

EL TAMAÑO DE LA DEUDA SÍ IMPORTA

- La deuda pública ha aumentado en forma importante desde el 2009 producto de los sucesivos déficits fiscales incurridos. Hacia adelante, los posibles escenarios presentan una deuda que podría superar el 70 o incluso el 100% del PIB, en un contexto de continuas presiones por incrementar aún más el gasto público. Esta situación genera preocupación por sus posibles efectos en los consumidores, en las empresas y en el mismo gobierno.
- La evidencia ha sido clara en mostrar que hay una dependencia directa de las tasas de interés de largo plazo al ratio deuda pública a PIB, aumentando el costo de ésta e incluso afectando el acceso del gobierno y de los privados al mercado del crédito.
- Preocupa que en esta deteriorada situación fiscal por la que atraviesa Chile, recuperar el crecimiento económico como fuente de financiamiento fiscal ha estado ausente en buena parte del debate, centrándose más bien en cómo aumentar los impuestos.

Los sucesivos déficits fiscales registrados desde el 2009, junto con las inéditas transferencias de recursos públicos a las personas en el contexto de la pandemia, han llevado a la deuda pública a multiplicarse casi por 10 respecto del tamaño de la economía (desde 3,9% del PIB en 2007 a 37,5% del PIB en 2022¹) o por 18 medida en dólares (desde US\$ 7.094 mill. en 2007 a US\$ 129.222 mill. en 2022). Producto de este acelerado crecimiento, la deuda pública pasará de representar un 21,9% del gasto público en 2007 a 157% en 2022 (Gráfico N° 1).

Un incremento acelerado de la deuda pública tiene efectos adversos directos en la economía, afectando a todos sus integrantes:

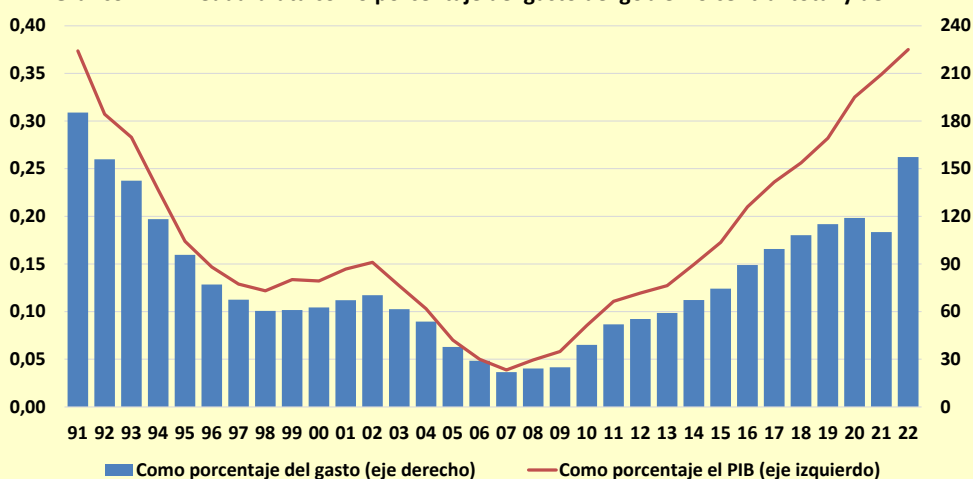
- Financiarse con deuda implica destinar cada vez mayores recursos públicos al pago de la deuda y de sus intereses, reduciendo aún más el espacio para el financiamiento de programas sociales, afectando a aquellos que más lo necesitan.
- Financiarse con deuda interna genera presión al alza en las tasas de interés domésticas al competir con el financiamiento de otros proyectos de inversión o de consumo del sector privado (*crowding out*).
- Financiarse con deuda externa, después de determinado umbral, aumenta la percepción de riesgo de no pago de la totalidad de la deuda pública, en los tiempos y plazos pactados. Este mayor riesgo lleva a que los financistas

¹ Proyección contenida en el último Informe de Finanzas Públicas, del tercer trimestre, que sustenta el Proyecto de Ley de Presupuestos del 2022, publicado por la Dirección de Presupuestos.

de esta deuda exijan una mayor compensación (premio por riesgo que se traduce en una mayor tasa de interés) por adquirir tanto la nueva deuda pública, como la privada.

DESDE EL 2018 QUE LA DEUDA PÚBLICA SUPERA EL GASTO PÚBLICO DE UN AÑO

Gráfico N° 1: Deuda bruta como porcentaje del gasto del gobierno central total y del PIB



Fuente: LyD en base a Dirección de Presupuestos y Banco Central de Chile.

Chile ya ha experimentado algunos de estos efectos. Por un lado, el pago de los intereses de la deuda pública ha requerido un importante desvío de fondos al pasar de US\$842 mill. en 2008 a US\$3.241 en 2022 y a US\$5.576 mill. en 2026, según las estimaciones de la autoridad fiscal². Por otro lado, las tasas de interés chilenas a largo plazo, a la cual se financia el gobierno, experimentaron incrementos producto de diversos shocks en el mercado de capitales, entre los cuales se encuentra la cada vez mayor necesidad de financiamiento público³. Respecto del financiamiento externo, la deuda soberana chilena sufrió dos sucesivas rebajas en su clasificación producto de la mayor percepción de riesgo de no pago de dicha deuda.

CLASIFICACIÓN DE RIESGO Y COSTO DEL CRÉDITO

Para evaluar la real capacidad de pago en el plazo de vencimiento de la totalidad de la deuda adquirida por un gobierno, existen instituciones especializadas (clasificadoras de riesgo⁴) que otorgan una calificación a la deuda soberana de

² Corresponde al escenario central contenido en el Informe de Finanzas Públicas del Tercer Trimestre del 2021 de la Dirección de Presupuestos.

³ Actualmente más del 70% del stock de la deuda pública es interna.

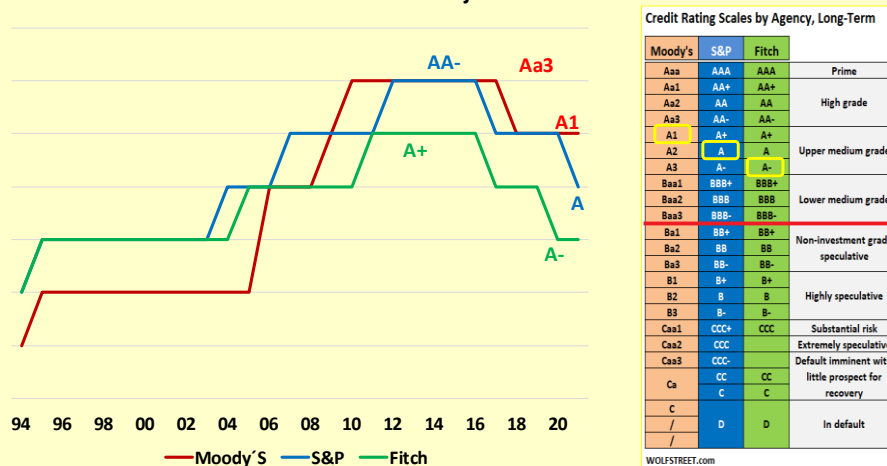
⁴ Las principales clasificadoras de riesgo internacional son: Moody's, S&P y Fitch Rating.

acuerdo a una escala de riesgo definida. Esta calificación es un insumo más para las decisiones de inversión de distintos inversionistas nacionales y extranjeros en cuanto a si financian o no, y a qué costo, una determinada deuda pública.

En el caso de Chile, la clasificación de la deuda soberana mejoró sostenidamente desde principios de los 90 hasta el 2017, año en el que se produjo la primera rebaja de la clasificación⁵ y en 2020, la segunda⁶ (Gráfico N° 2 y Tabla N° 1). El principal argumento esgrimido por las clasificadoras es el debilitamiento de las finanzas públicas a raíz de las presiones sociales para aumentar el gasto social, en un contexto de reducido crecimiento tendencial y un nutrido calendario político, dificultando la capacidad de consolidar nuestras cuentas fiscales.

LUEGO DE 25 AÑOS, YA SE HA REDUCIDO EN DOS OPORTUNIDADES LA CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA CHILENA

Gráfico N° 2 y Tabla N° 1: Clasificación de riesgo de deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera



Nota 1: Mientras más arriba en la escala (gráfico y tabla), mejor es la clasificación de la deuda soberana. Nota 2: Los cuadros amarillos en la tabla reflejan la actual clasificación de Chile. Nota 3: La línea roja en la tabla indica donde comienza el “grado de inversión”.

Fuente: Dirección de Presupuestos y Libertad y Desarrollo en base a información disponible.

A pesar de estas dos rebajas de la clasificación de riesgo, en la discusión pública se justifican las continuas presiones de gasto público bajo el argumento que Chile tiene reducidos niveles de deuda en comparación con otros países de clasificación similar.

⁵ En 2017 Fitch y S&P rebajaron la clasificación a la deuda soberana chilena y Moody's lo hizo en 2018.

⁶ En 2020 Fitch rebajó nuevamente la clasificación mientras que S&P lo hizo en 2021. Moody's, en tanto, ha mantenido la clasificación, pero en 2020 rebajó la perspectiva a negativa.

Aun cuando es efectivo que la deuda pública chilena es baja en el contexto internacional, la **fortaleza fiscal** no es el único determinante de la clasificación de la deuda. En la evaluación también se considera la **fortaleza económica** (medidas a través del PIB per cápita, crecimiento económico, dependencia de materias primas; tamaño de la economía, etc.) y la **fortaleza institucional**. En las evaluaciones que recibía Chile en el pasado, solían destacar tanto la solidez fiscal como la institucional, pero no la económica, compensando así las dos primeras las faltas de la tercera. En este contexto, la pérdida de la solidez fiscal socava una de las dos dimensiones que sostenían la clasificación de la deuda pública de Chile dejando todo el peso de la carga a la solidez institucional (Ver Anexo).

En un intento por determinar la respuesta de los inversionistas a la clasificación de la deuda soberana de distintos países, la evidencia empírica surgida en el contexto de la crisis financiera del 2008 encuentra:

- una dependencia directa de las tasas de interés de largo plazo al ratio deuda a PIB⁷;
- una relación no lineal entre la prima de riesgo soberana y el nivel de deuda de gobierno, ya que una vez que la prima por riesgo comienza a aumentar, lo hace rápidamente, y más aún en contexto de volatilidad económica;
- que las medidas de austeridad fiscal que apuntan a equilibrar el presupuesto del gobierno en el corto plazo no logran contener el alza en la prima de riesgo, incluso implementando recortes considerables en el gasto de gobierno, sino que son las reformas a largo plazo las que sí cambian de manera creíble las expectativas del mercado sobre las políticas fiscales futuras, atenuando la creciente prima por riesgo;
- que la tasa de interés comienza a subir a un nivel mucho más bajo de deuda si las transferencias corrientes están en una trayectoria explosiva, en lugar de régimen estacionario;
- que la existencia de una política monetaria comprometida con una meta de inflación ayuda a sostener una tasa de interés a largo plazo más baja que de otro modo;
- que en países con reglas fiscales fuertemente contracíclicas, el impacto del déficit fiscal primario sobre las tasas es más bajo que de otra manera.

⁷ El reciente informe del CFA (2021) (Informe del Consejo Fiscal Autónomo sobre el Ejercicio de sus Funciones y Atribuciones. Presentación a la Comisión Especial Mixta de Presupuestos.) y Arend y Sánchez (2020) (Determinantes del riesgo soberano y diferencias entre países desarrollados y emergentes. Nota de Estudios N° 4, CFA) contienen una extensa revisión bibliográfica en este sentido.

ACCESO AL CRÉDITO

En el ranking de la clasificación de la deuda soberana existe un umbral que determina el “grado de inversión” de dicha deuda. Una deuda soberana clasificada por sobre este umbral, y que, por tanto, alcanza el grado de inversión, tiene acceso a un mayor grupo de inversionistas que operan con restricciones de riesgo (por ejemplo, inversionistas institucionales), ampliando la demanda para los instrumentos de deuda pública y reduciendo los costos de endeudamiento para el país. Perder este grado de inversión⁸ es indicativo de menor solvencia, reduciendo el acceso a inversionistas y aumentando el costo de financiamiento para todos. Por tanto, la clasificación de la deuda no sólo determina el costo del financiamiento, sino también el acceso a éste.

Aun cuando la deuda pública chilena todavía mantiene el “grado de inversión” (ver Gráfico N° 2), algunos escenarios alternativos sobre la trayectoria de la deuda de mediano y largo plazo elaborados por distintas autoridades (CFA y Dipres), basados en distintos escenarios de convergencia del gasto, ubican a la deuda pública en niveles que podrían alcanzar el 70 o 100% del PIB.

Estas estimaciones preocupan ya que nos podrían dejar en una situación similar a Colombia, Sudáfrica o Marruecos, tres economías emergentes que perdieron el grado de inversión entre 2020 y 2021 por ser considerados países poco solventes con niveles de deuda en torno al 70% del PIB (Tabla N° 2).

NIVELES DE DEUDA ALCANZADOS POR ECONOMÍAS EMERGENTES QUE PERDIERON GRADO DE INVERSIÓN ESTÁ DENTRO DEL HORIZONTE PROBABLE PARA CHILE

Tabla N° 2: Deuda como porcentaje del PIB

		2019	2020
Colombia	Deuda bruta	52,3	62,8
	Deuda neta	43,0	55,8
Marruecos	Deuda bruta	65,2	76,0
	Deuda neta	64,9	75,4
Sudáfrica	Deuda bruta	62,1	77,0
	Deuda neta	56,0	70,2

Fuente: CFA (2021).

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DEUDA

En un análisis de la deuda pública no puede estar ausente el crecimiento económico. En períodos de debilidad fiscal, hay dos elementos que confirman aún más la importancia del crecimiento económico como herramienta necesaria para volver a alcanzar la fortaleza fiscal:

⁸ En la Tabla N° 1 el grado de inversión está delimitado por la línea roja.

- i) Aun cuando la deuda pública es un stock, para efectos de un análisis cualitativo se presenta en términos relativos, esto es, como proporción del PIB del país, con el objeto de reflejar el esfuerzo que demandaría al país pagar su deuda. Si la tasa de crecimiento del PIB supera la tasa de crecimiento de la deuda pública, este indicador mejora, pues el ratio disminuye en el tiempo. Es decir, una economía en auge económico puede aumentar la deuda pública en términos absolutos y disminuir simultáneamente la deuda en términos relativos.
- ii) Cuando la economía crece, la recaudación tributaria aumenta porcentualmente más que el PIB⁹, reduciendo el déficit fiscal y, por tanto, la necesidad de financiamiento por la vía de la deuda, rebajando así el ratio a PIB.

COMENTARIOS FINALES

Toda fuente de endeudamiento público tiene elementos a favor, como suavizar el gasto de gobierno a través del ciclo económico, pero también los tiene en contra. El crecimiento acelerado de la deuda pública puede llegar a tener impacto en las tasas de interés de todo el sistema, aumentando el costo de financiamiento a las personas -afectando su consumo y acceso a la vivienda-, a las empresas -afectando su inversión- y también al Estado -reduciendo el financiamiento de su política social-.

Por tanto, en la determinación del gasto público también es necesario considerar cómo, con quién, para qué y en qué monto nos endeudamos, ya que la evidencia muestra que hay un límite para esta forma de financiamiento. Sobre este límite, todos los integrantes de la sociedad se ven afectados, ya sea por el mayor costo de financiamiento o simplemente por el menor acceso a éste.

Este resultado subraya la importancia de la responsabilidad fiscal en el mediano y largo plazo para garantizar un nivel más bajo de tasa de interés de largo plazo.

En este contexto, la fuente de financiamiento que se debiera privilegiar es el crecimiento económico, gran ausente en la discusión pública actual.

⁹ Producto de los estabilizadores automáticos.

Anexo: Riesgo soberano y determinantes

	Clasificación de Riesgo (agencia Moody's)	PIB per cápita (promedio 2017-2019, USD)	Crecimiento (promedio 2015-2019)	Cuenta Corriente como % del PIB (promedio 2015-2019)	Deuda Bruta como % del PIB (promedio 2017-2019)	Balance Efectivo como % del PIB (promedio 2017-2018)	Balance Estructural como % del PIB tendencial (promedio 2017-2019)	Dependencia de Commodities ¹ (2013-2017)	Efectividad de Gobierno ² (2013-2018)	Estado de Derecho ² (2013-2018)
Reino Unido	Aa2	\$40.617	1,7%	-4,3%	86,5%	-1,6%	-1,6%	28%	+1,5	+1,8
Francia	Aa2	\$40.721	1,5%	-0,6%	98,7%	-2,7%	-2,5%	19%	+1,4	+1,4
Emiratos Árabes Unidos	Aa2	\$61.444	2,4%	+6,6%	19,8%	-0,1%	n/a	67%	+1,4	+0,7
Corea del Sur	Aa2	\$38.383	2,7%	+5,3%	38,6%	+2,4%	+2,1%	12%	+1,1	+1,0
Kuwait	Aa2	\$59.118	0,4%	+6,0%	16,9%	+7,5%	n/a	88%	-0,1	+0,1
Bélgica	Aa3	\$42.898	1,5%	+0,1%	102,2%	-0,8%	-1,3%	28%	+1,4	+1,4
República Checa	Aa3	\$33.135	3,5%	+0,7%	33,0%	+1,2	+0,6%	11%	+1,0	+1,1
Hong Kong	Aa3	\$56.554	2,4%	+4,4%	0,0%	+3,9	-3,8%	n/a	+1,9	+1,7
Catar	Aa3	\$115.786	2,2%	+3,6%	50,5%	+1,2	n/a	88%	+0,8	+0,8
Taiwán	Aa3	\$47.077	2,0%	+12,6%	34,7%	-1,9%	-1,7%	n/a	+1,3	+1,1
Chile	A1	\$22.721	2,4%	-2,8%	25,5%	-2,0%	-1,7%	86%	+1,1	+1,3
China	A1	\$16.096	6,6%	+1,5%	51,0%	-4,4%	-5,0%	6%	+0,3	-0,4
Japón	A1	\$39.334	1,1%	+3,7%	236,6%	-3,2%	-3,1%	7%	+1,7	+1,5
Estonia	A1	\$30.216	3,6%	+2,0%	8,5%	-0,4%	-0,7%	28%	+1,1	+1,3
Israel	A1	\$33.732	3,3%	+3,4%	61,0%	-2,1%	-3,1%	32%	+1,3	+1,1
Arabia Saudí	A1	\$49.228	1,5%	+0,9%	19,8%	-7,6%	n/a	79%	+0,2	+0,2
Irlanda	A2	\$69.890	9,9%	+0,4%	64,1%	-0,1%	-0,4%	13%	+1,4	+1,7
Islandia	A2	\$49.165	4,3%	+5,1%	38,1%	+0,8%	-0,4%	87%	+1,5	+1,6
Malta	A2	\$40.121	7,0%	+7,2%	45,9%	+2,7%	+1,7%	37%	+1,0	+1,2
Polonia	A2	\$28.356	4,2%	-0,3%	49,1%	-1,0%	-1,8%	21%	+0,7	+0,7
Eslovaquia	A2	\$31.081	3,4%	-2,5%	49,4%	-0,8%	-1,2%	12%	+0,8	+0,5
Lituania	A3	\$30.751	3,1%	+0,3%	35,1%	+0,6%	+0,6%	40%	+1,0	+1,0
Letonia	A3	\$26.386	3,5%	+0,1%	37,4%	-0,8%	-1,2%	38%	+1,0	+0,9
Malasia	A3	\$27.798	4,9%	+2,7%	55,4%	-3,0%	-3,2%	35%	+1,0	+0,5

Nota: Los países desarrollados (siguiendo la definición del FMI), se destacan con fondo azul, siendo el resto países emergentes. (1) Dependencia de commodities: corresponde al total de exportaciones de commodities sobre el total de exportaciones del país. El indicador es elaborado por Naciones Unidas, y se considera que un país es dependiente de la exportación de commodities si este supera el 60%. (2) Efectividad de Gobierno y Estado de Derecho son indicadores elaborados por el Banco Mundial y fluctúan entre -2,5 (peor) y 2,5 (mejor). Fuente: Arend y Sánchez (2020). Determinantes del riesgo soberano y diferencias entre países desarrollados y emergentes. Nota de Estudios N° 4. CFA.