

EN BUSCA DE LA SOLIDEZ FISCAL PERDIDA

- Desde mediados del 2017 tres clasificadoras internacionales de riesgo soberano han rebajado sucesivamente el ranking crediticio de Chile aduciendo al deterioro de nuestra solidez fiscal actual y de mediano plazo.
- Aun cuando este deterioro se ha visto reflejado en el incremento de la deuda bruta, un análisis más adecuado de las finanzas públicas requiere de la observación de más de un indicador.
- Aumentar la eficiencia del gasto público, fomentar la capacidad de crecimiento de nuestra economía y, por sobre todo, cumplir con la meta fiscal, son fundamentales para volver a retomar nuestra fortaleza y reputación fiscal, mermadas en los últimos cuatro años.

En 2017, y por primera vez en 25 años, dos agencias clasificadoras internacionales de riesgo soberanoⁱ redujeron la clasificación de nuestra deuda soberana, invocando como causa nuestra menor solidez fiscal. En julio de este año, una tercera clasificadoraⁱⁱ se unió a esta tendencia bajista, generando diversas especulaciones respecto de cuándo, cómo y las consecuencias de este deterioro.

Hay que recordar que la clasificación de riesgo soberano es una evaluación de las posibilidades de que un gobierno deudor no cumpla con sus obligaciones financieras, y su importancia radica en que afecta las condiciones de acceso a los mercados de capitales internacionales de todos los agentes de la economía.

A continuación, se busca dar luces a la discusión de nuestra actual situación fiscal, partiendo de la base en que claramente ésta se encuentra en una situación desmejorada, especialmente después de haber perdido hacia fines del 2016 la destacada posición de acreedor neto que logró mantener por diez años.

EVOLUCIÓN DE LA CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

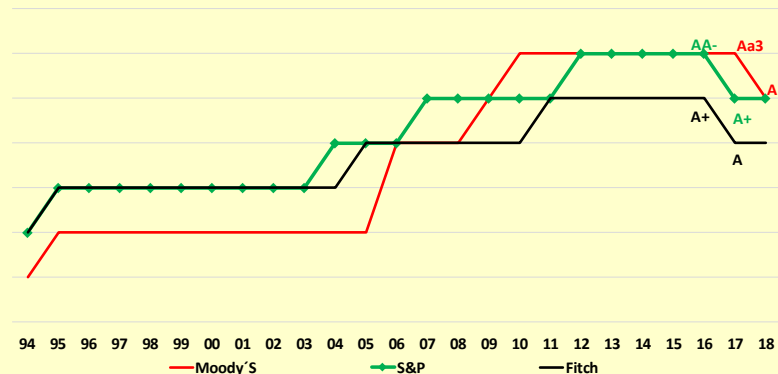
En los últimos 25 años las clasificaciones internacionales de nuestra deuda soberana habían presentado sólo mejoras. Sin embargo, desde mediados de 2017

tres clasificadoras internacionales han rebajado nuestra nota crediticia aduciendo como las principales causas el deterioro en nuestra solidez fiscal y las dificultades de retomar las tasas de crecimiento similares a las observadas antes de 2014.

Una mirada más de largo plazo de nuestras clasificaciones muestra que, a pesar de que en largos períodos de tiempo las tres principales clasificadoras internacionales (S&P, Fitch y Moody's) tienden a moverse en la misma dirección, sus ajustes no son sincronizados, incluso algunos de ellos se realizan con desfases mayores a un año (Gráfico N° 1). Si adicionalmente consideramos que se observan diferencias en los criterios aplicados por las agencias clasificadoras, se puede concluir que a partir de una misma realidad de un país hay apreciaciones distintas de ésta, incluso entre expertos. Una de las posibles explicaciones es que, aun cuando las clasificadoras tienden a seguir similares indicadores, las ponderaciones que hacen de estos elementos son distintasⁱⁱⁱ.

EN PERÍODOS LARGOS LAS CLASIFICADORAS REFLEJAN LOS MISMOS MOVIMIENTOS

Gráfico N° 1: Clasificación de riesgo de deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera



Fuente: LYD sobre la base de información disponible.

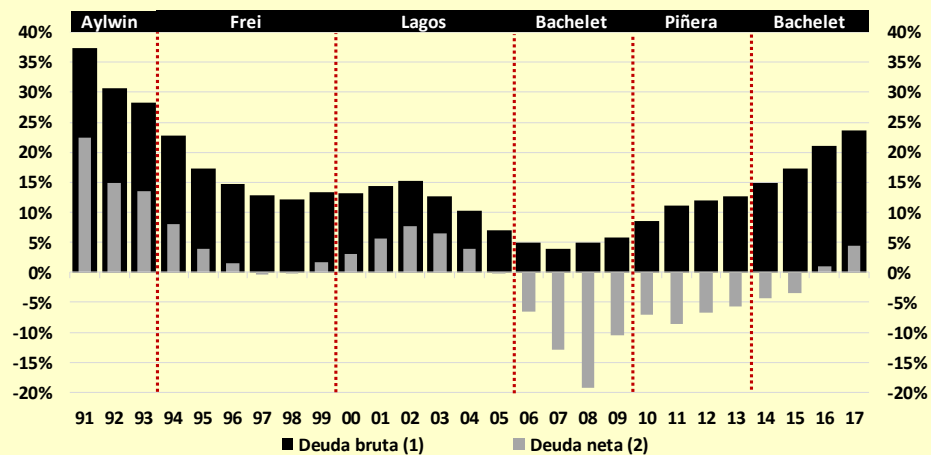
DEUDA BRUTA VERSUS NETA

En su evaluación, las clasificadoras internacionales tienden a mirar la evolución de la deuda bruta, por lo que nuestro *downgrade* estaría plenamente justificado por el importante aumento que ha experimentado la deuda bruta en los últimos años: de 4,9% del PIB en 2008 a 23,6% en 2016, siendo esta última similar a la observada a mediados de los noventa (1994 = 22,8%). Sin embargo, los activos financieros son igualmente relevantes a la hora evaluar la capacidad de pago de un gobierno, por lo que la métrica adecuada a utilizar debiera ser la deuda neta. Entre 2005 y

2015 nuestra deuda neta fue negativa, reflejando la condición de acreedor neto del Fisco chileno -activos financieros superaban los pasivos financieros-, uno de los pocos países del mundo en contar con este logro (Gráfico N° 2). En 2016 perdimos esta condición volviendo a ser deudores netos.

LA DEUDA NETA, AUNQUE POSITIVA, SIGUE SIENDO REDUCIDA

Gráfico N° 2: Deuda del gobierno central como porcentaje del PIB



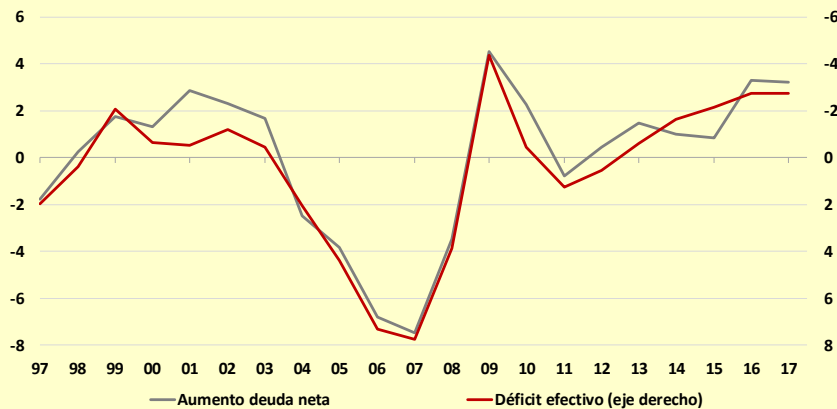
Fuente: Dipres. (1) Considera los pasivos financieros. (2) Se obtiene de descontar los activos financieros a la deuda bruta.

Adicionalmente, el balance efectivo (ingresos menos gastos) afecta la deuda neta (pasivos menos activos), no necesariamente la bruta (sólo pasivos) (Gráfico N° 3). Ahora bien, no hay que olvidar que la deuda neta también se ve afectada por todos aquellos movimientos que se realizan “bajo la línea”, en el sentido que no quedan registrados en el balance efectivo, pero que sí implican desembolsos de recursos por parte del Fisco (como por ejemplo, capitalización a empresas públicas), elementos que no hay que dejar de lado en cualquier análisis de solidez fiscal. Ahora, si consideramos que todos los anuncios de la autoridad fiscal (actual y pasada) apuntan al cumplimiento de una trayectoria de convergencia del balance estructural, esto es, llevarlo a cero en un horizonte determinado, el balance global también tenderá a ser nulo en promedio, siendo sólo afectado transitoriamente por el ciclo del precio del cobre y de la actividad. Bajo este escenario, la deuda neta como porcentaje del PIB se extinguirá en el mediano plazo, aumentando la solidez de nuestras finanzas públicas. Para que esta trayectoria nuevamente sea considerada en el análisis de los expertos internacionales, la credibilidad en la

regla fiscal es fundamental, la cual depende solo del constante y permanente cumplimiento de las metas anunciadas.

EL DÉFICIT EFECTIVO AUMENTA LA DEUDA NETA, NO NECESARIAMENTE LA BRUTA

Gráfico N° 3: Aumento deuda neta y déficit como porcentajes del PIB



Fuente: Elaboración propia con información del Banco Central de Chile y Dipres.

Un elemento que no se puede dejar de lado es que en Chile la evaluación de la política fiscal se ha acordado realizar transversalmente bajo la óptica del cumplimiento de una regla de balance estructural, no efectivo, de forma de dejar fuera de la evaluación elementos relacionados con el ciclo y evaluar la política fiscal en relación a los fundamentos de la economía. Bajo este criterio, claramente ambos gobiernos de la Presidenta Bachelet han sido los únicos en no cumplir su propia meta.

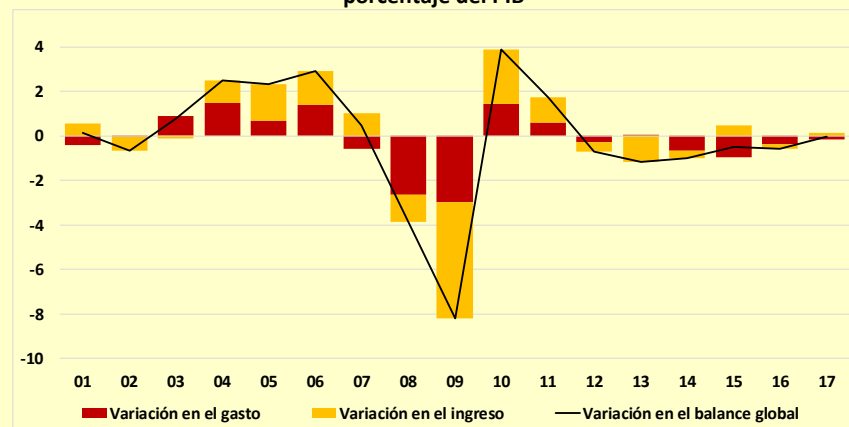
ESFUERZO FISCAL

La variación del balance global entre dos años consecutivos se puede descomponer en la variación de los ingresos y la variación de los gastos. El balance aumenta en la medida que aumenten los ingresos y/o disminuyan los gastos. Sin embargo, la capacidad de la autoridad fiscal de afectar uno u otro es distinta. El esfuerzo por controlar la política fiscal proviene mayormente de la intervención de los gastos ya que los ingresos tienen un componente exógeno importante al responder a variables ajenas a la política fiscal más allá de reformas a los impuestos (especialmente los provenientes del cobre afectados por el ciclo externo). Bajo este prisma, se puede observar que efectivamente el mayor esfuerzo de contención de gastos, y en consecuencia, esfuerzo de contención del

déficit, se realizó entre los años 2001 y 2006 y entre 2010 y 2013. Tanto entre 2007 y 2009 y posteriormente entre 2014 y 2016, el incremento del gasto aportó negativamente al déficit (Gráfico N° 4).

AMBOS GOBIERNOS DE MICHELLE BACHELET REFLEJAN UN BAJO ESFUERZO FISCAL

Gráfico N°4: Descomposición de la variación anual del balance efectivo entre ingresos y gastos, porcentaje del PIB

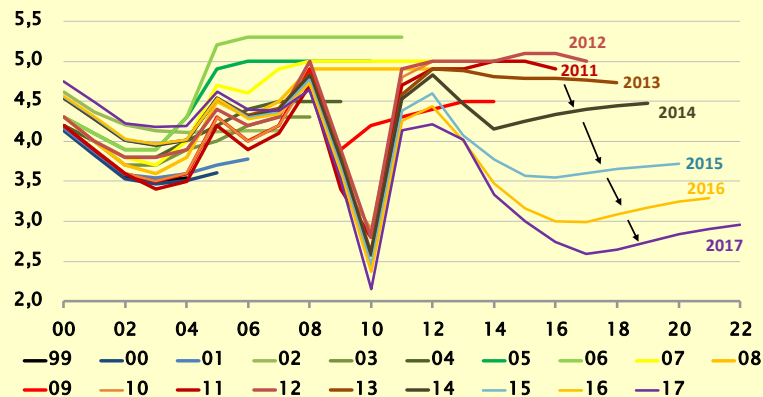


Fuente: LyD con datos de Banco Central de Chile y Dipres.

CAPACIDAD DE CRECIMIENTO

En el análisis de las agencias también se considera la capacidad de la economía de generar ingresos en el mediano plazo. Las estimaciones del PIB tendencial que desde hace varios años han realizado sucesivos comités de expertos independientes citados por la autoridad fiscal, reflejan claramente que desde 2014 se ha reducido sostenidamente la capacidad de crecimiento de nuestra economía, la cual está lejos del 5% observado hasta hace pocos años, llevándonos a un reducido 2,6% para 2017 y que llegaría recién a 3,0% en 2022 (Gráfico N° 5). Parte importante de este deterioro se debe a la caída por cuatro años consecutivos de la inversión (2014-2017), fenómeno coincidente con la implementación de numerosas reformas estructurales que afectaron negativamente nuestra competitividad. Volver a retomar elevados niveles de inversión, y en consecuencia, incrementar el crecimiento tendencial, requiere de políticas estructurales activas que busquen revertir los impactos negativos de estas medidas.

HASTA EL 2013 ESTIMACIONES INDEPENDIENTES SITUABAN EL CRECIMIENTO TENDENCIAL EN TORNO A 5%, PARA LUEGO DISMINUIR SOSTENIDAMENTE
Gráfico N°5: Crecimiento del PIB tendencial estimado por los distintos comités de expertos



Fuente: Dipres.

CONCLUSIONES

Un análisis adecuado de la situación fiscal requiere de la observación de variados indicadores. En los últimos años claramente se ha generado un deterioro en nuestra solidez, afectando de paso nuestra reputación a nivel internacional. Entre las principales causas se encuentran el reducido esfuerzo fiscal en el control de gastos, sostenido incumplimiento de la meta fiscal y de la reducción de nuestra capacidad de crecimiento y de generación de ingresos fiscales de mediano plazo.

Esta situación puede ser revertida, pero requiere de un esfuerzo relevante de la autoridad. Al respecto, tan importante es el control de gastos como la implementación de medidas estructurales que fomenten la competitividad de la economía, de forma que Chile vuelva a ser atractivo para la inversión tanto nacional como extranjera.

ⁱ Los anuncios fueron de las clasificadoras S&P y Fitch en julio y agosto del 2017, respectivamente.

ⁱⁱ Moody's.

ⁱⁱⁱ En la clasificación del riesgo soberano se consideran diversas variables, tales como: ingreso per cápita, crecimiento del PIB, inflación, deuda externa relativa a exportaciones o PIB, nivel de desarrollo económico, historia de incumplimiento de deuda, déficit del Gobierno Central respecto del PIB y déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB. Fuente: Cantor R. y F. Packer (1996) "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", Economic Policy Review.