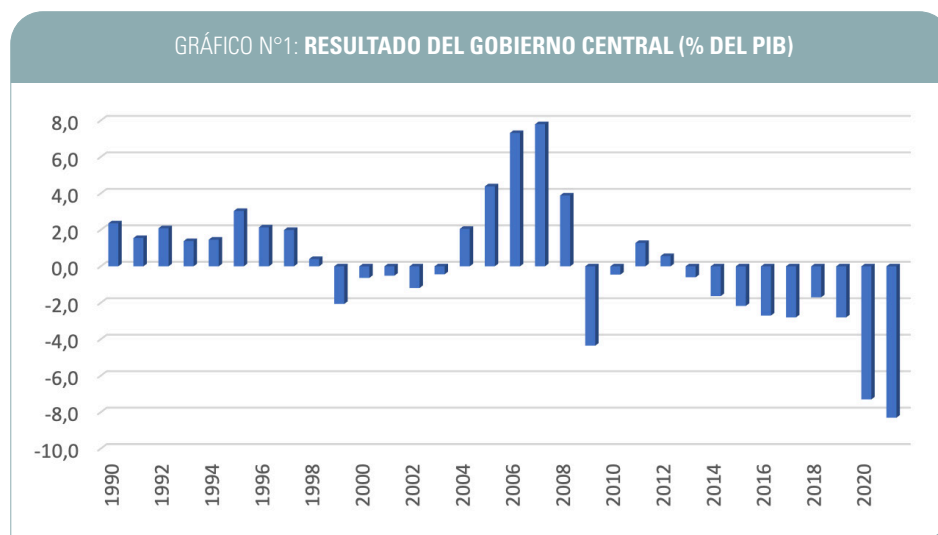




LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

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

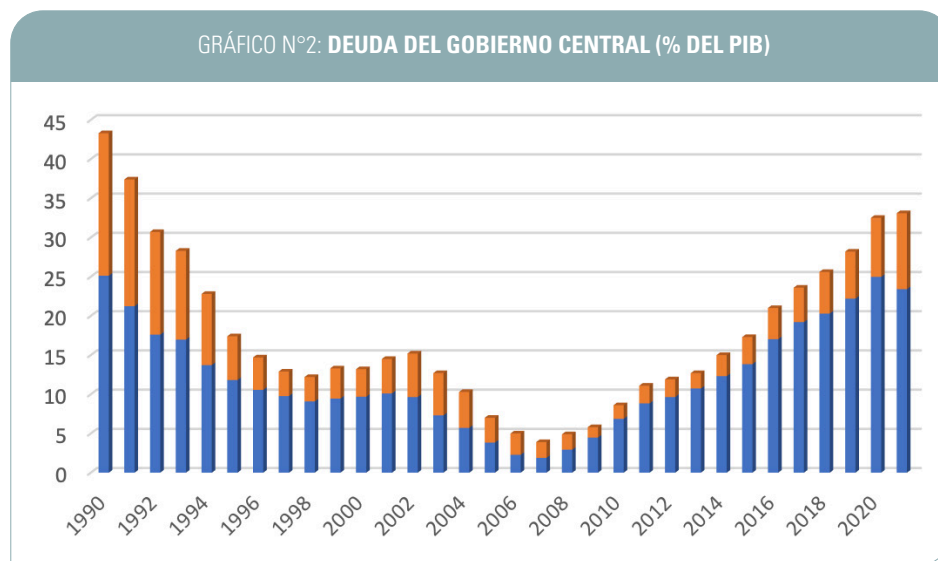
¿Es la sostenibilidad fiscal una preocupación sólo de los técnicos y de las clasificadoras de riesgo? Por supuesto que no, es una condición esencial del desarrollo económico y del bienestar de cada día de las personas. Como muestra la historia de algunos de nuestros países vecinos; las crisis fiscales 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



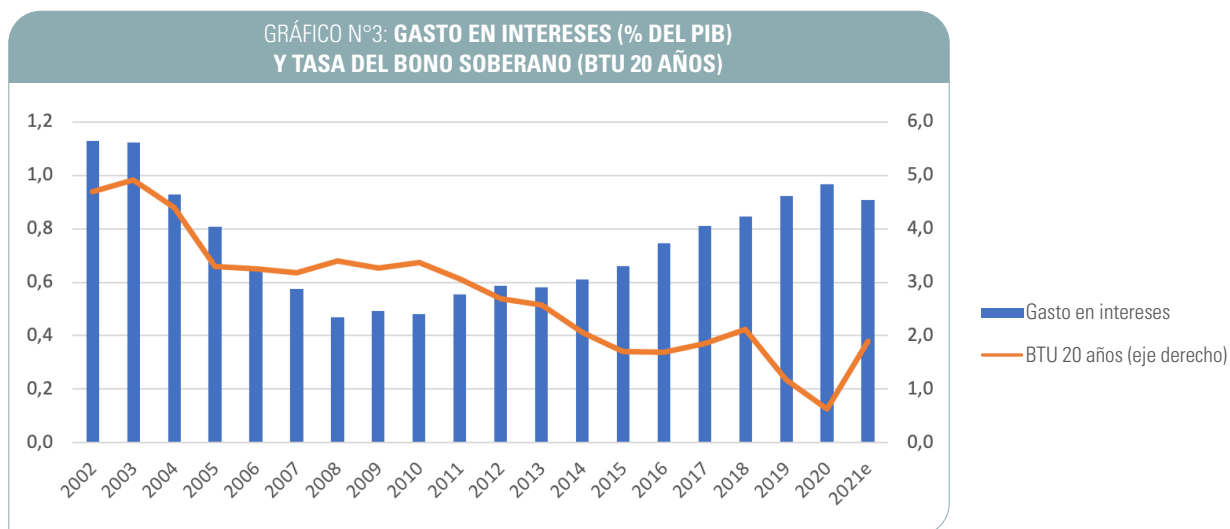
Fuente: DIPRES

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.

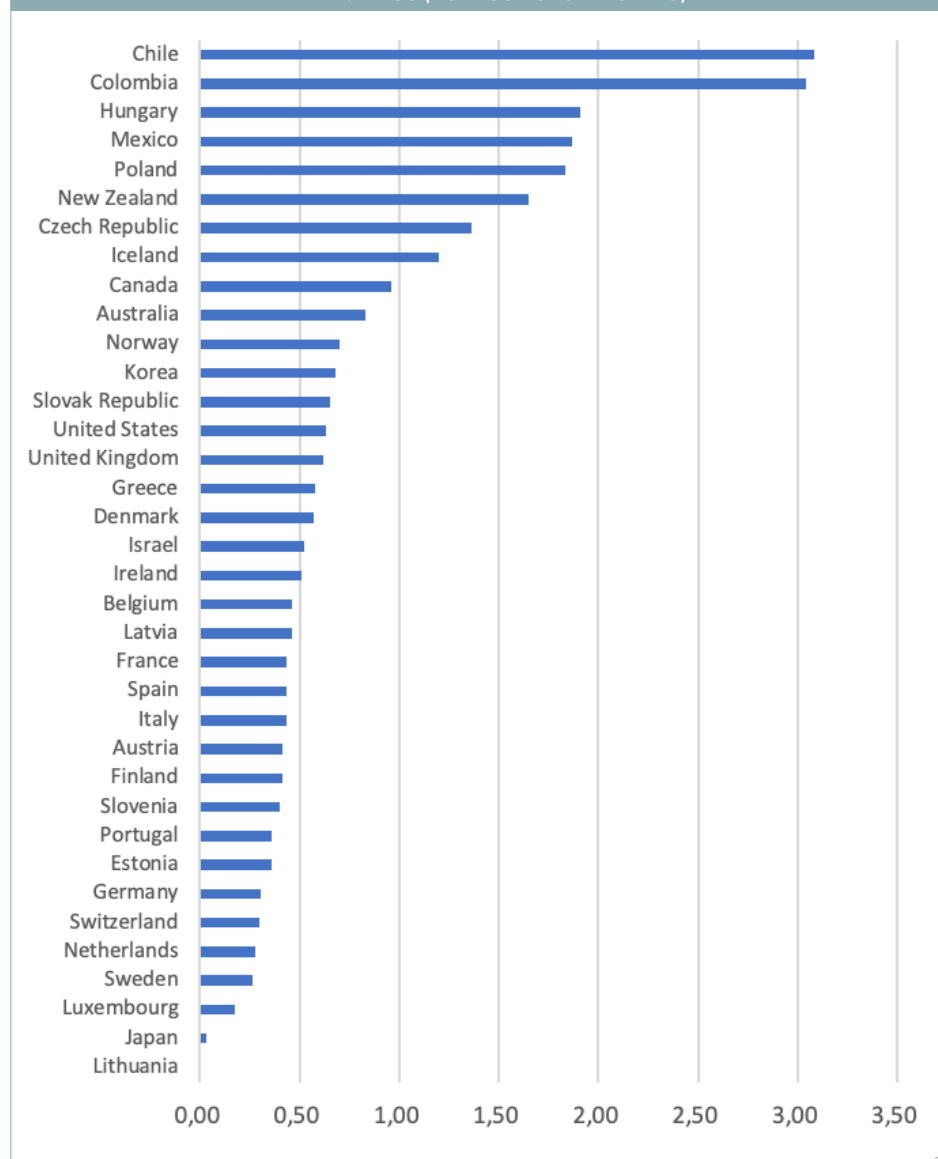
Por otra parte, como hemos señalado en varias oportunidades en informes anteriores, el comportamiento de las tasas de interés de los bonos soberanos muestra que el perfil crediticio del país se ha deteriorado en forma significativa en meses recientes, ya que la tendencia alcista de los bonos soberanos 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 TASS DEL BONO SOBERANO A 10 AÑOS (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: Stats OECD

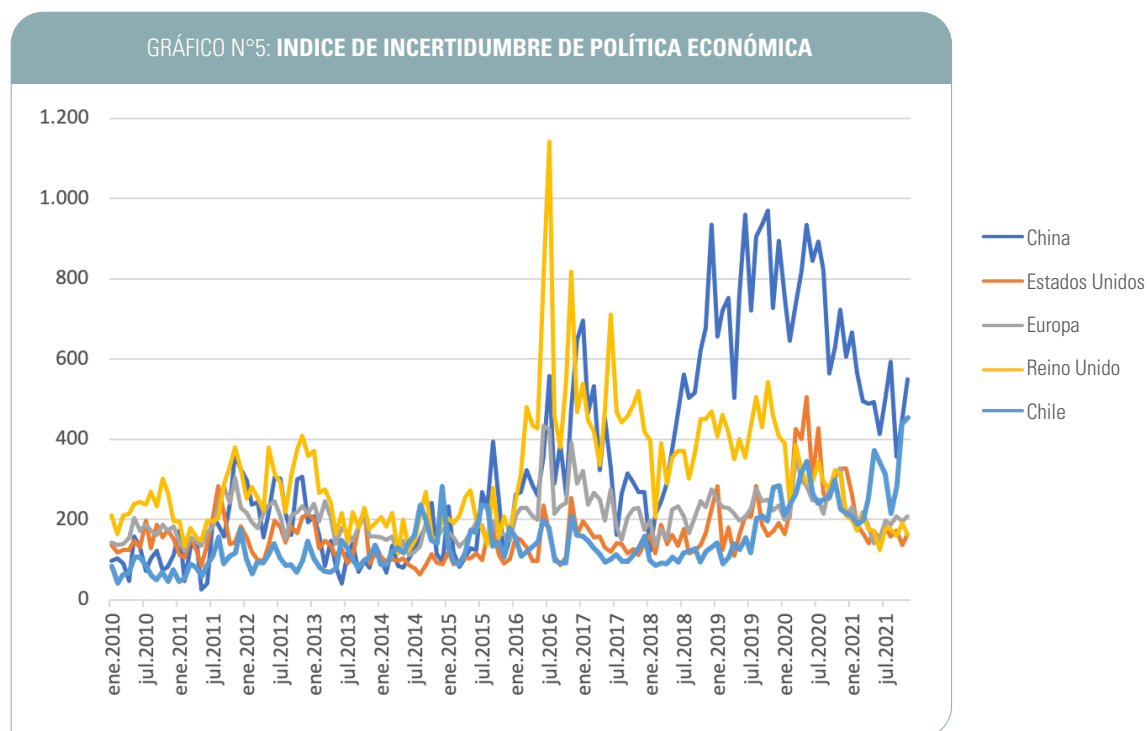


LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

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:



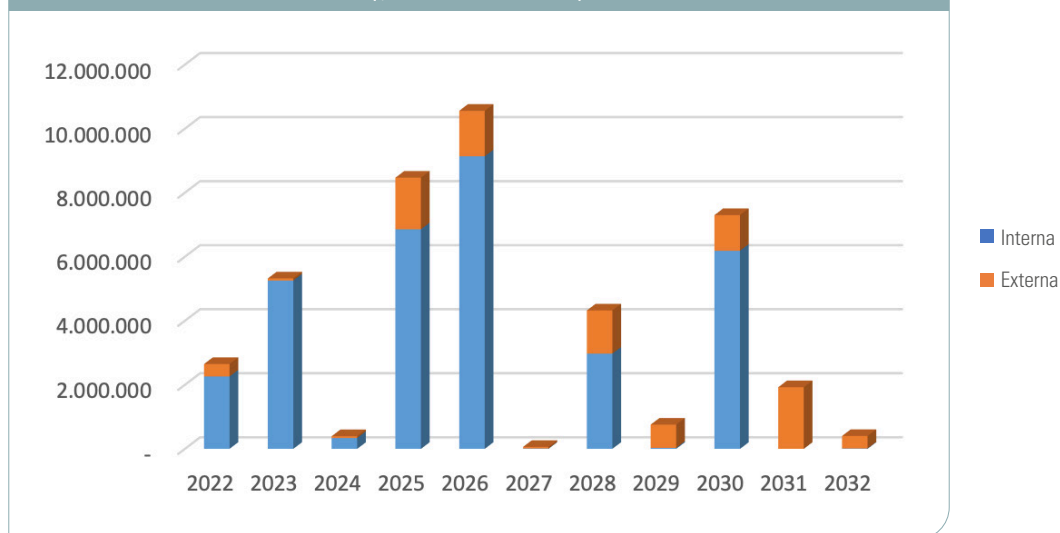
Fuente: Banco Central



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.

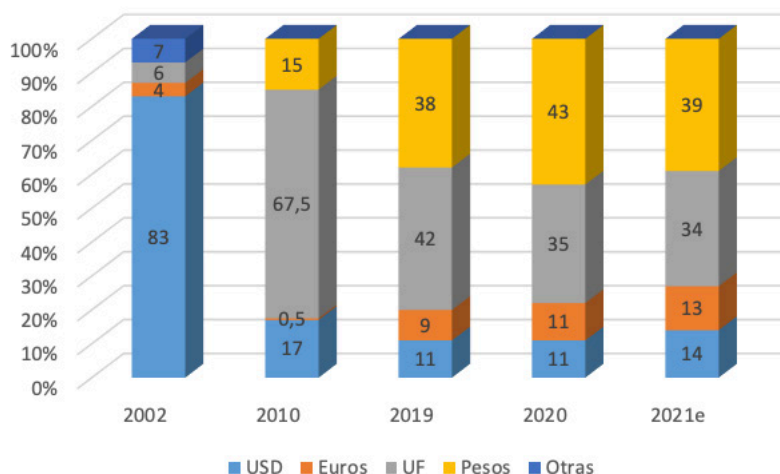


LA SITUACIÓN FISCAL DE CHILE

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 denominada 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.