandemia.

Como se puede observar, los que más crecieron respecto al 2020 son actividades de alojamiento y servicio de comida, junto con las actividades artísticas y de entretenimiento. A pesar de aquello, ambas categorías están todavía en niveles bastante negativos comparadas con el 2019. Por su parte, las que más han crecido respecto al 2019 son otras actividades de servicios, actividades

RECUPERACIÓN DEL SECTOR DE SERVICIOS

de información y comunicaciones y transporte y almacenamiento. Cabe destacar el desarrollo de esta última, que fue liderada a su vez por la parte relacionada a logística (Transporte de carga por carretera, Almacenamiento y depósito y Actividades de servicios vinculadas al transporte acuático (puertos)), mientras que las relacionadas con transporte de personas mostraron cifras menores que las de 2019. De esta forma, podemos ver que las consecuencias de los cambios en la manera de producir y consumir empujados por la pandemia siguen siendo importantes.

TABLA N°1: ÍNDICES DE VENTAS DE SERVICIOS

	Variación Acumulada (%) *	
	2021-2020	2021-2019
Transporte y almacenamiento	14.8	5.1
Actividades de alojamiento y de servicio de comidas	28.8	-15.5
Información y comunicaciones	7.5	8.0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	10.5	3.7
Actividades de servicios empresariales	5.5	1.2
Actividades artísticas, de entret. y rec.	25.9	-47.7
Otras actividades de servicios	24.4	12.0

Fuente: INE.

*Variación acumulada entre enero a noviembre de cada año.

La aproximación llevada a cabo señala que el crecimiento de la economía durante el último año estuvo impulsado principalmente por el sector de servicios, que a su vez, estuvo liderado por los rubros que se vieron más afectados, tanto positiva como negativamente, por la pandemia. Esto nos muestra que 1) la manera de producir y de consumir se ha adaptado a la pandemia y 2) que, de no empeorar la situación sanitaria, todavía quedan brechas que cerrar que pueden impulsar el crecimiento durante el futuro cercano.



FACTORES DETRÁS DEL AUMENTO EN LA TASA DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

La tasa de interés es el precio que coordina a aquellos que quieren ahorrar con los que quieren endeudarse. Como se puede ver en el Gráfico N°5 a continuación, la tasa nominal a 10 años de los bonos del Estado de Chile subió de manera importante en 2021, desde los mínimos de 2020. Como todo precio, podemos conceptualizar que el nivel de la tasa de interés dependerá tanto de su oferta como de su demanda, que a su vez dependen de múltiples factores de corto, mediano y largo plazo, tanto locales como internacionales.

Es por lo anterior que un alza en la tasa de interés puede ser producto tanto de noticias positivas (por ejemplo, un aumento en las perspectivas de crecimiento del país), como negativas (aumento en el riesgo país). Este artículo se basa en un breve estudio llevado a cabo por el Banco Central de Chile, presentado dentro del IPoM de diciembre 2021², que intenta cuantificar cuáles fueron los principales determinantes del alza de la tasa durante el 2021.

GRÁFICO N°5: TASA DE INTERÉS NOMINAL A 10 AÑOS (BTP-10)



Fuente: Banco Central de Chile.

La tasa de interés que usaron como “benchmark” para entender este efecto fue la tasa de los bonos en pesos a 10 años emitidos por la Tesorería General de la República (BTP-10).³ El modelo usado por el Banco Central les permite identificar dos componentes de riesgo: puro y de cobertura. El primero es aquel que es común a la renta fija y variable del país, por lo que puede denominarse riesgo país, mientras que el segundo es aquel que es el relativo de riesgos entre renta fija y variable. Si es positivo implica que hubo un aumento en los riesgos específicos de los bonos. En la coyuntura actual, buena parte del riesgo de cobertura podría asociarse a mayores expectativas de inflación, lo

² El IPoM completo, junto con los materiales auxiliares, está disponible en: <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-diciembre-2021>

³ Específicamente, fue usada la tasa Swap Promedio Cámara (SPC) cero cupón a 10 años.

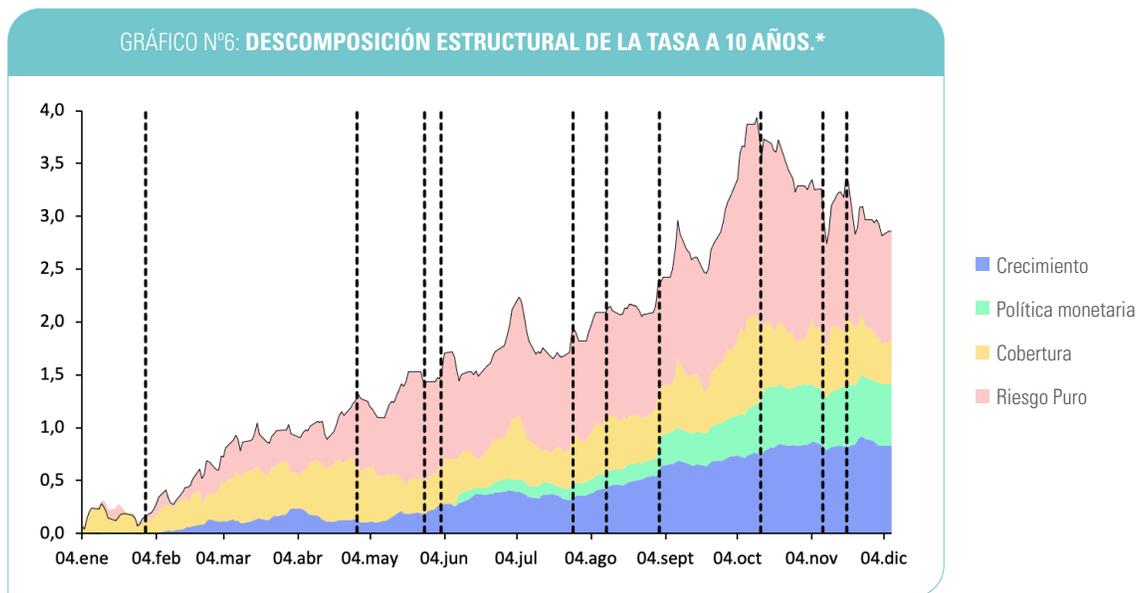


FACTORES DETRÁS DEL AUMENTO EN LA TASA DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

que explica casi 50 pb adicionales del alza de tasas. Además de estos dos componentes, el modelo permite identificar cómo afectaron cambios en las perspectivas de crecimiento y de la trayectoria de la política monetaria.

En el Gráfico N°6 están los resultados que obtuvieron luego de hacer una descomposición, mediante un modelo estructural, de los componentes que influyeron en esta alza de 300pb que se produjo durante el 2021.

El factor principal fue el aumento en el riesgo. A fines de 2021, de los 300 pb que subió la tasa, el riesgo puro explicó 100pb y el de cobertura alrededor de 50pb. Algo más atrás se ubicó el factor relacionado con las expectativas de crecimiento, donde el aumento que hubo en esta variable durante el año explica algo menos de 90pb del alza. El cambio en las expectativas de política monetaria tiene un rol menor, explicando 55pb.



Fuente: Banco Central de Chile.

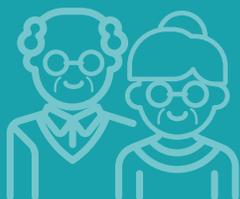
*Las líneas verticales de izquierda a derecha indican los siguientes eventos ocurridos durante el 2021: inicio discusión tercer retiro (29-ene.), fallo Tribunal Constitucional asociado al tercer retiro de fondos previsionales (28-abr.), propuesta de gobierno de "mínimos comunes" (26-may.), ingreso de Proyectos de Ley asociados al retiro del 100% de ahorros previsionales (2-jun.), programación de inicio discusión del Proyecto de Ley asociado al cuarto retiro de fondos previsionales (27-jul.), anuncio extensión IFE y subsidio al empleo (10-ago.), publicación del IPoM de Septiembre (1 sep.), RPM de Octubre (13-oct.), rechazo en el Senado del cuarto retiro (8-nov.) y elecciones (18-nov.).



FACTORES DETRÁS DEL AUMENTO EN LA TASA DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

Si bien a fines de año representó un tercio del aumento, el componente “puro” de riesgo tuvo un rol preponderante durante el 2021. De hecho, cuando la tasa llegó en octubre a su máximo de casi 400pb, 200 pb eran por aumentos en el riesgo país. A pesar de que en noviembre y diciembre la tasa bajó por disminuciones en el riesgo puro, en el estudio aseguran que “los rezagos con que operan los premios por riesgo sobre las variables reales sugieren que la evolución futura de la inversión aún seguirá respondiendo al peak de los premios por riesgo observado en octubre”. Es decir, saltos importantes en las tasas largas, aunque sean de corto plazo pueden tener efectos en las decisiones de inversión de las firmas y personas durante el 2022.

Esto podrá verse en disminuciones en proyectos de más largo plazo, como inversión de las firmas, emisiones de nuevos bonos o de créditos hipotecarios.

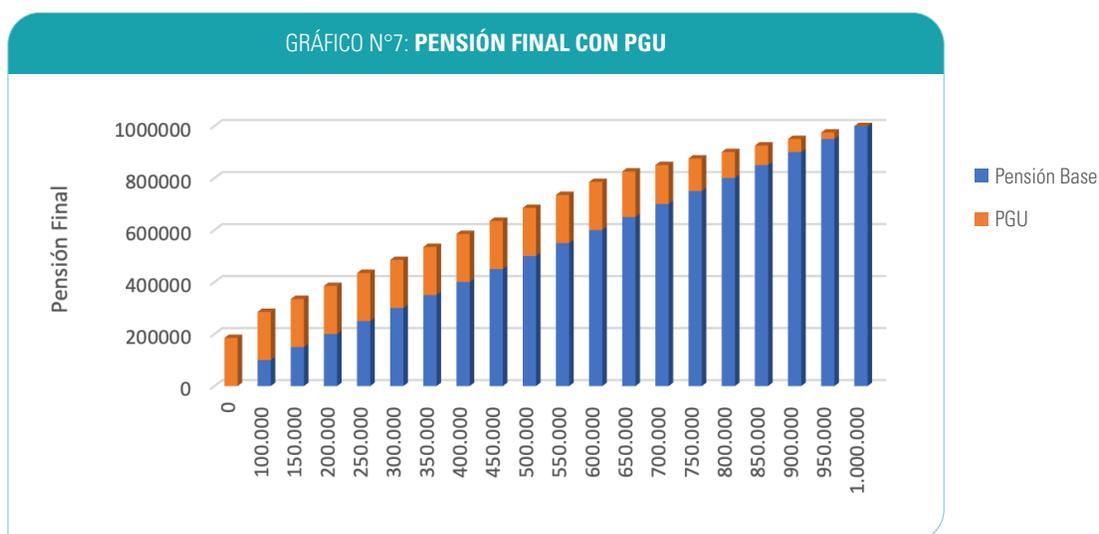


En forma bastante sorpresiva, el gobierno decidió mandar un proyecto de ley al Congreso que establece la creación de una pensión universal, probablemente haciendo eco de una propuesta que había sido parte de las campañas presidenciales de segunda vuelta, y que ha ido generando un consenso cada vez más amplio, tanto político como técnico.

En nuestro informe de abril 2021 presentamos un análisis sobre este tema: “Un Nuevo Pilar Básico Universal de Pensiones,”⁴ en que señalábamos los aspectos positivos y negativos que tenía, concluyendo que era una buena propuesta para avanzar en la solución del problema del pensiones, no obstante su alto costo fiscal. La propuesta del gobierno es bastante similar, y se puede resumir en los siguientes puntos:

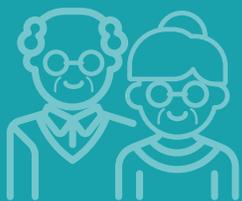
- Será un beneficio no contributivo que se financiará con recursos del Estado.
- Beneficiará a todos quienes pertenezcan al 90% de los grupos familiares más pobres de la población de 65 o más años, sean pensionados o no.
- Tendrá un valor de \$185.000 mensuales, para aquellas personas que tengan una pensión autofinanciada o pensión base igual o menor a \$630.000. Dicho valor disminuirá linealmente a 0 para personas cuya pensión autofinanciada sea mayor a \$1.000.000.
- La PGU reemplaza a la Pensión Básica Solidaria (PBS) y al Aporte Previsional Solidario (APS) para todos aquellos jubilados pertenecientes a grupos familiares del 60% más pobre, que hoy son beneficiarios del Pilar Solidario de Vejez.

Gráficamente, se puede ver de la siguiente forma:



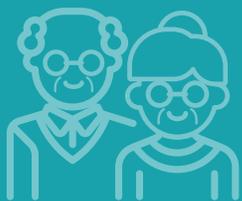
Fuente: Elaboración propia en base al Proyecto de Ley

⁴ Tema de Análisis de abril 2021 está disponible en: <https://ese.cl/ese/centros-investigacion-autor/centro-estudios-financieros/carmen-cifuentes/propuesta-un-nuevo-pilar-basico-universal-de-pensiones/2022-01-12/105604.html>



Los requisitos para acceder a la PGU serían los siguientes:

- Haber cumplido 65 años.
 - No integrar un grupo familiar perteneciente al 10% más rico de la población de 65 o más años de Chile.
 - Acreditar residencia en el territorio de la República de Chile por un lapso no inferior a veinte años continuos o discontinuos, contados desde que el peticionario haya cumplido veinte años; y, en todo caso, por un lapso no inferior a cuatro años de residencia en los últimos cinco años inmediatamente anteriores a la fecha de presentación de la solicitud para acogerse al beneficio de esta ley.
 - Contar con una pensión autofinanciada o pensión base menor a \$1.000.000 (si la pensión base es mayor a \$630.000 recibe una PGU en función de esa pensión base, hasta llegar a \$0 si es igual o superior a \$1.000.000).
 - No recibir una pensión de las instituciones a cargo de las pensiones de las Fuerzas Armadas, CAPREDENA y DIPRECA.
 - Por otra parte, y tal como analizamos en nuestro Tema de Análisis N° 44, los beneficios del establecimiento de una pensión universal son los siguientes:
1. Se resuelve el incentivo a la informalidad que tiene el actual pilar solidario, pues el actual APS, al verse disminuido con la pensión autofinanciada, desincentiva la formalidad de la fuerza laboral en un amplio segmento que puede eludir la cotización, tener ingresos informales, y de esa forma obtener la PBS completa. Con un esquema de PGU, la totalidad de la pensión autofinanciada con el ahorro individual se suma a la pensión final. Este es un aspecto muy importante, porque dada la complejidad del esquema que define el APS, las personas perciben un sistema que entrega mayores recursos al que nunca cotizó y ahorró para su pensión, y dado lo costoso que resulta el ahorro para personas de ingresos medios y bajos, tienden a ver como preferible la decisión de no cotizar. Es interesante recordar que las reglas de operación del pilar solidario actual se traducen en un impuesto implícito en la cotización de más de 30%. De esta forma, la PGU incentiva también el ahorro previsional.
 2. Al entregarse la PGU en forma independiente de si la persona trabaja o no, ya sea formal o informalmente, incentiva la prolongación de la vida laboral activa posterior a la edad de jubilación. Aún cuando esta decisión, si se opta por trabajar formalmente, genera un aumento en la pensión base, son pocos los casos en que la prolongación de las cotizaciones los pueda dejar fuera del beneficio.
 3. Permite una mejoría muy significativa de las pensiones de un gran número de jubilados. De acuerdo con el Informe Financiero (IF) del Proyecto de Ley, la PGU beneficiaría a 2.140.000 personas mayores de 65 años, de las cuales cerca de un 60% son mujeres. Adicionalmente, y de acuerdo con los datos de la Superintendencia de Pensiones, son también las mujeres las



que reciben aumentos más significativos de pensión. En efecto, los datos de octubre pasado muestran que las 374 mil mujeres que reciben APS de vejez, perciben un aporte promedio de 1,22 UF por mes, con una pensión promedio autofinanciada de 6,92 UF. El aporte solidario pasaría a ser ahora cercano a 6 UF, con lo que sus pensiones mejorarían en promedio en un 60%. En el caso de los 352 mil hombres que reciben APS, con una pensión autofinanciada de 9,59 UF y un APS promedio de 2,03 UF, tendrán en promedio una mejoría de sus pensiones de 34%. Por supuesto, en la medida en que la pensión autofinanciada es más baja, la mejoría es más significativa. El establecimiento de la PGU significa entonces una solución muy efectiva para los sectores medios, que son los que tienen el mayor problema en términos de pensiones.

4. Significa también una simplificación importante del actual pilar solidario, que requiere determinar los ingresos de los grupos familiares para poder hacer una focalización correcta, y que además es muy complejo para las personas, que no pueden saber a priori si focalizan o no, y tampoco pueden saber qué aporte recibirán.

El último aspecto a considerar se refiere al costo fiscal de esta medida, que resulta bastante significativo, y además es creciente en el tiempo, producto del proceso de envejecimiento de la población. De acuerdo con el IF elaborado por la Dirección de presupuestos, el costo de esta medida es cercano a US\$ 1.200 millones en 2022, y subiría a US\$ 2.700 millones en 2023, cuando ya alcanza la cobertura total, y a casi US\$ 4.000 millones en una década. Por lo tanto, estudiar técnicamente las vías de financiamiento es crucial, de tal forma de hacer sostenible el beneficio. En este punto han surgido dudas legítimas, aunque llama la atención que no se planteen críticas equivalentes a la propuesta de pensión universal de la candidatura ganadora de las elecciones presidenciales, que es bastante más costosa aún. En todo caso, existen vías de moderar el costo o de implementar más gradualmente la política, de tal forma de avanzar en la solución del problema de las pensiones, sin comprometer la sostenibilidad fiscal. A modo de ejemplo, la propuesta que presentamos en el Tema de Análisis N° 44 contemplaba indexar la edad de entrega del beneficio a la expectativa de vida, de tal forma de que al menos se haga cargo del problema del envejecimiento de la población. Otra forma de moderar el costo sería partir con una PGU equivalente a la actual PBS, de \$169 mil para los menores de 75 años.

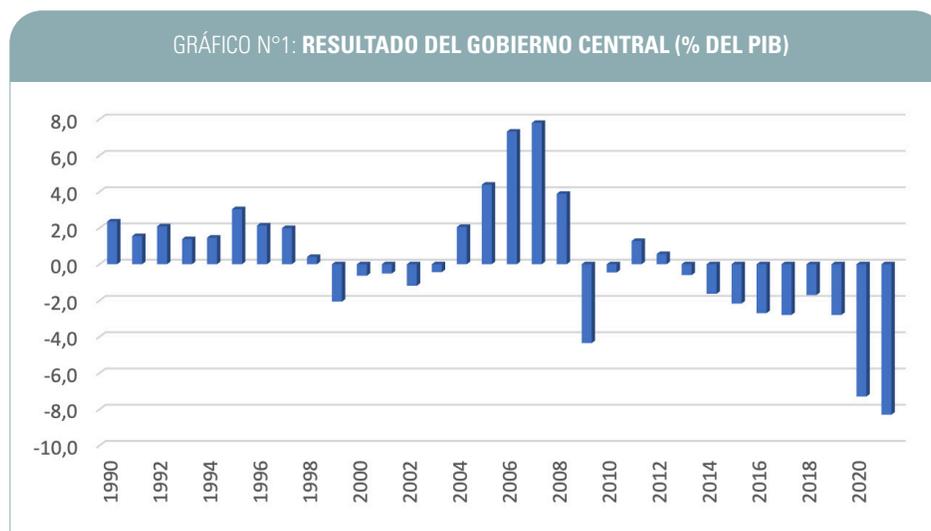
En definitiva, se trata de una buena política pública, que justifica por lo tanto la búsqueda de acuerdos para avanzar lo antes posible en su implementación.



LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES

Durante la última década la economía chilena ha presentado una tendencia negativa, tanto en términos de crecimiento como de sostenibilidad fiscal. El país lleva ya casi diez años de déficit fiscal, resultado que contrasta fuertemente con las cifras fiscales de las décadas anteriores, como puede verse en el siguiente gráfico:



Fuente: DIPRES

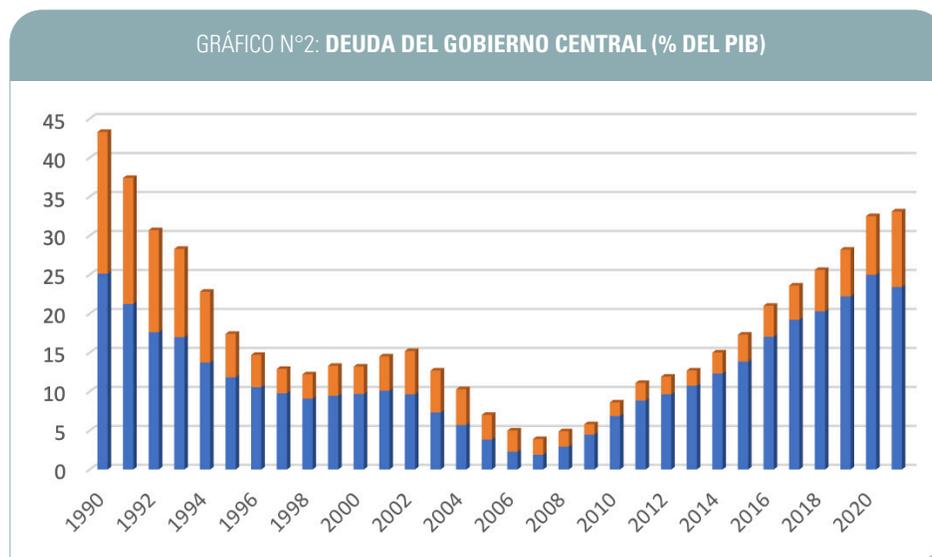
¿Es la sostenibilidad fiscal una preocupación sólo de los técnicos y de las clasificadoras de riesgo? Por supuesto que no, es una condición esencial del desarrollo económico y del bienestar de cada día de las personas. Como muestra la historia de algunos de nuestros países vecinos; las crisis fiscales son fuertemente regresivas, ya que los sectores de ingresos más altos pueden escapar de sus efectos a través de mudar sus capitales, Argentina es el mejor ejemplo de esta situación.

La contrapartida de un déficit fiscal elevado, que se hace crónico, es el deterioro de la posición deudora del gobierno, que además aumenta el costo del endeudamiento, agravando la falta de recursos fiscales, ya que un monto creciente de éstos debe destinarse al pago de intereses, no sólo producto del mayor nivel de deuda, sino también de un costo más elevado de la misma, a través del aumento de la tasa exigida a los bonos soberanos. El stock de deuda en términos del PIB muestra una tendencia fuertemente creciente en Chile desde la Crisis Subprime, especialmente la deuda pública interna, como se puede ver en el Gráfico N° 2:



LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES



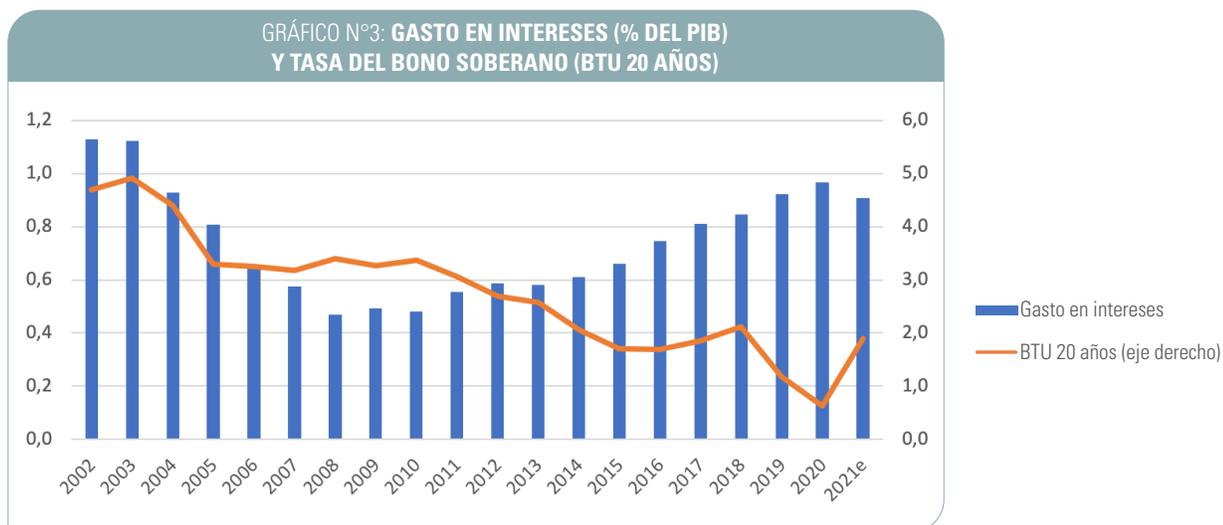
Fuente: DIPRES

Sin embargo, el pago de intereses se ha mantenido reducido en términos del PIB (aunque se ha duplicado respecto al mínimo de 2010), producto de la tendencia decreciente que muestra la tasa de los bonos soberanos. Hasta ahora, entonces, el aumento en el stock de deuda no ha generado un problema importante de sostenibilidad fiscal, en parte debido a que las tasas de interés han registrado una tendencia decreciente a nivel mundial, lo que ha permitido mayores niveles de deuda pública, especialmente en los países desarrollados.



LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES



Fuente: DIPRES

De todas formas, el pago de intereses pasó de \$611 mil millones en 2008 a \$1.937 mil millones en 2020 (medido en moneda de 2020). El aumento de recursos destinado al pago de intereses equivale a la mitad del costo del Pilar Solidario Previsional del Presupuesto 2022, lo que ilustra la importancia de mantener acotados los niveles de endeudamiento, considerando además que la Ley de Presupuestos 2022 supone un aumento real del gasto en intereses de 10,8%. Este es el único ítem de gasto corriente que crecería este año, ya que el resto cae un 29% real de acuerdo con la Ley aprobada.

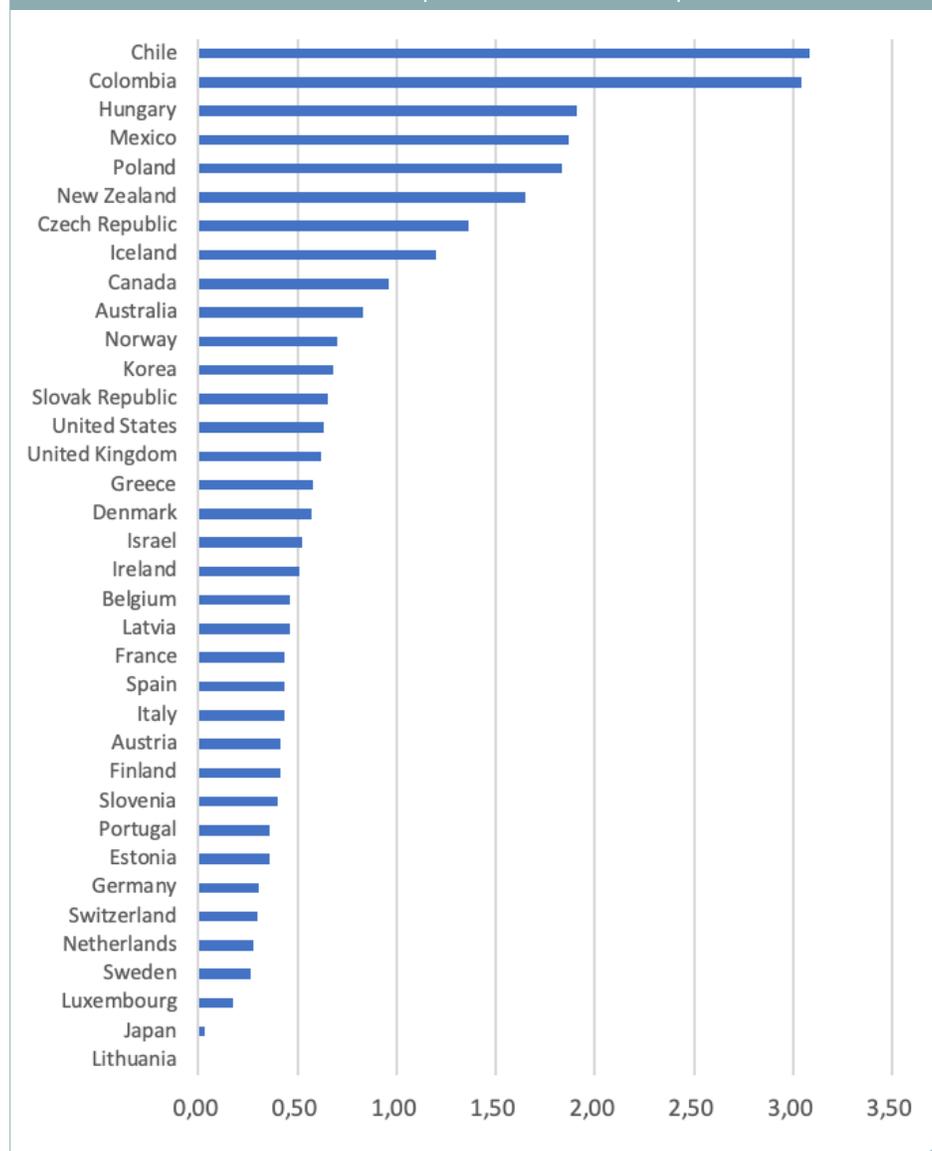
Por otra parte, como hemos señalado en varias oportunidades en informes anteriores, el comportamiento de las tasas de interés de los bonos soberanos muestra que el perfil crediticio del país se ha deteriorado en forma significativa en meses recientes, ya que la tendencia alcista de los bonos soberanos en pesos supera ampliamente a la de los países desarrollados y otros países emergentes. Entre diciembre de 2020 y noviembre pasado, para los países de la Zona Euro, la tasa del bono soberano a 10 años aumentó en 40 puntos base, mientras que en Chile el aumento fue de 308 pb, el más pronunciado de los países de la OCDE, como muestra el gráfico a continuación:



LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES

GRÁFICO N°4: AUMENTO DE LA TASA DEL BONO SOBERANO A 10 AÑOS (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: Stats OECD

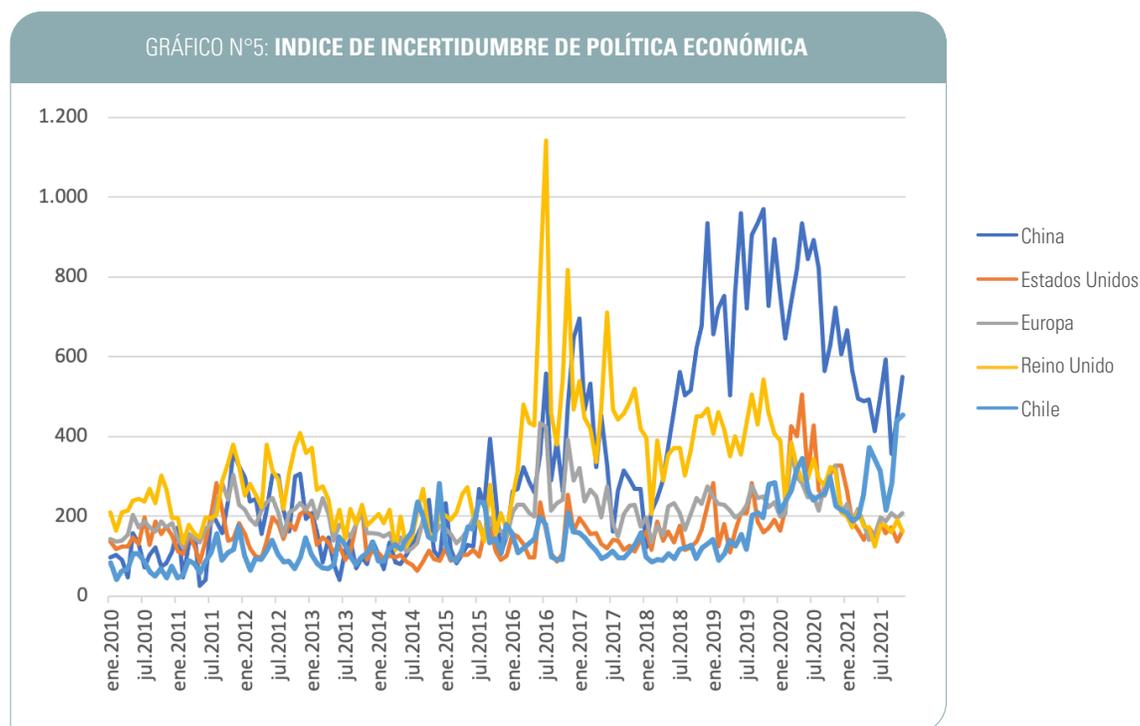


LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES

En noviembre la tasa del bono soberano a 10 años promedió 5,83%, algo inferior al 6,34% del mes de octubre. Este nivel de tasa nominal es superior al crecimiento estimado del PIB nominal (tendencial), por lo que entrega una señal preocupante en términos de la sostenibilidad de la deuda.

No obstante, también es cierto que el país había tenido hasta hace dos años una situación fiscal destacada a nivel mundial, por lo que, a pesar del deterioro de los últimos meses, la percepción del país sigue siendo positiva en una comparación global. Es cierto que el Índice de Incertidumbre de política económica se encuentra en sus niveles máximos históricos, pero también lo es que otros países, Reino Unido y China, por ejemplo, han enfrentado situaciones aún más complejas, que no han sido persistentes, como puede verse en el gráfico:



Fuente: Banco Central



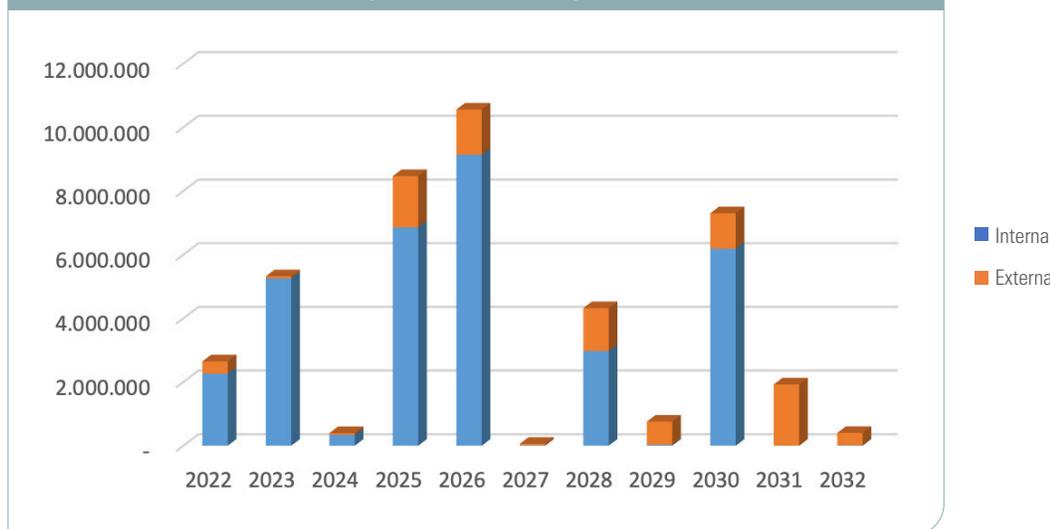
LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES

Estimaciones Fiscales para 2022

La sostenibilidad fiscal es uno de los desafíos más significativos del país hacia adelante, producto de un mix de bajo crecimiento, y por ende, menor expansión de los ingresos tributarios, junto con una fuerte presión de gasto, proveniente de las demandas sociales. A modo de ejemplo, de acuerdo con el Informe Financiero del proyecto de ley que crea la Pensión Garantizada Universal (PGU), en 2022 se requerirían recursos adicionales por \$ 966 mil millones, cifra que a fines de la década en curso sería el triple, medida en moneda constante. Por otra parte, la Ley de Presupuestos 2022 supone una caída del gasto público de 22,5% real, que se explica principalmente por el fin del IFE universal. Esa caída permitiría reducir el déficit efectivo a un 2,8% del PIB, lo que equivale a \$ 7.056.428 millones. Es probable que los gastos terminen siendo superiores a lo estimado en la Ley de Presupuestos, tanto por la imposibilidad política de implementar una reducción tan drástica, como por la aprobación de nuevos gastos (la PGU, por ejemplo). Sin embargo, es probable que los ingresos resulten algo superiores a lo estimado, debido a una operación renta que debería reflejar el fuerte crecimiento económico de 2021. De todas formas, estamos hablando de un déficit fiscal que podría bordear los US\$ 9.000 millones (US\$ 25.000 millones en 2021), a lo que debemos sumar las amortizaciones de deuda proyectadas, que suman US\$ 3.300 millones. Es interesante señalar que la Ley de Presupuestos de 2022 aprobó un monto máximo de endeudamiento de US\$ 21.000 millones, por lo que existe holgura para financiar el déficit y las amortizaciones⁵. Sin embargo, como muestra el Gráfico N° 6, el año 2023 se ve más complejo en términos de las necesidades de financiamiento fiscal.

GRÁFICO N°6: PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA GOBIERNO CENTRAL
(\$ MILLONES DE 2022)



Fuente: DIPRES

⁵ Esta autorización máxima de endeudamiento, si bien es inferior a los US\$ 29.000 corregidos de 2021, duplica el promedio de la década pasada.

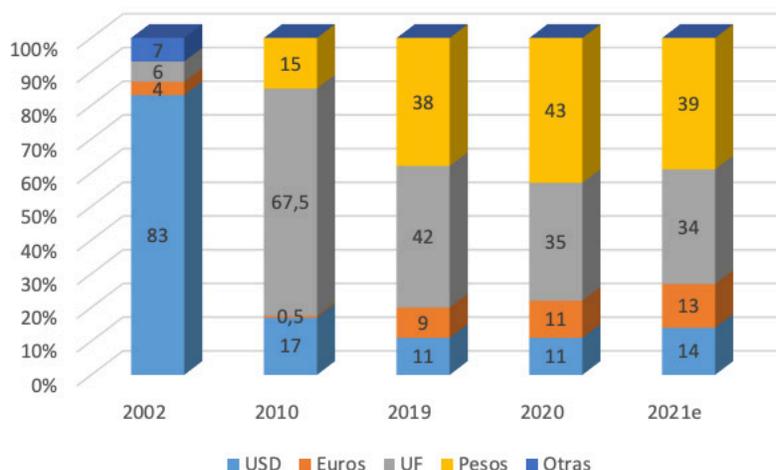


LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES

La composición por monedas de la deuda del gobierno central ha mejorado en años recientes, siendo actualmente mayoritariamente en pesos y UF, lo que resulta positivo frente a la fuerte depreciación que ha registrado el peso, como se puede ver en el Gráfico N° 7. Hace dos décadas atrás más del 90% de la deuda estaba denominado en moneda extranjera, porcentaje que cae a 18% en 2010, y que actualmente alcanza a un 27%.

GRÁFICO N°7: DEUDA PÚBLICA POR MONEDA (% DEL TOTAL)



Fuente: Ministerio de Hacienda (estimación de 2021 no incorpora plan adicional de financiamiento del segundo semestre)



LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

M. CECILIA CIFUENTES

Conclusiones

La situación fiscal de Chile se ha deteriorado en forma significativa en la última década, principalmente porque el ritmo de crecimiento del gasto no ha sabido adecuarse a una situación más restrictiva de ingresos. Entre 1990 y 1997 el crecimiento del gasto público se sustentó en un fuerte crecimiento de ingresos, producto de un alto crecimiento del PIB, sostenido principalmente en mejoras de productividad. Entre 2003 y 2012, el gasto siguió creciendo a un ritmo acelerado, esta vez sustentado en la bonanza del precio del cobre. Sin embargo, entre 2013 y 2019 ninguno de estos factores, crecimiento de productividad y alto precio del cobre estuvieron presentes, por lo que, a pesar de los aumentos de impuestos, se registró un déficit fiscal creciente, que se agravó producto de la crisis política de 2019, seguido por la pandemia y el parlamentarismo de facto entre 2020 y 2021, que generaron crecimientos del gasto público de 10,4% real en 2020 y de 32% real estimado para 2021. Lo anterior significa que el nuevo gobierno parte con la situación fiscal más compleja desde el retorno a la democracia, tanto en términos de las demandas sociales y de las promesas del programa, como también desde el punto de vista de la posición deudora neta.

No obstante, la situación proyectada para 2022 no parece muy preocupante, lo que no obsta que se deba actuar con mucha prudencia a la vista de los desafíos por delante. Por un lado, la situación de ingresos fiscales debería ser algo mejor que la proyectada en la Ley de Presupuestos, por los efectos de arrastre del gran dinamismo del año 2021, considerando además que la situación de liquidez de la economía se mantiene aún bastante holgada (el M1 es cerca de un 70% superior en términos reales a la liquidez existente antes del inicio de la pandemia). Por otra parte, el perfil de vencimientos de deuda pública en el corto plazo tampoco es muy exigente, y está denominado mayoritariamente en pesos y UF.

En definitiva, y a pesar del deterioro, el punto de partida sigue siendo relativamente favorable, especialmente si se compara con la situación de otros países. Es de esperar que las nuevas autoridades, más que profundizar la tendencia de deterioro de la última década, se propongan ir de a poco recuperando la solidez que tuvimos hasta hace poco, sobre todo considerando los efectos en la inflación y en las tasas de interés que ha tenido la política fiscal en los dos últimos años. Si alguna lección ha dejado la macroeconomía chilena en 2021 es que las políticas fiscal y monetarias muy expansivas terminan generando efectos negativos para la población.



SELECCIÓN PROYECTOS DE LEY MUNDO FINANCIERO Y ECONÓMICO CON MOVIMIENTOS EN EL MES DE DICIEMBRE-ENERO



	FECHA	PROYECTO	BOLETÍN *	
SENADO	Votados	22-12-21	Aprobación en particular del proyecto de ley, iniciado en Moción de los Honorables Senadores señores Montes, Lagos y Pizarro, en primer trámite constitucional, que modifica el Código Tributario obligando a bancos y otras instituciones financieras a entregar información sobre saldos y sumas de abonos en cuentas financieras al Servicio de Impuestos Internos, con segundo informe de la Comisión de Hacienda.	14.111-05
		14-12-21	Aprobación en general del proyecto de ley, en primer trámite constitucional, que introduce modificaciones al Código del Trabajo y otros cuerpos legales en materia de inclusión laboral de personas con discapacidad y asignatarias de pensión de invalidez, con informe de la Comisión de Trabajo y Previsión Social.	Nos 14.445-13, 14.449-13 y 13.011-11, refundidos
	Informados Comisión de Hacienda	11-01-22	La comisión consideró el proyecto de ley, iniciado en moción de los Honorables Senadores señor Chahuán, señoras Goic y Órdenes, y señores Quinteros y Sandoval, que establece el contrato del trabajador adulto mayor.	12.451-13
		20-12-21	La comisión consideró el proyecto que promueve la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros	14.570-05
	Vistos Comisión Hacienda	05-01-22	La comisión escuchó la exposición de la Directora de Presupuestos y del Vicepresidente del Consejo Fiscal Autónomo sobre la modificación a la ley N°20.128, sobre responsabilidad fiscal	14.615-05
		04-01-22	La comisión escuchó la exposición del señor Ministro de Economía, Fomento y Turismo, Lucas Palacios, sobre el proyecto de creación de una nueva institucionalidad del sistema estadístico nacional.	10.372-03
15-12-22		La comisión escuchó la presentación del señor Presidente del Banco Central, Mario Marcel.	-	
C. DIPUTADOS	Votados	03-01-22	Abrobó la idea de legislar para crear la Pensión Garantizada Universal	14.588-13
		21-12-21	Aprobado, en primer trámite, proyecto de ley que fortalece el Sistema de Alta Dirección Pública y la Dirección Nacional del Servicio Civil.	14.582-05
	Informados Comisión Hacienda	07-01-22	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia "suma", que "Reduce o elimina exenciones tributarias que indica"	14.763-05
		28-01-21	Informe de la Comisión de Hacienda recaído en el proyecto, iniciado en mensaje, con urgencia calificada de "discusión inmediata", que "Amplía y fortalece el pilar solidario de la ley N°20.255, y reduce o elimina exenciones tributarias para asegurar su financiamiento".	14.588-13

* Más información ingresando el número de boletín a www.bcn.cl; www.congreso.cl o www.camara.cl según corresponda.

** Se informa sólo el último movimiento de cada proyecto.

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Felipe Correa, Magíster en Economía Pontificia Universidad Católica de Chile
fcorrea.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.

