



INSTITUCIONALIDAD FISCAL: TEORÍA ROBUSTA, PRÁCTICA DÉBIL

SEPTEMBRE 2025

SERIE
INFORME
ECONÓMICO
329

AUTORA: MACARENA GARCÍA A.

ISSN 0717-1536



AUTORA: MACARENA GARCÍA A.

Ingeniero Comercial con mención en economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile y máster en Macroeconomía Aplicada de la misma casa de estudios. Desde abril de 2018 se desempeña como Economista Senior en Libertad y Desarrollo.

CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	4
1. MOTIVACIÓN	6
2. IMPORTANCIA DE LA POLÍTICA FISCAL	8
3. SOSTENIBILIDAD FISCAL	17
4. NIVEL PRUDENTE DE DEUDA EN CHILE	23
5. DEUDA BRUTA O NETA	26
6. OPERACIONES BAJO LA LÍNEA	28
7. PASIVOS CONTINGENTES	35
8. DEUDA CON AVAL DEL ESTADO	38
9. RECOMENDACIONES DE MEJORA INSTITUCIONAL	40
10. CONCLUSIÓN	43
11. ABREVIACIONES	45
12. REFERENCIAS	46

RESUMEN EJECUTIVO

Mantener las cuentas fiscales en orden es un requisito indispensable para que el Estado pueda cumplir oportunamente sus compromisos y asegurar estabilidad macroeconómica. La experiencia internacional demuestra que las crisis fiscales generan costos sociales elevados, particularmente en los sectores más vulnerables. En ausencia de disciplina fiscal, los ajustes necesarios suelen ser abruptos y recaen sobre programas sociales claves, con un impacto directo en la calidad de vida de la población. Además, la pérdida de credibilidad en las autoridades fiscales afecta, entre otros, las decisiones de inversión y consumo, y encarece el acceso al financiamiento externo. En definitiva, una institucionalidad fiscal débil compromete tanto la sostenibilidad del crecimiento económico como la legitimidad de la acción del Estado.

El análisis de sostenibilidad fiscal exige un enfoque intertemporal. No basta con constatar la solvencia ac-

tual —la capacidad de cumplir con las obligaciones inmediatas—, sino que es necesario evaluar si la trayectoria de ingresos, gastos y deuda es viable en el largo plazo. Chile ha sido reconocido internacionalmente por su marco institucional, que incluye la Ley de Responsabilidad Fiscal, el Consejo Fiscal Autónomo, comités de expertos para parámetros estructurales y la regla de balance estructural. Sin embargo, el deterioro observado en los últimos años muestra que estos instrumentos han resultado insuficientes para garantizar disciplina. Entre 2008 y 2028, el país completará 19 de 21 años con déficit estructural, un indicador de la debilidad práctica de la regla frente a presiones políticas y *shocks* externos.

Un aspecto crítico es el nivel prudente de deuda, fijado en torno al 45% del PIB. Superar ese umbral incrementa la probabilidad de *default* y expone al país a rebajas en

la clasificación de riesgo. Hoy, la deuda chilena se ubica peligrosamente cerca de este nivel, con fondos soberanos en mínimos históricos y una política fiscal que ha privilegiado gasto corriente sobre inversión pública de largo plazo. La reducción de recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) en más de un 70% ilustra la falta de espacio para enfrentar contingencias. A ello se suma el aumento de los pasivos contingentes, como garantías al sistema financiero, educación superior y pensiones, que no siempre se reflejan en las estadísticas de deuda bruta pero que comprometen la sostenibilidad futura.

La institucionalidad fiscal enfrenta así un dilema: debe fortalecer las reglas sin rigidizar al punto de impedir la

acción contracíclica del Ejecutivo. Se requiere un equilibrio entre flexibilidad y credibilidad, que permita responder a *shocks* externos, pero sin perder de vista la trayectoria de largo plazo.

En suma, el informe concluye que Chile ha transitado desde un paradigma de solvencia robusta hacia un escenario de sostenibilidad fiscal frágil. El país aún conserva activos institucionales que lo diferencian de economías emergentes, pero la trayectoria actual de gasto, deuda y pasivos contingentes amenaza con erosionar esos logros. En este contexto, recuperar disciplina fiscal no es un ejercicio contable, sino una condición estructural para sostener el crecimiento, la inversión y la confianza en las políticas públicas.

1. MOTIVACIÓN

Mantener las cuentas fiscales en orden es un requisito básico para que el Estado pueda cumplir en tiempo y forma sus compromisos. Las crisis fiscales tienen consecuencias concretas, especialmente para los sectores más vulnerables, y cuando las decisiones no se toman a tiempo, el costo para las personas es mayor ya que:

- i)** frente a restricciones financieras externas, los países se ven forzados a recurrir a ajustes fiscales de magnitud, afectando programas de mayor envergadura, tales como pensiones, educación o salud, con un alto costo social;
- ii)** se reduce la credibilidad en los compromisos adquiridos por la autoridad y hace a la política fis-

cal menos predecible, afectando las decisiones de los distintos agentes económicos, como los consumidores, los inversionistas nacionales y extranjeros, las decisiones de política monetaria, etc.¹;

- iii)** afecta el crecimiento económico;
- iv)** aumenta el costo de la deuda pública al incrementar el riesgo de incumplimiento, lo que consume más recursos fiscales y deja menos espacio para políticas sociales, inversión pública o mejoras en servicios estatales;
- v)** cuando no hay una estrategia fiscal clara se recorta donde duele menos políticamente, pero

1. CFA (2021) Señalización: en un contexto de asimetrías de información, las reglas fiscales contribuyen a una estrategia de señalización para aumentar la transparencia y revelar las preferencias y la planificación fiscal del gobierno a los mercados (Debrun y Kumar, 2007; Marcel, 2019).

más para el desarrollo económico de largo plazo, como en inversión pública en carreteras, puertos, infraestructura productiva, mientras se mantienen gastos corrientes difíciles de justificar. Es más fácil postergar obras que racionalizar la contratación o rediseñar programas. Pero esos recortes afectan el crecimiento y el desarrollo a largo plazo.

Los efectos, macroeconómicos y sociales, de las finanzas públicas tiene efecto no sólo en el corto plazo, sino que principalmente en el mediano y largo plazo. Por tanto, cualquier análisis de las finanzas públicas se debe entender en términos intertemporales. Esto se explica porque los gastos e ingresos públicos hoy no dependen exclusivamente de las actuales decisiones de la autoridad fiscal, sino que también de compromisos legales o contractuales asumidos con anterioridad por el Estado.

En este contexto, una meta de deuda pública no se puede entender como un nivel a no superar en un momento particular (45% del PIB en el fin del período presidencial), sino que se deben evaluar las presiones fiscales de mediano y largo plazo, producto de decisiones tomadas previamente. Para esto, un estudio de sostenibilidad de la deuda pública constituye una herramienta fundamental.

La motivación central de este análisis es comprender de manera cuantitativa cuál es la condición matemática que garantiza la estabilización de la deuda como porcentaje del PIB, y cómo interactúan las variables clave —la tasa de interés de la deuda, el crecimiento nominal de la economía y el saldo primario— en la determinación de la trayectoria de endeudamiento.

El marco teórico utilizado es robusto y ampliamente aceptado en la literatura económica y establece que la deuda pública se estabiliza cuando el superávit primario (ingresos menos gastos sin intereses) alcanza un nivel suficiente para compensar la diferencia entre el

costo del financiamiento y el crecimiento nominal del PIB. De esta manera, el equilibrio fiscal no depende únicamente del superávit primario en términos absolutos, sino también de la relación entre condiciones macroeconómicas y financieras que, en último término, afectan también la demanda por esta deuda.

El caso chileno resulta particularmente interesante en la coyuntura actual. Tras un período prolongado de disciplina fiscal que permitió acumular activos soberanos y mantener bajos niveles de endeudamiento, hace ya más de una década que se viene observando un aumento sostenido de la deuda pública, exacerbado por la respuesta fiscal a la pandemia de COVID-19 y las mayores demandas sociales de gasto público. El ratio deuda/PIB, que hace una década rondaba el 12%, hoy supera el 40%. Este cambio estructural plantea la necesidad urgente de evaluar la sostenibilidad intertemporal de la política fiscal y de cuantificar los riesgos asociados a mantener déficits primarios persistentes.

En este análisis de sostenibilidad surge una dificultad. La información normalmente se utiliza para estimar la evolución de la deuda pública no considera todas las operaciones que eventualmente pueden afectar dicho *stock*. Tal es el caso de las operaciones bajo la línea y de los pasivos contingentes. Considerar estos elementos dentro del análisis da luces de la necesidad de mantener una brecha mayor con el nivel de deuda prudente de forma de dejar espacio a la necesidad de endeudamiento que surge bajo efectos adversos. Por tanto, un recorte permanente del gasto comprometido (fundamentalmente gasto corriente) se hace cada vez más necesario de cara a una política fiscal sostenible y prudente.

Finalmente, se proponen ajustes a la actual institucionalidad fiscal de forma de hacerla más robusta, la cual es necesaria para la sostenibilidad fiscal, pero no suficiente, ya que, para alcanzar finalmente la disciplina fiscal, siempre las autoridades son clave.

2. IMPORTANCIA DE LA POLÍTICA FISCAL

Entre las políticas macroeconómicas con que cuenta un Estado para afectar la economía se encuentran la monetaria, la fiscal, la cambiaria y la comercial. Sin embargo, con la transformación de los bancos centrales en organismos autónomos de la autoridad política y con economías abiertas al mundo, como la nuestra, la política fiscal pasó a ser el principal instrumento de política macroeconómica con que cuentan los gobiernos.

Además de su indiscutido impacto social, la política fiscal también afecta el resultado macroeconómico de una economía. Lo puede hacer tanto a favor de la estabilidad, el crecimiento y, por tanto, del desarrollo, o hacia la inestabilidad, afectando la calidad de vida de las personas. La evidencia justamente avala este punto. Los países en vías de desarrollo se han caracterizado por su poca disciplina fiscal, incurriendo en déficits fiscales persistentes y abultados, alcanzado niveles elevados de deuda pública, alto costo financiero y dificultad para el acceso al mercado financiero.

Este círculo vicioso termina afectando la continuidad de las políticas de gobierno, perjudicando de paso a las personas más vulnerables. Por el contrario, los países desarrollados tienden a presentar el comportamiento opuesto, implementando una robusta institucionalidad, que genera los incentivos adecuados hacia una política fiscal sostenible en el tiempo.

¿Qué efectos macroeconómicos palpables genera una política fiscal responsable? Estos son variados y afectan a todas las personas en mayor o menor grado al:

- i)** hacer más predecible la evolución de las finanzas públicas, beneficiando especialmente a aquellos agentes tomadores de decisiones, incluyendo al Banco Central en sus decisiones de política monetaria;
- ii)** fortalecer el rol contracíclico de la política fiscal, al dotarla de mayor capacidad de respuesta frente a

shocks negativos por acceder a los mercados financieros a bajo costo dado su reducido riesgo de incumplimiento;

iii) reducir las inconsistencias intertemporales², llevando al gobierno a la coherencia en sus decisiones y compromisos fiscales a lo largo del tiempo;

iv) aumentar la credibilidad del gobierno como emisor de deuda internacional, reduciendo el premio por riesgo que debe pagar al emitir;

v) reducir el nivel y la volatilidad de la tasa de interés que enfrentan las familias y las empresas al reducir el riesgo país;

vi) reducir la necesidad de la economía de contar con financiamiento externo para financiar su inversión;

vii) fortalecer la institucionalidad democrática y rendición de cuentas en la gestión de los recursos públicos;

viii) reducir el impacto procíclico de las finanzas públicas en la actividad económica, ya que se independizan las decisiones de gasto del ciclo económico;

ix) aumentar la certeza sobre el financiamiento futuro de todos los agentes, permitiendo disminuir la incertidumbre de aquellos proyectos personales o empresariales de largo plazo;

x) asegurar la sustentabilidad del financiamiento de las políticas sociales facilitando su planificación de largo plazo.

producto de un manejo responsable de las finanzas públicas tienden a sentirse en el corto plazo, mientras que sus beneficios se perciben a mediano y largo plazo, para los países es un desafío lograr establecer y respetar una institucionalidad fiscal que logre efectivamente incentivar a los distintos gobiernos a ser fiscalmente responsables.

Chile entendió hace mucho tiempo este desafío y fue pionero en la implementación de la institucionalidad fiscal — simple en sus inicios y robusta en la actualidad— que busca conducir las finanzas públicas bajo la premisa de “gastos permanentes se financian con ingresos permanentes”. Esta regla de oro de la política fiscal busca asociar el gasto público a los ingresos fiscales que se obtendrían de manera aislada del ciclo económico, lo que se traduciría en ahorros en tiempos de bonanza, cuando aumentan los ingresos transitoriamente, para desahorrarlos durante crisis económicas, sin afectar en el largo plazo la sostenibilidad fiscal.

Fue así como en 1987 se implementó el Fondo de Compensación del Cobre, que administraba los recursos provenientes de las ventas de cobre de Codelco que eran considerados cíclicos según la evolución del precio del metal. Con esta medida se buscaba proteger la economía chilena de la volatilidad del precio de esta materia prima y fomentar al mismo tiempo la estabilidad fiscal. Este fondo dejó de existir como tal en 2006, por mandato de la Ley de Responsabilidad Fiscal³ (LRF), al traspasar sus recursos íntegramente al Fondo de Estabilidad Económica y Social (FEES). Esto, unido a varios otros elementos, como la aplicación de la regla de Balance Estructural (BE), que ha llevado a Chile a destacar internacionalmente en términos del diseño de una institucionalidad fiscal robusta. Este reconocimiento se ha alcanzado luego de innumerables ajustes, principalmente en los últimos 25 años.

Dado que los costos políticos de la contención del gasto

Entre los elementos que se destacan de la institucionalidad

3. Ley 20.128, publicada en 2006 y modificada y complementada en 2025.

fiscal chilena se encuentran:

i) una Ley de Responsabilidad Fiscal: para incentivar a la autoridad respectiva a ser responsable. Esta ley obliga, entre otras cosas, a:

a. autoimponer una meta dual: de balance estructural para cada año de gobierno y de un nivel prudente de deuda bruta de mediano plazo (fin de su administración), a través de un Decreto de Política Fiscal (DPF), donde cada gobierno se compromete con la sostenibilidad fiscal;

b. solo invocar causales excepcionales para el incumplimiento de la meta dual: la sustitución del DPF será excepcional y procederá exclusivamente cuando la administración active una Cláusula de Escape⁴ o invoque otras causales extraordinarias;

ii) un sistema de evaluación y monitoreo de los cerca de 700 programas públicos existentes: para focalizar adecuadamente las ayudas sociales y atender eficazmente a los más vulnerables;

iii) una instancia de transparencia y rendición de cuentas: para que la autoridad fiscal dé cuenta al Congreso del manejo de las finanzas públicas cuatro veces al año, en los Informes de Finanzas Públicas (IFP), y así alcanzar a implementar los ajustes fiscales a tiempo frente a desviaciones de las metas mencionadas;

iv) una institución independiente: el Consejo Fiscal Autónomo (CFA), para supervisar el manejo responsable de la política fiscal;

v) dos comités de expertos independientes: que estiman los parámetros determinantes del nivel de gasto fiscal contenido en cada Ley de Presupuestos (precio del cobre y crecimiento potencial de la economía), para sacar de la contingencia política esta definición;

vi) un Banco Central con autonomía real: del gobierno de turno y con prohibición de financiar directamente al gobierno;

vii) una Contraloría General de la República autónoma: respecto del Poder Ejecutivo y demás órganos de la Administración del Estado para controlar la legalidad de los actos administrativos y resguardar el correcto uso de los fondos públicos;

viii) una Iniciativa Exclusiva del Presidente (IEP): para aquellas materias relacionadas con la administración financiera del Estado, asignando la responsabilidad del manejo de las finanzas públicas al Ejecutivo;

ix) la aprobación anual de la Ley de Presupuestos por parte del Congreso: para asignarle a este último un rol de contrapeso a la IEP;

x) la aprobación por quorum calificado para los préstamos del Estado cuyo vencimiento exceda del respectivo período presidencial: para aumentarle el costo político de inconsistencias en el manejo de las finanzas públicas;

xi) la aprobación por quorum calificado a la participación del Estado en una determinada actividad empresarial y para crear empresas: para aumentarle el costo político de estas intervenciones;

4. La Cláusula de Escape solo se puede invocar ante eventos extraordinarios y transitorios, ajenos al accionar propio de la administración y que ocasionen un deterioro significativo en la actividad económica, el empleo o perjudiquen considerablemente la situación financiera o sostenibilidad económica y/o social del país.

xii) una Ley de Administración Financiera del Estado⁵: que establece el marco legal y los sistemas para gestionar los recursos públicos de manera eficiente y transparente.

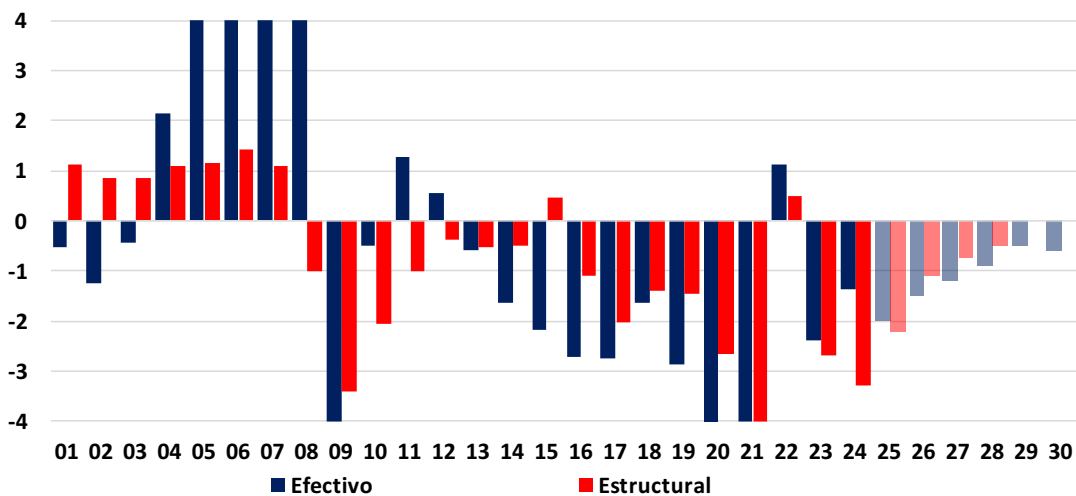
Es posible enumerar otros elementos que complementan esta extensa lista. Sin embargo, lo que llama la atención es que, pese a este andamiaje institucional, al 2028 Chile va a completar 19 de los últimos 21 años —desde 2008— con déficit fiscal estructural, con un promedio de $-1,8\%$ del PIB. En los dos años que hubo superávits, 2015 y 2022, fue el resultado de elementos imprevistos y transitorios, y no por una decisión de política fiscal responsable. En 2015 se registró un BE de $+0,5\%$ del PIB por los cuantiosos recursos provenientes del registro voluntario de bienes o rentas que se encuentran en el exterior producto de la reforma tributaria del 2014; en 2022 también se registró un BE de $+0,5\%$ del PIB por recursos generados por el extremadamente elevado precio del litio. Sin estos elementos extraordinarios, al 2028 habríamos completado 21 años consecutivos de déficits estructurales (Gráfico 1).

Con esta trayectoria no se estaría cumpliendo la regla de oro de las finanzas públicas “gastos permanentes requieren ingresos permanentes”. Esta trayectoria no es de extrañar si desde el 2005, casi ininterrumpidamente, que el gobierno viene aumentando el gasto más de lo que crece la economía (Gráfico 2), reflejando, por un lado, la gran inercia que tiene el gasto público en Chile y, por otro, la dificultad (real y política) de ajustar el gasto público. El desafío de contener la expansión del gasto público ha ido en aumento si además se considera que, a partir del 2012, aproximadamente, que las estimaciones del PIB tendencial se han ajustado a la baja sostenidamente (Gráfico 3).

De esta forma, los indicadores fiscales se han deteriorado sustancialmente entre 2007 y 2024:

- a) el gasto total aumentó 142% real, mientras que los ingresos lo hicieron solo en 49% (Gráficos 4 a 8);
- b) los ingresos provenientes de Codelco se redujeron en 84% ;

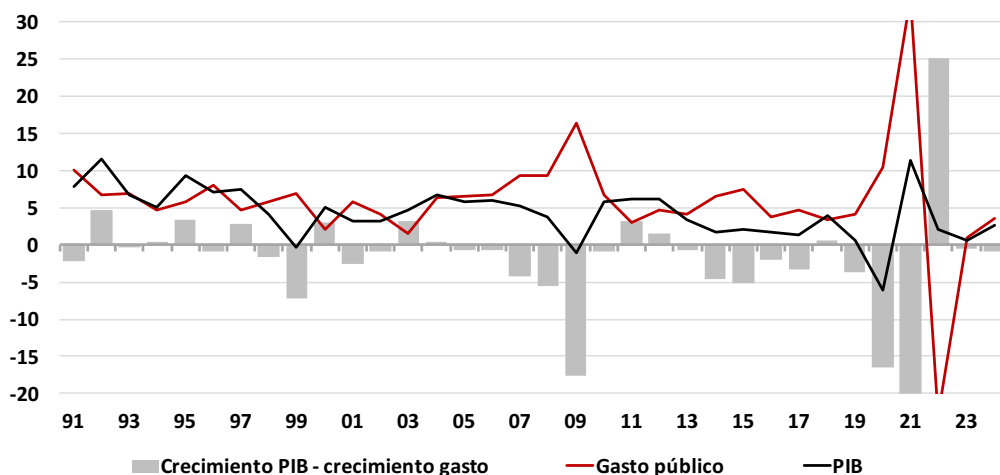
Gráfico 1 Balance del Gobierno Central Total (porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda. Proyecciones 2025-2030 del IFP del tercer trimestre 2025.

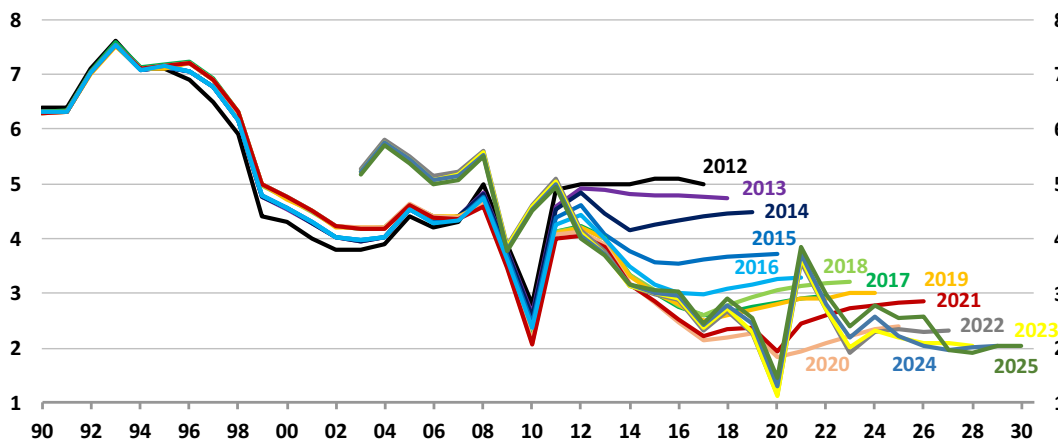
5. Decreto Ley 1.263 (1975). Decreto Ley Orgánico de Administración Financiera del Estado.

Gráfico 2 Crecimiento del gasto público del Gobierno Central Total (variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile y Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Gráfico 3 PIB tendencial (variación anual, porcentaje)



Nota: cada línea representa la estimación de crecimiento del PIB tendencial estimado por el Comité Consultivo del PIB tendencial convocado por el Ministerio de Hacienda en el año que se indica.

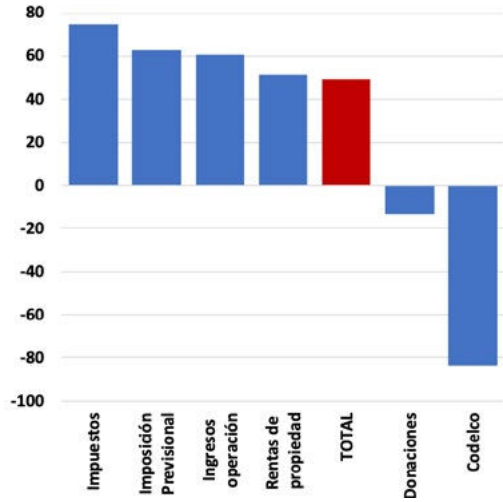
Fuente: elaboración propia en base a información de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

c) el gasto en capital⁶ —aquel que permite aumentar el crecimiento potencial— creció solo 70%, mientras que el corriente lo hizo en 160%;

d) del gasto de capital, el componente de inversión —de decisión directa de la autoridad— solo aumentó 5% en 17 años;

6. Gasto de capital considera el gasto en inversión y el gasto en transferencias de capital.

Gráfico 4 Crecimiento real acumulado entre 2007 y 2024 de los componentes del ingreso (variación anual, porcentaje)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Gráfico 5 Crecimiento real acumulado entre 2007 y 2024 de los componentes del gasto (variación real anual, porcentaje)

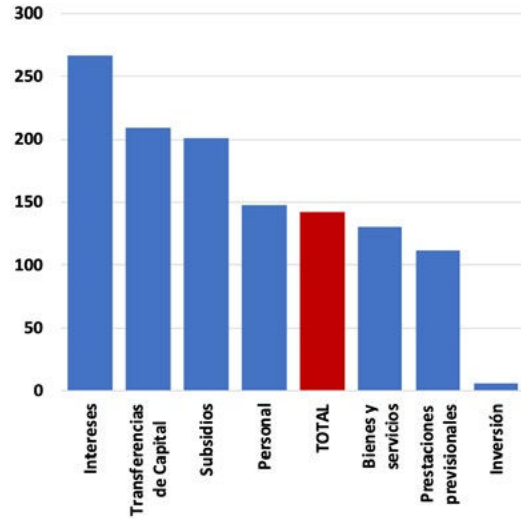


Gráfico 6 Aportes al crecimiento de los ingresos entre 2007-2024 (puntos porcentuales)

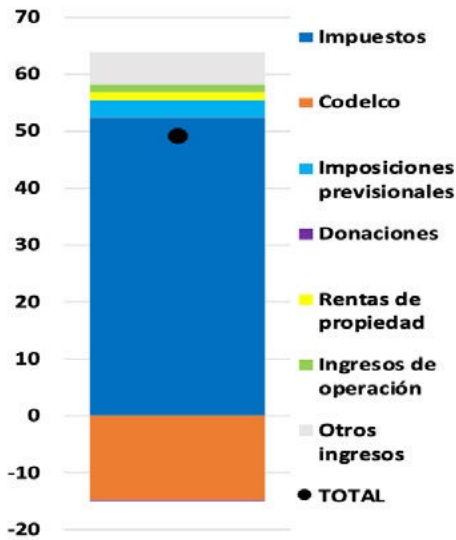
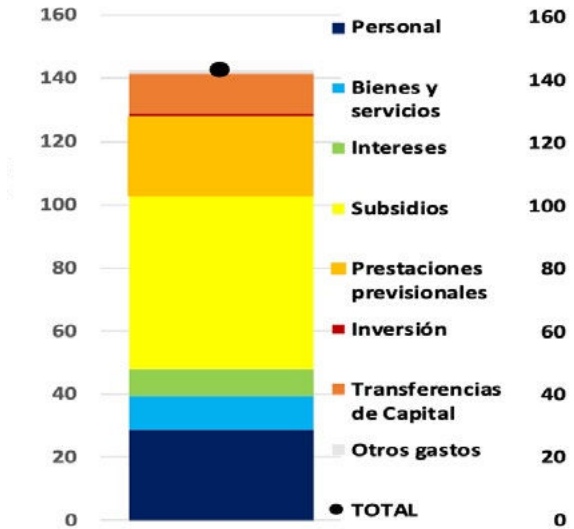
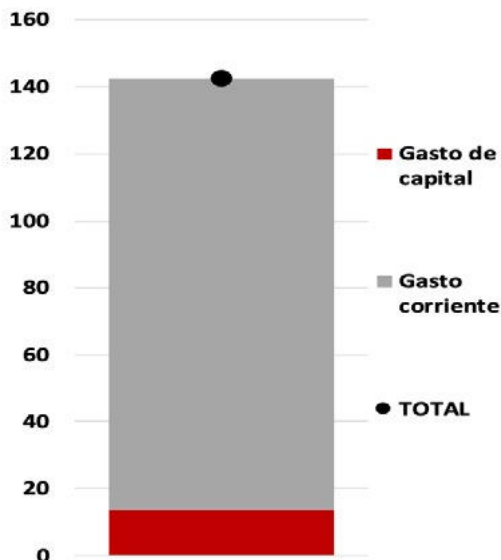


Gráfico 7 Aportes al crecimiento de los gastos entre 2007-2024 (puntos porcentuales)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Gráfico 8 Aportes al crecimiento de los gastos entre 2007-2024 (puntos porcentuales)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

e) del gasto corriente —aquel que presenta más inercia—, destacó el elevado crecimiento del gasto en intereses por 267% y en personal por 148%;

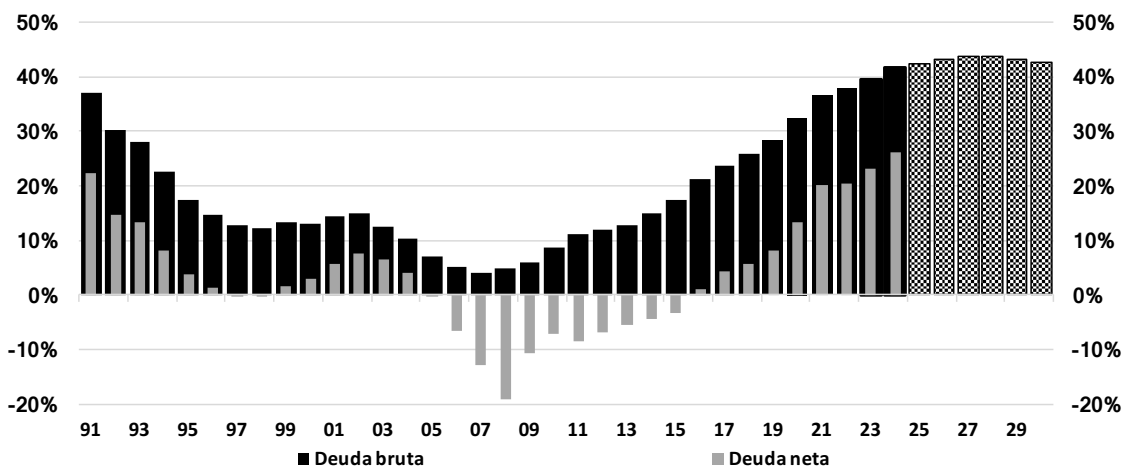
f) la carga por intereses se multiplicó casi por 3, al pasar de destinar 1,9% a 5,6% de los ingresos fiscales a su pago;

g) la deuda bruta pasó de representar el casi 8% al casi 200% de los ingresos fiscales, aumentando del 3,7% al casi 42% del PIB actual (Gráfico 9);

h) los recursos del Fondo de Estabilización Económico y Social se redujeron en 74% en dólares, alcanzando su mínimo histórico, con excepción del 2021 por pandemia (Gráfico 10);

i) la clasificación de la deuda pública se ha reducido en dos ocasiones por parte de las tres principales clasificadoras de riesgo internacional, quedando solo a 3 o 4 *notch*⁷ de perder el grado de inversión (Gráfico 11).

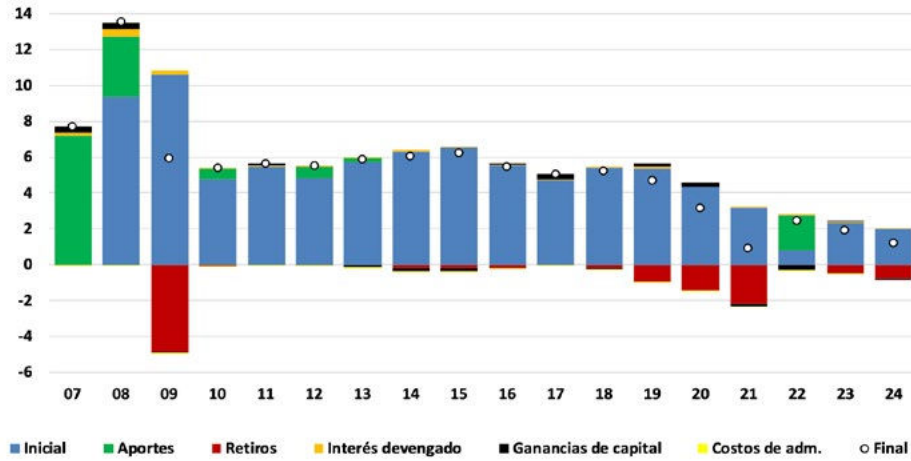
Gráfico 9 Deuda pública del Gobierno Central (porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

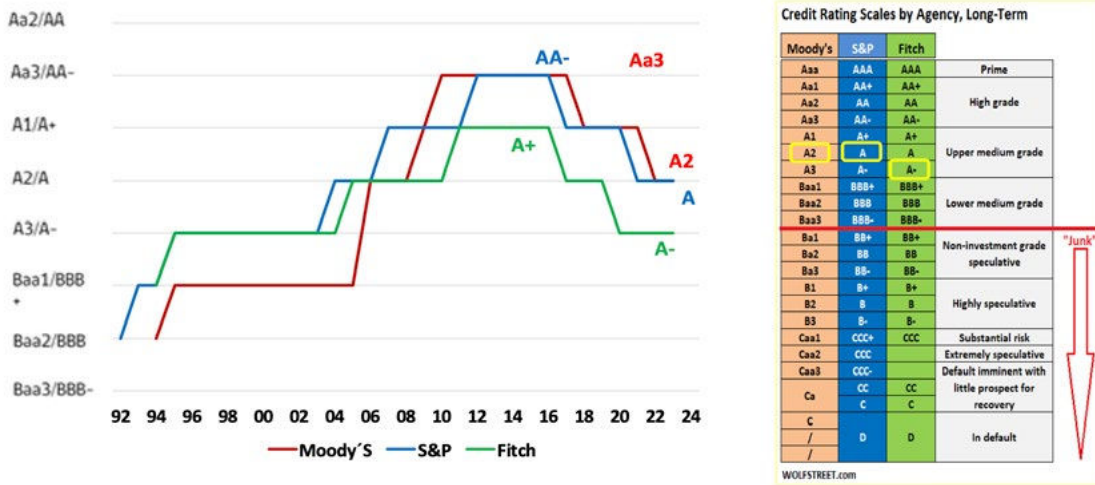
7. En el contexto de las clasificadoras de riesgo, un *notch* (o escalón) representa la diferencia entre dos niveles de calificación crediticia. Las clasificadoras, como Moody's, S&P y Fitch, utilizan esta medida para expresar cambios en las calificaciones de riesgo, indicando si un instrumento de deuda ha mejorado o empeorado en su perfil de riesgo.

Gráfico 10 Fondo de Estabilización Económico y Social (porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Gráfico 11 Clasificación de la deuda soberana chilena



Moody's	S&P	Fitch	Category
Aaa	AAA	AAA	Prime
Aa1	AA+	AA+	High grade
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper medium grade
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non-investment grade speculative
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Highly speculative
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Substantial risk
Caa2	CCC	CCC	Extremely speculative
Caa3	CCC	CCC	Default imminent with little prospect for recovery
Ca	CC	CC	
C	C	C	
/	D	D	In default

Fuentes: Fitch, Moody's y S&P.

Este deterioro transversal de indicadores fiscales evidencia que los avances en la institucionalidad fiscal, por los cuales hemos sido destacados, no han sido suficientes para asegurar un manejo responsable de las finanzas públicas.

Por tanto, urge implementar mejoras en este ámbito en la línea de las propuestas que se plantean más adelante. Sin perjuicio de estas propuestas, también es necesario reconocer que la institucionalidad no puede ser tal que rigidice la

política fiscal y sustituya al poder Ejecutivo en su manejo de la política fiscal. Esta debe establecer un marco y otorgar grados de flexibilidad suficientes de modo que permita al Gobierno de turno tanto implementar su programa de

gobierno, como responder con prontitud y en la magnitud que estime conveniente frente a shocks inesperados. El responsable final del manejo de las finanzas públicas en Chile es el Ejecutivo, no la institucionalidad.

3. SOSTENIBILIDAD FISCAL

La evaluación del manejo responsable de las finanzas públicas exige la utilización de un indicador objetivo. Para este análisis hay dos conceptos relevantes, que pueden estar relacionados, pero no son equivalentes:

a. Solvencia fiscal: se refiere a la capacidad actual del Estado para cumplir con sus obligaciones financieras en el tiempo, es decir, pagar la deuda e intereses sin caer en cesación de pagos. La solvencia se cumple cuando se satisface la restricción presupuestaria intertemporal⁸ del gobierno, esto es, cuando el valor presente de todos los flujos futuros de gasto público, más el valor inicial de la deuda, no supera el valor presente de todos los flujos de ingresos, más el valor inicial de sus activos financieros. Cumplir esta restricción implica que el sector público gasta solo los ingresos que recibe (Juego no Ponzi⁹).

b. Sostenibilidad fiscal: es un concepto más amplio y se refiere a viabilidad de mantener las finanzas sanas en el tiempo. Indica si la trayectoria de ingresos, gastos y deuda es compatible en el largo plazo con mantener las cuentas públicas bajo control. No basta con ser solvente hoy, sino que se busca medir si el país puede mantener esta política fiscal sin mayores correcciones en el balance¹⁰, como aumentos de impuestos, ajustes importantes de gasto, monetización o simplemente *default*. Por tanto, aun cuando hoy la deuda pública sea solvente, el análisis de sostenibilidad exige incluir factores como presiones de gasto futuro.

El primer problema que surge al evaluar la sostenibilidad de las finanzas públicas (o de la deuda) es que no hay una definición exacta —o interpretación única—

8. Es una identidad contable que establece el límite financiero que el gobierno enfrenta a lo largo del tiempo, determinando cuánto puede consumir en el presente y en el futuro, dada la tasa de interés y su flujo total de ingresos y gastos esperados.

9. A esta condición se la conoce también como Juego no Ponzi, que evita que el agente establezca un espiral de endeudamiento por la cual repaga sus deudas con la adquisición de nuevas deudas. Sin esta condición, cualquier patrón de déficit sería sostenible al existir la posibilidad de pedir prestado y pagar los intereses con nuevas deudas.

10. Qué es lo que se considere como correcciones mayores del balance, dependerá de la historia y circunstancias de cada país.

de la sostenibilidad, por lo que tampoco hay una métrica clara y precisa para medirla¹¹. Algunos lo entienden como la convergencia hacia un estado estacionario donde la relación deuda pública/PIB se mantiene constante¹². Esta interpretación surge frente al convencimiento de que existe algún límite de deuda que es consistente con los equilibrios macroeconómicos y que, por tanto, es demandado por los aportantes de fondos. Por tanto, aún cuando la solvencia es una restricción necesaria como punto de partida, no es suficiente para alcanzar la sostenibilidad¹³ debido a las débiles restricciones que impone al comportamiento fiscal, ya que, finalmente, toda restricción presupuestaria ex post se cumple ya sea a través de la monetización, repudio de la deuda, reestructuración de los gastos o aumento de los ingresos.

Un segundo problema que presenta la sostenibilidad, es saber exactamente cuándo la deuda pública deja de ser sostenible. Esta imprecisión es un problema ya que abre espacio para que el gobierno mantenga un gasto fiscal más expansivo que lo debido.

Formalmente la dinámica de la deuda a PIB se puede expresar como:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1 + i)B_{t-1} - S_t}{Y_t}$$

Donde:

B_t: deuda bruta al final del período t

i: tasa de interés nominal de la deuda

S_t: superávit primario del gobierno en t (si es negativo, es déficit primario)

Y_t: PIB nominal del período t

De esta relación se concluye que la razón deuda/PIB aumenta (disminuye) respecto del año previo si se in-

crementa (reduce) la tasa de interés, si la economía crece más lento (rápido) o si disminuye (aumenta) el superávit fiscal primario¹⁴, ya sea por la vía de mayor recaudación o de menor gasto distinto al pago de intereses. De acuerdo al Fondo Monetario Internacional¹⁵, la sostenibilidad fiscal se entiende cuando el balance primario necesario para estabilizar la deuda es económica y políticamente viable, de modo que el nivel de deuda sea compatible con un riesgo de financiamiento aceptablemente bajo y con la preservación del crecimiento potencial a un ritmo satisfactorio.

Si definimos todas las variables como porcentaje del PIB nominal se tiene:

$$b_t = \frac{1 + i}{1 + g_n} b_{t-1} - s_t$$

Donde:

g_n: crecimiento del PIB nominal

La deuda se estabiliza cuando $b_t = b_{t-1} = b^*$, lo que deja al superávit primario como:

$$s = \left(\frac{i - g_n}{1 + g_n} \right) b^*$$

Bajo el supuesto de que i y g_n son pequeños la condición matemática para estabilizar la deuda pública como porcentaje del PIB se llega a:

$$b_t = \frac{1 + i}{1 + g_n} b_{t-1} - s_t$$

Este resultado se puede interpretar como:

- Si la tasa de interés de la deuda (i) es mayor que

11. Para mayor discusión ver Chalk et al. (2000).

12. Blanchard (1990) y Blanchard et al. (1990). Para un análisis y evaluación de estos indicadores, véase también Horne (1991).

13. Ver Horne (1991).

14. Superávit fiscal primario corresponde a los ingresos menos los gastos sin intereses.

15. FMI (2013) y FMI (2020).

el crecimiento nominal del PIB (g_n), se necesita un superávit primario positivo proporcional a la deuda para estabilizarla.

- Si la tasa de interés de la deuda (i) es menor al crecimiento nominal del PIB, la deuda puede estabilizarse (incluso reducirse) con superávit primario nulo o incluso con un pequeño déficit.

La anterior relación muestra que, para cumplir con la solvencia fiscal y estabilizar la deuda pública, el superávit primario deberá ser mayor (menor):

- mientras mayor (menor) sea la relación deuda/PIB objetivo;
- mientras mayor (menor) sea la tasa de interés a pagar por la deuda (nacional o externa);
- mientras mayor (menor) sea el tipo de cambio, ya que se elevan los intereses a pagar por la deuda;
- mientras menor (mayor) sea la tasa de crecimiento esperada de la economía.

Esta condición no le asigna un status de optimalidad (nivel deseado) a la deuda pública, ya que esta más bien depende de la voluntad (demanda) de los diversos inversionistas, lo que depende, a su vez, de la percepción que ellos tengan de la capacidad financiera del gobierno de honrar sus compromisos en el futuro. La condición anterior permite, más bien, analizar la consistencia entre el objetivo de política (superávit primario) dada la tasa de interés doméstica, la tasa de interés externa, el tipo de cambio real y la tasa de crecimiento del PIB.

En un ejercicio simple, si se aplica esta condición a Chile, suponiendo con datos recientes tales como:

- Deuda bruta Gobierno Central en 41,7% del PIB (cierre del 2024).

- Rendimiento de referencia (bono soberano 10 años) = 5,6% (últimos meses del 2025) como *proxy* del costo medio efectivo de la deuda (*Trading Economics*).

- Proyecciones del 2025: crecimiento real = 2,0% e inflación = 4,4% (IMF/WEO) por lo que crecimiento nominal se obtiene como el crecimiento real más la inflación ($g_n \approx g + \pi$) = 6,4%¹⁶.

$$i - g_n = 0.056 - 0.064 = -0.008$$

$$s \approx -0.008 \times 0.417 = -0.003336 \approx -0,33\% \text{ del PIB}$$

Por lo tanto, con estos supuestos Chile podría estabilizar una deuda cercana a 41,7% del PIB con un déficit primario estable en torno a -0,33% del PIB.

Un ejercicio de sensibilidad sencillo muestra que si el gobierno mantuviera permanentemente un déficit primario de -1% del PIB, similar al, en promedio, obtenido en los últimos 17 años, la deuda pública convergería, todo lo demás constante, a aproximadamente 133% del PIB. Hay que mencionar que, aun cuando este resultado es matemáticamente correcto con los supuestos utilizados, en la práctica, antes de llegar a esos niveles de deuda, sin duda cambiarían las tasas, habría ajustes fiscales, inflación y crecimiento distinto, reestructuraciones, etc.

Sin embargo, este ejercicio nos muestra que el actual nivel del déficit fiscal (promedio de -1,8% del PIB) no es consistente con una razón deuda bruta a PIB de 45%, ya que la deuda como porcentaje del PIB aumentaría, superando el 100%. Por tanto, el actual déficit estructural de -1,8% promedio no puede mantenerse.

16. Técnicamente $g_n = (1+g)(1+\pi) - 1$, donde g es al crecimiento real de la actividad y π es la inflación, pero se asume que πg es insignificante, pero se asume que πg es insignificante.

Es importante destacar que este resultado (133%) muestra lo potente que es el efecto del déficit persistente: un déficit primario de sólo -1% del PIB que se mantiene indefinidamente, puede llevar a niveles de deuda muy altos, a menos que el crecimiento nominal (g_n) sea mucho mayor que la tasa de interés efectiva (i) de la deuda o que se modifique el saldo primario (s).

Por otro lado, cuando el crecimiento nominal del PIB (g_n) es similar a la tasa de interés (i) la deuda no converge a un valor finito con un déficit permanente, sino que tiende a explotar. En la práctica eso se traduce en la necesidad de ajustes fiscales, renegociación de deuda o cambios en las condiciones macro (crecimiento, inflación, tipo de cambio).

Algunos elementos adicionales a considerar en la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública son:

- **Nivel de deuda:** sin perjuicio del análisis previo, en este punto es necesario aclarar que el solo hecho de mantener una relación estable de la deuda respecto del PIB no implica necesariamente que esta sea sostenible, ya que el nivel de deuda que el mercado esté dispuesto a absorber no depende solo de la voluntad de la administración de turno, sino que de la disposición de los inversionistas (nacionales y extranjeros) a adquirirla, la cual depende, a su vez, de la percepción que estos inversionistas tengan sobre la real capacidad del gobierno para cumplir con sus compromisos financieros. Por tanto, el nivel límite de la deuda —entendido como aquel nivel máximo al que los inversionistas tienen completa certeza de que se honrará— puede diferir entre países dado distintos elementos idiosincráticos que afectan el premio por riesgo de cada país. Sin duda los determinantes del límite de la deuda en los países en desarrollo son distintos a los de emergentes como

Chile. Así, cada país debe estimar su propio nivel límite de la deuda. Por tanto, una institucionalidad fiscal robusta debe considerar un análisis técnico sobre la relación deuda a PIB que los mercados están dispuestos a absorber al menor costo posible.

- **Cobertura del sector público:** la restricción presupuestaria que debe atender el sector público considera tanto la deuda, como los activos financieros ya que estos últimos pueden ser usados para financiar los pasivos. Por tanto, la condición correcta de estabilización de la deuda como porcentaje del PIB se debe referir a la deuda neta (pasivos menos activos) y no solo a la bruta.

- **Cobertura de la deuda pública:** en el entendido que la sostenibilidad fiscal busca estabilizar la deuda en un nivel, es necesario, entonces, analizar todos aquellos elementos que pueden afectar dicha estabilización, es decir, aquellos que pueden requerir financiamiento y, por tanto, aumentar la deuda.

En términos generales, se relaciona las necesidades de financiamiento al resultado del balance efectivo. Sin embargo, este no es el único que requiere de financiamiento. Hay otros desembolsos que no están considerados en el balance, pero que igualmente pueden requerir de financiamiento, afectando finalmente la sostenibilidad de la deuda pública. Tal es el caso, por ejemplo, de los pasivos contingentes —explícitos e implícitos— o de los otros requerimientos de capital.

Es por la existencia de estas otras necesidades de financiamiento que la autoridad de la época (2001) definió la meta inicial del BE en +1% del PIB, de forma de acumular activos para financiar¹⁷: i) el déficit operacional y el patrimonio negativo del Banco Central producto del rescate

17. Rodríguez et al. (2006).

de la banca privada en los años ochenta y de la política cambiaria de los años noventa; ii) los pasivos contingentes relacionados principalmente con la garantía estatal de pensiones mínimas y asistenciales; y iii) las potenciales limitaciones al endeudamiento externo dada la existencia de vulnerabilidades externas asociadas a descalces cambiarios.

En consecuencia, respetar niveles de deuda prudentes definidos solo para el Gobierno Central no es suficiente para asegurar sostenibilidad fiscal, ya que es necesario reconocer los pasivos contingentes como una partida de deuda y las operaciones bajo la línea como necesidades de financiamiento (Fuentes et al., 2022 y Polackova, 1999).

Al respecto, Polackova (1999) resume ilustrativa-

mente los riesgos a los cuales se ven enfrentadas las finanzas públicas y que deben ser consideradas explícitamente en el análisis, en la siguiente matriz.

• **Institucionalidad chilena:** entre los cuatro pilares que sustentan nuestro desarrollo social y económico se encuentra la responsabilidad fiscal. Reconociendo la importancia de este pilar en nuestra historia es que nuestra actual institucionalidad considera la sostenibilidad fiscal entre sus objetivos al establecer, por exigencia de la LRF¹⁸, que toda nueva administración se pronuncie explícitamente¹⁹ las metas de BE por cada año de gobierno y un ancla de deuda bruta como porcentaje del PIB para el período de su administración.

Valorando esta obligación, un problema que

Matriz del riesgo fiscal		
Pasivos	Directos (Obligación en cualquier caso)	Contingentes (Obligación si ocurre un hecho determinado)
<i>Explícitos</i> Pasivos del Estado establecidos por ley o por contrato	<ul style="list-style-type: none"> • Deuda soberana externa e interna (préstamos contraídos y valores emitidos por el gobierno central). • Gastos presupuestarios. • Gastos presupuestarios a largo plazo estipulados por la ley (sueldos y pensiones de los funcionarios públicos). 	<ul style="list-style-type: none"> • Garantías del Estado para la deuda y obligaciones no soberanas contraídas a favor de niveles inferiores de gobierno y entidades de los sectores público y privado (bancos de desarrollo). • Garantías generales del Estado para diversos tipos de préstamo (préstamos hipotecarios, préstamos para educación, préstamos agropecuarios, préstamos a pequeñas empresas). • Garantías comerciales y cambiarias ofrecidas por el Estado. • Garantías del Estado a la inversión privada. • Sistemas de seguros del Estado (seguros de depósitos, ingresos de los fondos de pensiones privados, seguros de cosechas, seguros contra inundaciones, seguros contra riesgos de guerra).
<i>Implícitos</i> Obligación moral del Estado, que refleja presiones del público o de otros grupos	<ul style="list-style-type: none"> • Futuras pensiones estatales (diferentes de las pensiones de los funcionarios públicos), en caso de no estar contempladas por la ley. • Mecanismos de seguridad social, en caso de no estar contemplados por la ley. • Financiamiento de la atención médica futura, en caso de no estar contemplado por la ley. • Futuros costos recurrentes de inversiones públicas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Incumplimientos de los niveles inferiores de gobierno o entidades de los sectores público o privado en el pago de deudas y otras obligaciones no garantizadas. • Absorción de los pasivos de las entidades que se privatizan. • Quiebras de bancos (respaldo adicional al que ofrecen los seguros del Estado). • Quiebras de fondos de pensiones, fondos de empleo o fondos de la seguridad social no garantizados (protección al pequeño inversionista). • Incumplimiento del banco central en sus obligaciones. • Rescates a raíz de un cambio de sentido de las corrientes de capital privado. • Recuperación ambiental, socorro en casos de catástrofe, financiamiento de gastos militares.

Fuente: Polackova (1999).

18. Ley 20.128 del 2006, modificado y publicado en 2025.

19. Para esto, la nueva administración debe dictar un Decreto de Política Fiscal dentro de los noventa días siguientes a la fecha en que asuma sus funciones.

surge al establecer un límite de deuda a final del período de cada administración, es que no contiene una visión intertemporal de las finanzas públicas. No reconoce que el resultado fiscal de un año particular está vinculado con los de otros años a través de: el financiamiento de los balances fiscales; el pago de intereses futuros por la deuda pasada; los gastos e ingresos actuales establecidos por ley aprobados en años previos; efectos en ingresos o gastos producto de cambios en las tendencias demográficas no consideradas en los actuales niveles de déficit y deuda, etc. Por tanto, desequilibrios fiscales sistemáticos, como es en el caso de Chile, se tradu-

cirán en presiones futuras de gastos en intereses.

Adicionalmente, aunque el establecimiento de la deuda prudente por parte de cada gobierno es un gran avance respecto de nuestra regulación previa, donde no había pronunciamiento alguno, el que cada nueva administración modifique el nivel de deuda prudente reduce su rol de ancla de la política fiscal²⁰. Por tanto, sería conveniente incluir la exigencia de una justificación técnica en la determinación de cada nivel prudente de forma que este se tienda a sociabilizar y, eventualmente, a estabilizar el nivel en el tiempo y trascienda las distintas administraciones.

20. Para mayor análisis ver CFA (2025).

4. NIVEL PRUDENTE DE DEUDA EN CHILE

Como ya se mencionó, la sostenibilidad fiscal no solo consiste en estabilizar la deuda pública como porcentaje del PIB, sino que también en no superar el límite de deuda que genera dificultades fiscales por la alta probabilidad de entrar en default (CFA, 2021).

“Un concepto distinto es el nivel prudente de deuda. Este corresponde a un nivel de relación deuda neta a PIB que asegura, en un entorno en que se producen shocks estocásticos, que con una alta probabilidad el límite de deuda no sea alcanzado. En otras palabras, asegura con alta probabilidad la sostenibilidad de las finanzas públicas en el tiempo. La distancia entre el nivel prudente de deuda y el límite máximo se denomina margen de segu-

ridad. A medida que este margen se reduce, la probabilidad de default se incrementa y viceversa. Como es claro, el nivel prudente de deuda está estrechamente ligado al límite de deuda. De esta forma, si el límite se modifica, también existirían cambios en el nivel prudente. Adicionalmente, aun cuando el límite de deuda sea fijo, el nivel prudente de deuda puede cambiar si es que la economía se ve enfrentada a shocks que, en promedio, son más adversos” (Caputo et al., 2021). Por tanto, el nivel prudente de deuda es menor al límite de deuda y sería el ancla que guía la gestión de las finanzas públicas.

Para efectos de la sostenibilidad de la deuda, el beneficio de establecer un nivel prudente de esta es que obliga a

considerar —y limitar— todas las necesidades de financiamiento que tiene un gobierno en un año determinado de forma de no sobrepasar este nivel prudente. Este beneficio no se genera cuando solo se imponen objetivos de gasto, balance efectivo o balance estructural.

Por otro lado, usar “el nivel de deuda también tiene la ventaja que evita tener que hacer estimaciones de producto potencial y precio del cobre de largo plazo. En efecto, en este caso la discrepancia que se produciría por un producto potencial distinto al efectivo es de segundo orden, y no de primero como en el caso de los flujos” (Vergara, 2002).

Finalmente, frente a la complejidad metodológica, a la falta de información y transparencia, y a la pérdida de credibilidad de las reglas de gasto o de balance, un nivel prudente de deuda como ancla tiene el beneficio de que es de fácil comunicación y verificación, lo que aumenta la rendición de cuentas de los gobiernos y el costo político de incumplimiento.

En Chile, la LRF exige que cada nueva administración decrete un nivel prudente de deuda para el final de su período. Este nivel es prudente porque asegura una distancia razonable respecto a niveles de deuda pública que llevan con una alta probabilidad a la insolvencia²¹⁻²².

En su estudio para Chile encargado por el CFA, Caputo et al. (2022) realiza una estimación del nivel prudente

de deuda, coherente con: el nivel de los fondos soberanos, las metas de BE, el *spread* de tasas, las probabilidades de *default* y el gasto fiscal²³. El estudio determina que bajo ciertos supuestos²⁴, el nivel prudente de deuda bruta coherente con un 0% de probabilidad de *default* es de 45% del PIB, con 1% de probabilidad aumenta a 48,9%, con 5% y 10 % se incrementa a 51,1% y 53,1% de probabilidades de *default*, respectivamente. A modo de umbral, el FMI sugiere que un valor prudente no debería sobrepasar el 15% de probabilidad de *default*²⁵.

Con todo, este nivel prudente debe ser interpretado como un techo recomendado y no como una meta a la cual hay que converger. Ello porque la literatura muestra como las reglas fiscales (tanto de balance, como de deuda) tienden a ejercer un efecto de imán, es decir, que se observa la “propensión a cumplir con el valor señalado en la meta independiente de que, “sobre cumplir” o “sub cumplir” con este valor sea socialmente preferible. Por ejemplo, si la meta de un gobierno es alcanzar un déficit y, sin embargo, las condiciones económicas permiten alcanzar un superávit, el efecto imán induciría a cumplir con la meta de alcanzar un déficit, pese a que pudiera ser socialmente preferible alcanzar un superávit²⁶”.

Es importante también mantener una distancia con el límite de deuda, ya que la deuda efectiva como porcentaje del PIB, a diferencia del balance estructural, está influida por la evolución cíclica de las variables macroeconómicas (como el PIB, precio del cobre, tipo de cam-

21. Al ser nivel prudente de deuda el cual mantiene una distancia razonable respecto a niveles de deuda pública que llevan con una alta probabilidad a la insolvencia, es menor al límite de deuda entendido como el umbral de deuda que genera dificultades fiscales por la alta probabilidad de no pago, restricciones de acceso al financiamiento en los mercados o inestabilidad macroeconómica (CFA, 2021).

22. CFA (2021).

23. La metodología considera un modelo práctico de equilibrio general que, en forma conjunta, obtiene los niveles de deuda prudente, fondos soberanos, *spread*, probabilidad de *default* y gasto fiscal.

24. Asume una economía caracterizada por: fondos soberanos de 6,8% del PIB, *spread* de 180 puntos base, deuda neta a PIB de 31,7% y nivel de gasto público a PIB de 26%.

25. Debrun et al. (2018).

26. Carrasco et al. (2022).

bio, tasas de interés, relación de monedas, entre otras), que inciden en su nivel. Por tanto, esta brecha debe considerar cambios imprevistos y considerables en estas variables. Adicionalmente, también se requiere mantener una distancia del límite, ya que las proyecciones de escenarios macroeconómicos de mediano plazo muy optimistas (pesimistas) por parte de la autoridad fiscal,

aminorarían (expandirían) la relación deuda/PIB, generando espacio para establecer metas de balance estructural menos (más) exigentes. Asimismo, proyecciones de apreciación (depreciación) del tipo de cambio también generan un mayor (menor) espacios para establecer metas menos (más) exigentes de balance estructural dado un mismo nivel de deuda neta.

5. DEUDA BRUTA O NETA

La sostenibilidad fiscal considera cumplir los compromisos en tiempo y forma, sin grandes ajustes. La deuda no es el único elemento que afecta la sostenibilidad, también lo son los activos financieros, principalmente por dos motivos. Por un lado, porque para cumplir con los compromisos de gasto, además de los ingresos del período, se puede utilizar deuda y también activos. Es por esto que los activos también son parte de la restricción presupuestaria intertemporal. Más aun, transitoriamente se puede contener el incremento de la deuda a expensas de la liquidación de los activos financieros, afectando de igual forma la estabilidad de las finanzas públicas. Por otro, contar con activos financieros es una medida prudente en sí misma frente a restricciones al financiamiento que un país puede experimentar producto de crisis económica (interna o externa) o, simple-

mente, por consideraciones de conveniencia financiera. Por tanto, la variable relevante para el análisis de sostenibilidad debiera ser la posición neta del gobierno — diferencia entre el total de activos y el total de pasivos financieros— y no la bruta.

La literatura especializada confirma a la deuda neta como ancla de la política fiscal²⁷, más aún cuando hay estadísticas confiables de estos activos. En el mismo sentido van las recomendaciones del CFA²⁸. En este contexto, surge la duda respecto de qué activos considerar, ya que algunos de ellos no pueden ser valorados o que no son fácilmente liquidables. Al respecto, Debrun et al. (2018) plantean que sólo los activos que cumplan los siguientes cuatro criterios pueden ser considerados en la medición de deuda neta:

27. Wyplosz (2018 y 2019) y Debrun et al. (2018).

28. CFA (2023).

1. Control: el gobierno debe ser capaz de vender los activos si es necesario;

2. Liquidez: el gobierno debe ser capaz de vender los activos lo más rápido posible, sin un castigo respecto a su valor;

3. Valorización adecuada: debe ser posible valorar los activos de forma precisa y regular, para asegurarse que la deuda neta refleje los riesgos para la sostenibilidad fiscal; y,

4. Valorización oportuna: debe ser posible actualizar la valuación de los activos al final de cada año fiscal.

En el caso de Chile, los activos financieros considerados en el cálculo de la deuda neta del Gobierno Central²⁹ corresponden a los activos financieros compuestos por las inversiones de:

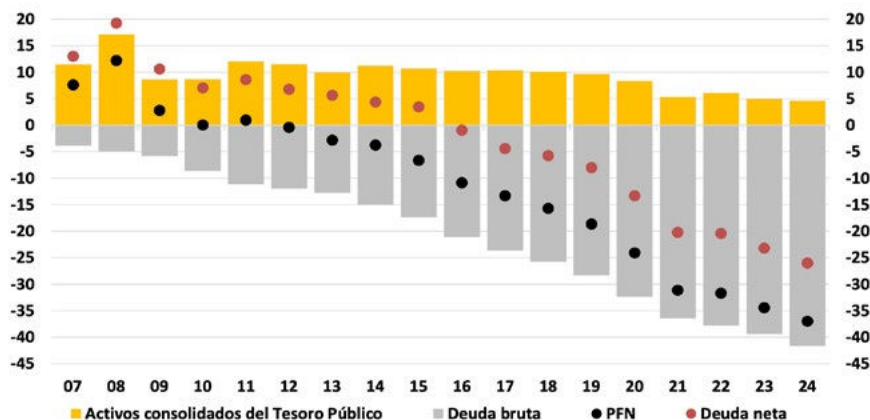
- **Tesoro Público en:** Fondos Soberanos (Fondo de Estabilización Económico y Social y Fondo de Reserva de Pensiones); Otros activos del Tesoro Público (excedentes estacionales de caja del Teso-

ro Público); Fondo para la Educación; Fondo de Diagnósticos y Tratamientos de Alto Costo; Fondo de Apoyo Regional; otras líneas de activos de otras reparticiones del Gobierno Central.

- **Otras Inversiones en:** cuentas corrientes de las distintas reparticiones pendientes de ejecución; acciones y participaciones de capital (capitalizaciones históricas del Fisco en empresas públicas); inversiones a corto plazo de las distintas reparticiones, distintas a las del Tesoro Público (destaca la porción de cartera de Créditos con Aval del Estado (CAE) que debió adquirir el Fisco); préstamos (de asistencia social, hipotecarios, pignoratícios, etc.).

Por tanto, cumpliendo las condiciones antes mencionadas, para determinar el endeudamiento real y su capacidad de financiar sus pasivos mediante sus activos líquidos, se debe utilizar la Posición Financiera Neta (PFN) —inversiones del Tesoro Público menos deuda bruta— y no la deuda neta —activos financieros menos deuda bruta— del Gobierno Central (Gráfico 12). Usar la PFN muestra un menor grado de sostenibilidad de la deuda que usando la deuda neta.

Gráfico 12 Deuda neta y Posición Financiera Neta del Gobierno Central (porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Hacienda.

29. Esta deuda se informa trimestralmente en el Informe de Estadísticas de la Deuda Pública del Ministerio de Hacienda.

6. OPERACIONES BAJO LA LÍNEA

Las Operaciones Sobre la Línea, es decir, aquellas que afectan la medición del balance global, son aquellas transacciones que modifican la situación patrimonial del sector público. Las Operaciones Bajo la Línea (OBL), en tanto, representan operaciones de financiamiento que modifican los activos financieros y pasivos del Gobierno Central y, a su vez, financian los movimientos sobre la línea. Estas operaciones no afectan el patrimonio neto del Estado, ya que son cambios de las composiciones de la cartera y no del monto de esta, por lo que no afecta el balance. Las OBL se pueden descomponer entre las transacciones que tienen efectos de política pública — Otros Requerimientos de Capital (ORC)— y aquellas realizadas para gestionar liquidez (Dipres, 2025).

En el caso de los ORC, estos tienen una contrapartida en necesidades de recursos que no se reportan como gas-

to en el balance presupuestario, pero sí tienen un efecto sobre la deuda del Gobierno Central, afectando la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si a esto le sumamos que estos montos pueden ser relevantes, como es en el caso de Chile, debiesen ser considerados de forma explícita en las distintas evaluaciones de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

De acuerdo a estimaciones del CFA, los ORC han tenido un impacto significativo en las finanzas públicas en la última década al representar 1,6% del PIB promedio anual, confirmando la importancia que han tenido estas transacciones en la evolución de la deuda pública. Por tanto, en el análisis de la sostenibilidad fiscal se debe tomar en consideración estas transacciones, más aun si son utilizadas para soslayar restricciones fiscales, como podría ser en el caso de Operaciones Cuasifiscales, don-

de se capitaliza una empresa estatal (bajo la línea) y al mismo tiempo se retiran utilidades de dicha empresa (ingreso sobre la línea), aumentando artificialmente el balance efectivo.

En Chile los ORC consideran las siguientes operaciones, las que requieren financiamiento: i) bonos de reconocimiento (subtítulo 23); ii) adquisición de activos financieros (subtítulo 30); iii) préstamos (subtítulo 32); y iv) amortizaciones (subtítulo 34).

i) Bonos de reconocimiento:

Este gasto se contabiliza bajo la línea, ya que representa la extinción de un pasivo financiero del Estado con los trabajadores que cotizaron en el sistema antiguo de pensiones y se traspasaron al sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones. Consiste en un monto de dinero entregado por el Estado a estos trabajadores que se paga al momento de pensionarse.

El gasto anual en Bonos de Reconocimiento muestra una tendencia decreciente a partir del 2010, llegando

a casi \$200.000 millones en 2024 (US\$212 millones o 0,06% del PIB) (Gráfico 13).

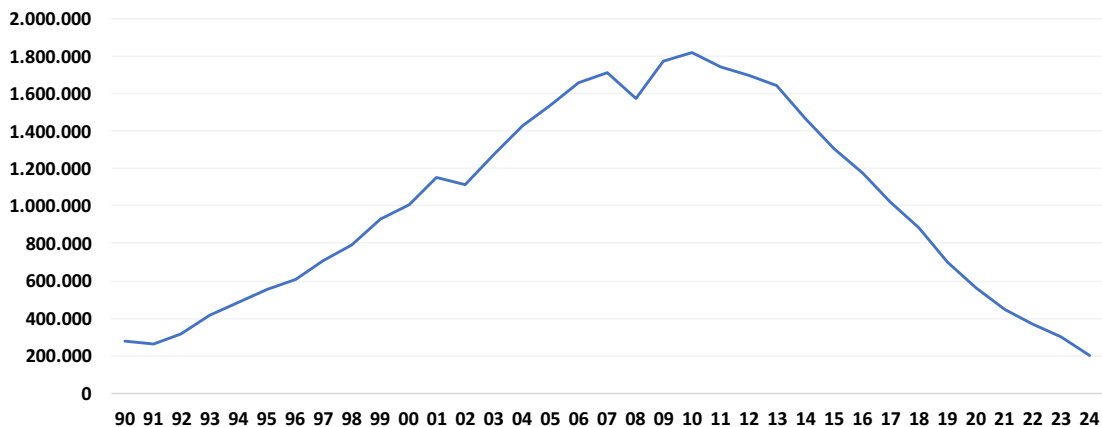
ii) Adquisición de activos financieros (AAF):

Corresponden a transacciones asociadas a la compra de valores mobiliarios e instrumentos financieros que no hayan sido liquidados, vendidos o rescatados al 31 de diciembre de cada año. Se excluyen aquellas adquisiciones incluidas en el ítem 01 Compra de Títulos y Valores de la Partida 50 del Tesoro Público, debido a que estas transacciones en específico corresponden a operaciones asociadas a la gestión de la liquidez del sector público, por lo que no constituyen una necesidad de financiamiento propiamente tal, sino que una herramienta de administración financiera.

La AAF se compone de:

- **Compra de títulos y valores excluyendo Tesoro Público (3001):** bonos y otros instrumentos financieros, tales como depósitos a plazo,

Gráfico 13 Gasto en bonos de reconocimiento (millones de pesos del 2024)



Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

pactos de retrocompra, cuotas de fondos mutuos, bonos o pagarés, letras hipotecarias, entre otros de naturaleza similar.

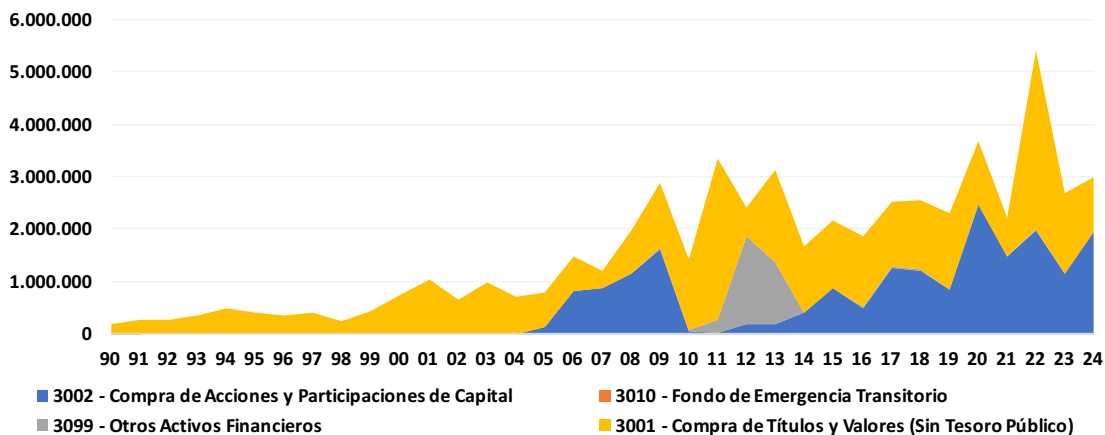
- **Compra de acciones y participaciones de capital (3002):** gastos por aportes de capital de carácter no reintegrable, efectuados de manera directa o mediante la adquisición de acciones u otros valores representativos de capital, tanto a empresas públicas o privadas nacionales, como a organismos e instituciones internacionales.
- **Fondo de Emergencia Transitorio (3010):** reserva de dinero temporal, creada por ley para financiar gastos extraordinarios y urgentes en respuesta a una crisis específica.
- **Otros Activos Financieros (3099):** adquisición de activos financieros no incluidos en las categorías anteriores.

Entre las transacciones que destacan en la AAF están: aportes de capital al Banco Central entre 2006 y 2008;

los aportes para ampliar el patrimonio del Fondo de Garantía para los Pequeños Empresarios (FOGAPE) en los años 2009, 2014, 2020 y 2021; las contribuciones como socio de organismos internacionales de crédito y de desarrollo multilateral como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (AIIB), la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) – BID Invest, y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF); los aportes al Fondo Plurianual para las Capacidades Estratégicas de la Defensa entre el 2020 y el 2024; aportes extraordinarios de capital al Fondo de Garantía Estatal (FOGAES) en 2023 y 2024.

Al 2024 las AAF alcanzaron a 1% del PIB (US\$3.179 millones). La mayor parte del gasto en AAF se concentra en la Compra de Títulos y Valores (sin incluir Tesoro Público). Los aumentos específicos en el ítem Compra de Acciones y Participaciones de Capital, por la capitalización o inversión directa del Estado. Por otro lado, el gasto en Otros Activos Financieros corresponde a respuestas ante emergencias o necesidades financieras excepcionales. Finalmente, el Fondo de Emergencia

Gráfico 14 Componentes de la adquisición de activos financieros (millones de pesos 2024)



Nota: excluye ítem 3001 Compra de Títulos y Valores de la Partida del Tesoro Público.
Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

Transitorio no presenta ejecución de recursos, ya que la ejecución se realiza a través de los subtítulos correspondientes, según el objeto del gasto (Gráfico 14).

Un elemento que requiere especial atención es la necesidad de capitalizar las empresas públicas, especialmente a partir del 2015 (Gráfico 15). Destaca METRO como una empresa que recibe recursos sostenidamente, dados sus elevados costos de inversión; y BancoEstado (BECH), en 2022 y 2024, por la aplicación de Basilea III. Así, al 2024 la capitalización de las empresas públicas alcanzó a 0,3% del PIB, equivalente a US\$1.060 millones.

En la categoría Compra de Títulos y Valores destaca la recompra de cartera del Crédito con Aval del Estado (CAE)³⁰ a la banca comercial. Hacia 2024 se observa que el gasto alcanzó los casi \$600.000 millones, equivalente a 0,9% del PIB o US\$636 millones (Gráfico 16).

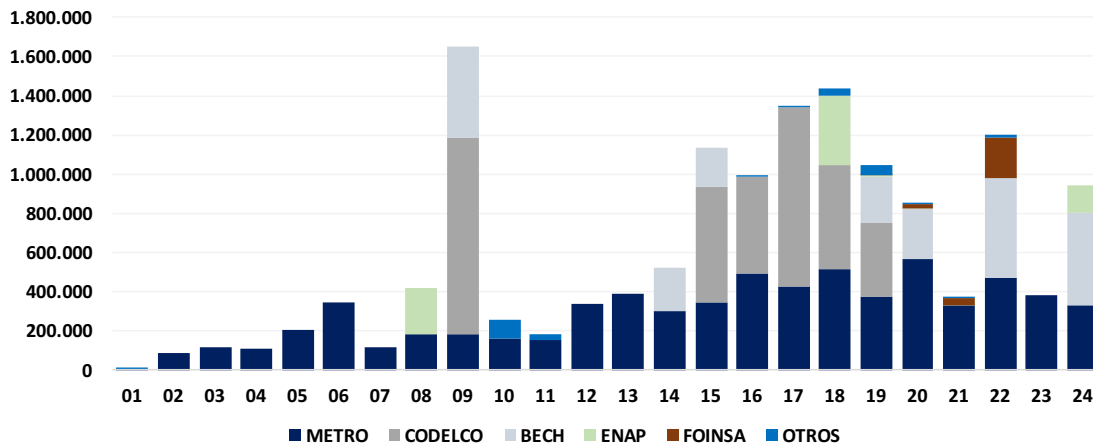
iii) Préstamos:

Son transacciones en las que el Estado otorga fondos a

otras entidades, ya sean públicas o privadas. Se clasifican como activos financieros al momento del desembolso. Entre estos están:

- Préstamos de asistencia social e hipotecarios: destinados a soluciones habitacionales;
- Préstamos pignoratícios: otorgados principalmente por la Dirección de Crédito Prendario;
- Préstamos de fomento: destinados a promover el desarrollo de determinadas actividades económicas o sociales, incluyendo el financiamiento de estudios;
- Préstamos médicos: destinados a cubrir total o parcialmente gastos de salud;
- Anticipos a contratistas: destinados a la ejecución de iniciativas de inversión;
- Anticipos por cambio de residencia: destinados

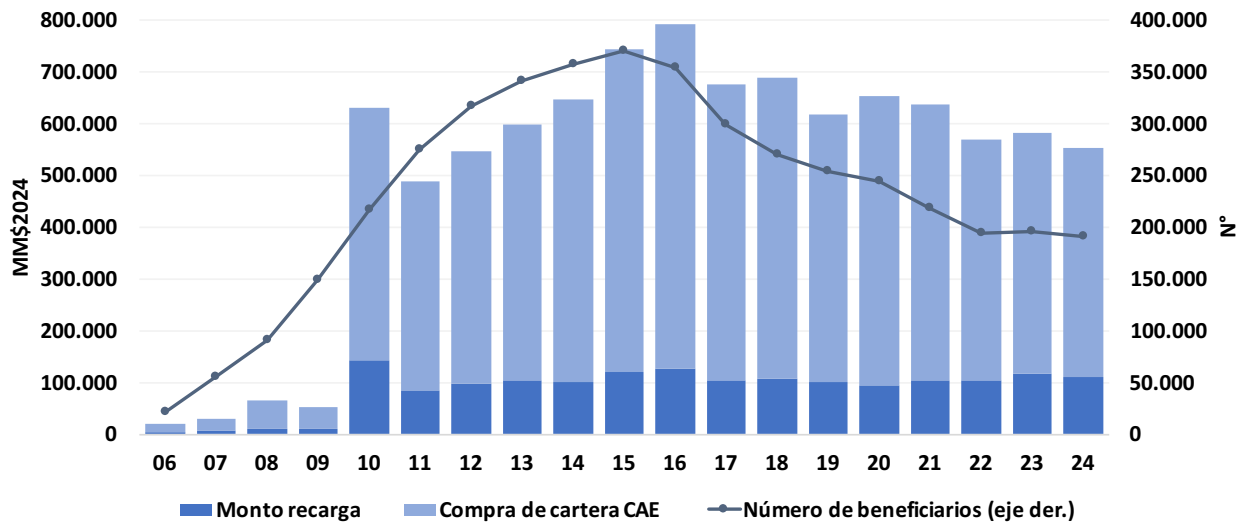
Gráfico 15 Capitalizaciones del Fisco a empresas públicas (millones de pesos del 2024)



Nota: Otros incluye TVN, ASMAR, ECONSSA, POLLA y COTRISA.
Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

30. Las instituciones financieras se adjudican una nómina de estudiantes a través de una licitación pública. Se la adjudican aquellas instituciones que ofrezcan un menor costo de administración de los créditos (recarga) y un menor porcentaje de créditos a vender al Fisco (recompra).

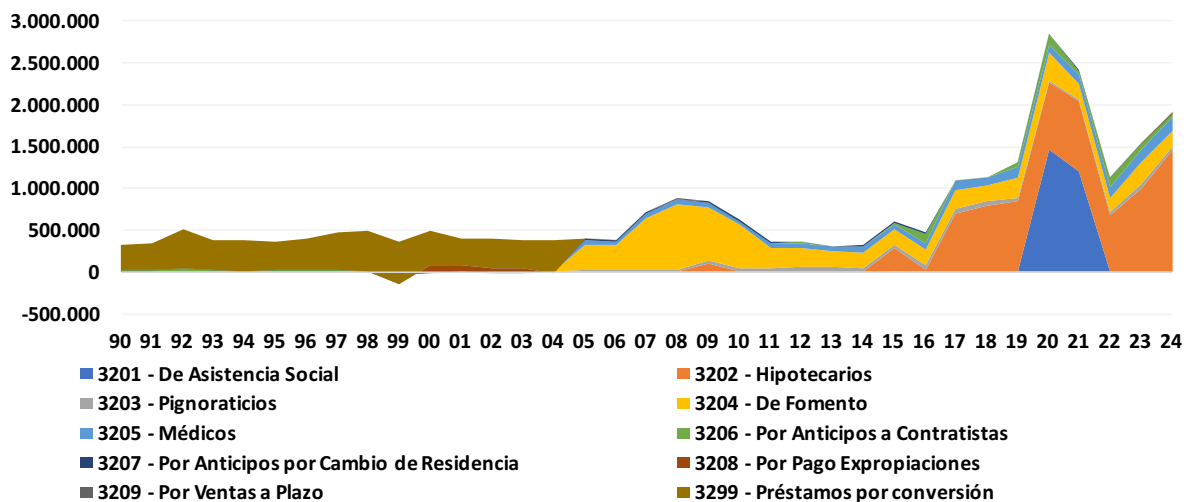
Gráfico 16 Compra de la cartera CAE (millones de pesos 2024 y número de beneficiarios)



Nota: el número de beneficiarios incluye nuevos y renovantes.

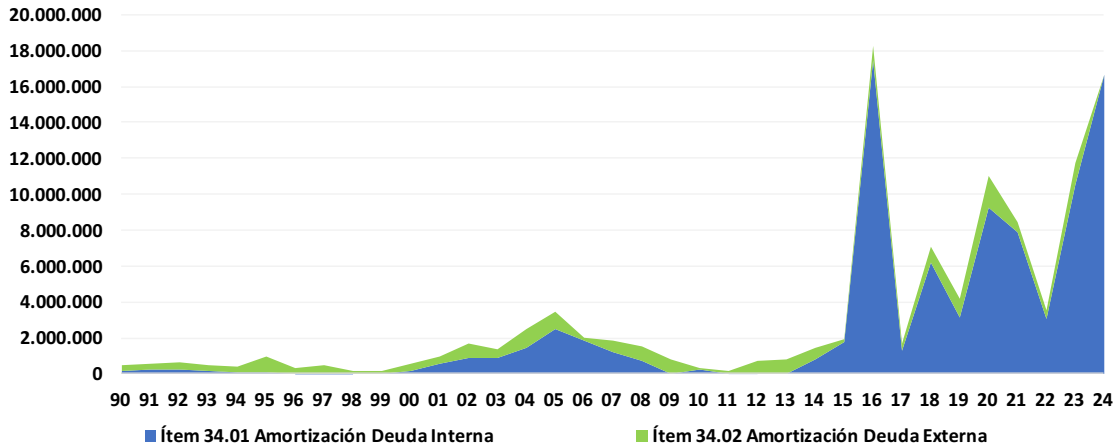
Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

Gráfico 17 Composición de los préstamos (millones de pesos 2024)



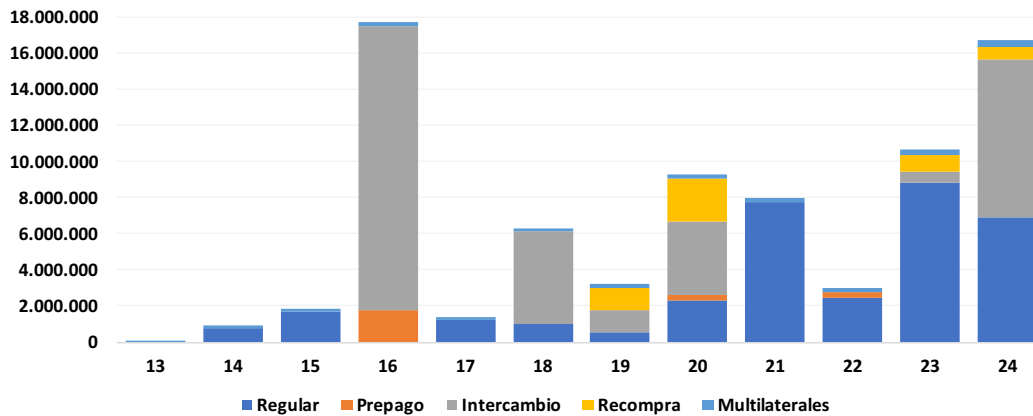
Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

Gráfico 18 Amortización deuda (millones de pesos 2024)



Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

Gráfico 19 Amortización deuda interna (millones de pesos del 2024)



Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

a personas que deben trasladarse por motivos laborales;

- Ventas a plazo: destinados a operaciones de financiamiento derivadas de la venta a plazo de bienes, servicios o activos no financieros.

Al 2024 se destinaron cerca de \$2 millones de millones a préstamos (0,64% del PIB o US\$2.120 millones). Llama la atención el incremento registrado a partir del 2017 en adelante, relacionado principalmente con la política habitacional implementada por el Ministerio de Vivienda y Urbanismo. Este préstamo permite a las empresas constructoras iniciar y avanzar obras mientras se gestio-

nan y asignan los subsidios habitacionales correspondientes (Gráfico 17).

iv) Amortización de deuda interna y externa:

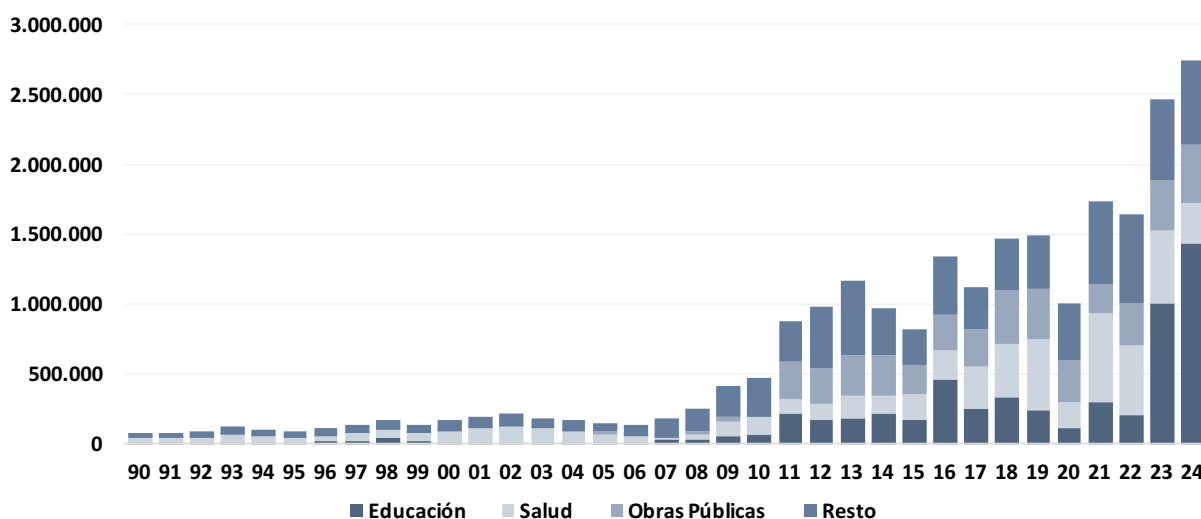
Se observa que la amortización de deuda externa es menor y más estable que la interna (Gráfico 18). El incremento significativo a partir de 2016 se explica principalmente por las operaciones de intercambio de deuda realizadas con el fin de mejorar el perfil de vencimientos y reducir riesgos asociados a la concentración de pagos (Gráfico 19). Al 2024 se amortizaron cercade \$17 millones de millones (5,5% del PIB y US\$18.000 millones).

Otros elementos a considerar en ORC son:

• Deuda flotante (Otras Cuentas por Cobrar/Pagar):

La deuda flotante corresponde a un tipo de compromisos de pago derivados de operaciones económicas ordinarias autorizadas y devengadas que no se alcanzan a liquidar en el año, transfiriendo la obligación del pago al periodo siguiente, generando una diferencia temporal entre el momento del registro de transacciones y el pago. Esta deuda se genera en las relaciones comerciales de intercambio con proveedores. Destaca el importante crecimiento en esta deuda en educación³¹ (Gráfico 20). Al 2024, se contabilizaron \$2,75 millones de millones (0,9% del PIB o US\$2.900 millones).

Gráfico 20 Servicios de la deuda flotante (millones de pesos del 2024)



Fuente: Dirección de Presupuestos (2025).

31. De acuerdo a la autoridad, el incremento en los últimos años debido al Ministerio de Educación, se explica por una modificación en el procedimiento de registro contable del devengo y pago de proveedores que prestan servicios en el Programa de Alimentación Escolar, de acorde con lo autorizado por la Contraloría General de la República mediante documento N°920.732/22.

7. PASIVOS CONTINGENTES³²

Las necesidades de financiamiento del gobierno no están solo recogidas en las estadísticas de balance o de deuda pública. También hay compromisos financieros que se activan sólo por la ocurrencia —o no ocurrencia— de un evento discreto, generando un cambio en el estado de compromisos del Estado. Estos compromisos son los llamados Pasivos Contingentes. Dado que tanto su valor, como su oportunidad de pago son inciertos, afectando la situación financiera del sector público, ya que dependen de la ocurrencia de hechos específicos no conocidos, es necesario tomarlos en consideración para efectos de la evaluación de la sostenibilidad fiscal, más aun si son utilizados para soslayar restricciones fiscales.

Entre las características que cumplen los pasivos que la Dipres³³ estima están: i) alto nivel de incertidumbre en el monto de la obligación y/o la oportunidad en que se debe ejecutar; ii) una vez establecidas las obligaciones no se puede modificar por acciones unilaterales del gobierno; y iii) se encuentran establecidas por algún instrumento jurídico que especifica su alcance y términos, usualmente de tipo contractual o legal³⁴.

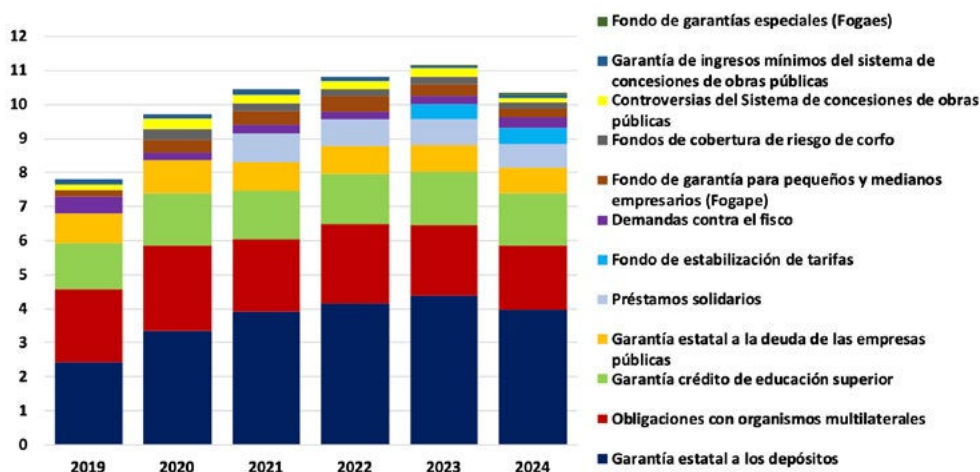
El desafío principal de la contabilidad de estos pasivos es que, por su naturaleza contingente, son difíciles de cuantificar. En particular, dado que estos pasivos contingentes responden a garantías otorgadas por el gobierno, aun

32. Anualmente, según lo dispuesto en el artículo 40 del Decreto Ley de Administración Financiera del Estado (DL 1.263 de 1975), la Dirección de Presupuestos debe elaborar un informe que contenga el monto total y las características de los pasivos contingentes.

33. El estándar recomendado por el FMI para reconocer una obligación contingente es que cuando la probabilidad de que habrá un pago se estima en más de 50% y cuando se puede hacer una estimación del pago razonablemente confiable.

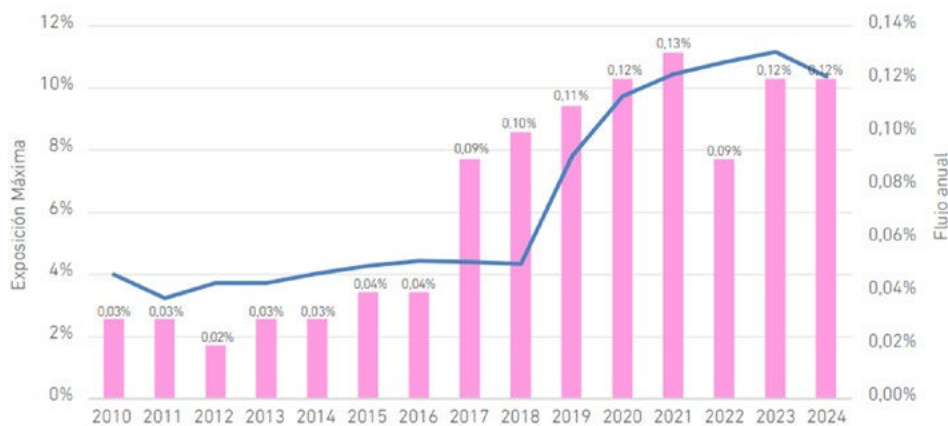
34. Dipres (2024).

Gráfico 21 Stock de pasivos contingentes (porcentajes del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

Gráfico 22 Evolución de pasivos contingentes (porcentaje del PIB)



Nota: en 2019 se observa un incremento y un quiebre en la tendencia debido a la incorporación de las obligaciones con organismos multilaterales, y a la modificación legal de la garantía estatal de los depósitos. La siguiente alza, del año 2020, se debe principalmente al incremento patrimonial en el Fogape, para enfrentar la crisis sanitaria del Covid-19, estabilizándose para el año 2021 y 2022. Durante el 2024 se aprecia una disminución debida principalmente a la baja en la Garantía Estatal a los Depósitos.

Fuente: Dirección de Presupuestos (2024).

cuando son independientes unas de otras, la probabilidad de que se gatillen aumenta (disminuye) en la parte baja (alta) del ciclo económico. Por tanto, debe incorporarse de alguna forma en el análisis de sostenibilidad fiscal.

En Chile, estos pasivos han ido adquiriendo importan-

cia, lo que puede afectar eventualmente la sostenibilidad de la deuda bajo ciertas condiciones (Gráficos 21 y 22). En términos de recursos fiscales potencialmente involucrados los más importantes son: i) Garantía estatal a los depósitos; ii) Garantía a créditos de educación superior (CAE) y; iii) Obligaciones con organismos multilatera-

les³⁵. Según estimaciones de la Dirección de Presupuestos, a 2024 el stock alcanzó a 10,4% del PIB, mientras que el flujo anual (impacto en el presupuesto) fue de 0,12%. Adicionalmente, en el caso que la totalidad de las garantías se activaran durante un mismo año el impacto sobre el presupuesto también sería de 0,12% del PIB.

Aun cuando el flujo estimado refleja que estos pasivos son posibles de abordar por las finanzas públicas, también hay que considerar que el monto a pagar se ve afectado por las variaciones en la actividad económica, inflación o tipo de cambio, dependiendo del contrato que lo sustente.

La inclusión de estos compromisos al análisis de la sostenibilidad fiscal dificulta el análisis, ya que obliga a recurrir a proyecciones más inciertas. Muchas de las deudas contingentes sólo surgen en momentos de crisis. El problema es que presentan la dificultad en su cuantificación en la práctica tanto porque son desconocidos los montos a pagar, como porque no se conocen con completa certeza las circunstancias precisas que los harán exigibles.

En Chile, la LRF obliga a estimar y publicar las obligaciones contingentes y garantías de manera anual. Asimismo, le otorga la facultad al Ministerio de Hacienda de hacer provisiones y contratar seguros para enfrentar los costos asociados, además de cobrar primas al otorgar una garantía fiscal.

Estos pasivos se incorporan en la Ley de Presupuestos de la siguiente manera. Los pasivos contingentes activados se incorporan en las partidas presupuestarias de las instituciones involucradas en el período presupuestario siguiente. Para el resto de las obligaciones que pudieran surgir y cuyo pago no pueda ser programado, se utiliza la normativa presupuestaria para disponer que los pagos – responsabilidad de una entidad específica– sea financia-

da con reasignación de recursos de la misma entidad. En caso de que lo anterior no sea posible, se recurre a activos disponibles en el Tesoro Público.

Algunos elementos importantes a destacar respecto de los pasivos contingentes son:

- **Pensiones.** La Dipres no considera las garantías del sistema de pensiones como un pasivo contingente, ya que se puede medir con precisión dentro de un horizonte de corto plazo y porque el nivel de compromisos es endógeno al Estado, por lo que se puede ajustar la situación financiera de un momento determinado. La Dipres estima que los recursos necesarios para cubrir los distintos compromisos fiscales de la Pensión Garantizada Universal, Aporte Previsional Solidario, Sistemas de Pensiones Solidarias de invalidez y Garantía Estatal de Pensión Mínima alcanzaron a 2,2% del PIB a 2024, los que irán aumentando gradualmente en el tiempo hasta alcanzar cerca de 2,9% del PIB del año 2050.
- **Compromisos implícitos.** Un elemento que también se debiera considerar en el análisis de sostenibilidad son aquellos “compromisos implícitos” que no están especificados en algún instrumento legal o contractual, como los mencionados previamente, sino que responden a la presión que recae sobre el Estado para actuar en distintas situaciones (Dipres, 2024). En este sentido, estos compromisos se asemejan a los pasivos contingentes, por lo que debieran tener un tratamiento similar. Tal sería el caso de aquella deuda insostenible sin aval del Estado de las empresas públicas; ayudas sociales ante ocurrencia de un desastre natural; entre otros.

35. No todo el capital suscrito con organismos multilaterales debe ser pagado por los países miembros, sino solo la correspondiente al “capital pagadero”, ya que el “capital exigible”, que representa la mayor proporción del capital suscrito, sirve a los bancos como garantía para la emisión de activos financieros en los mercados internacionales, que constituye una de sus fuentes de financiamiento (Dipres, 2024).

8. DEUDA CON AVAL DEL ESTADO

Las empresas estatales también tienen deuda con el mercado financiero. Aun cuando se trata de obligaciones de naturaleza diferente a los considerados bajo el concepto de “deuda pública”, y en concordancia con las prácticas comúnmente aplicadas a nivel internacional, dichas estadísticas se presentan de manera independiente y complementaria, sin consolidarlas con las estadísticas sobre deuda del Gobierno Central.

Cuando los indicadores de deuda son relativamente bajos, como es el caso actual para la gran mayoría de las empresas públicas, el endeudamiento de éstas corresponde a obligaciones con cargo al patrimonio de cada corporación³⁶, no comprometiendo el crédito público, salvo en el caso de endeudamiento con garantía estatal.

Así, a diciembre del 2024 los pasivos de las empresas públicas alcanzaron a una deuda bruta por US\$33.780 millones, equivalente a 10,9% del PIB. Luego de su mínimo de 1,8% del PIB en 1994, la deuda de las empresas públicas ha aumentado con volatilidad hasta alcanzar sus niveles actuales (Gráfico 23). Por otro lado, la deuda pública garantizada a esa misma fecha alcanzó a US\$6.585 millones, equivalente a 2,1% del PIB. La totalidad de esta deuda es interna y su composición es aproximadamente³⁷: un 26% corresponde a la Empresa de Ferrocarriles del Estado (EFE), un 34% al Fondo de Estabilización Tarifaria (FET)³⁸, un 33% a la garantía estatal al financiamiento de la educación superior (CAE)³⁹ y un 5% a Metro S.A. (Gráfico 24).

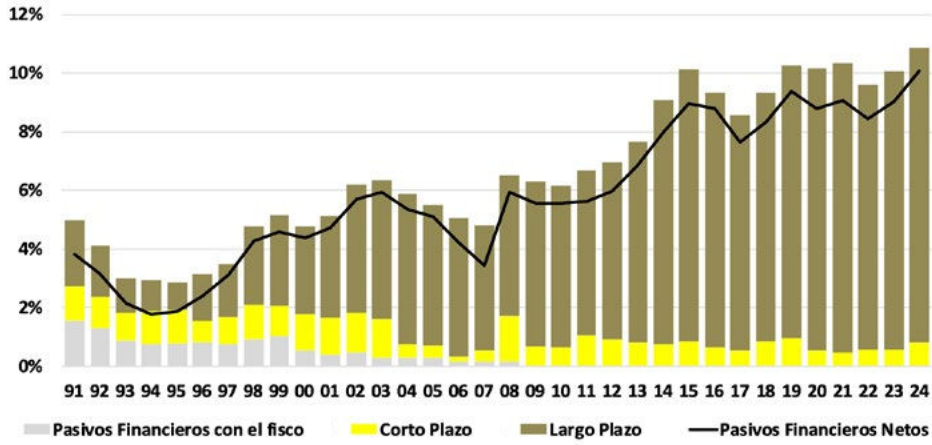
36. Ministerio de Hacienda (varios años). Informe de Estadísticas de la Deuda Pública.

37. Información de la descomposición a marzo del 2025.

38. Creado por la Ley 21.472.

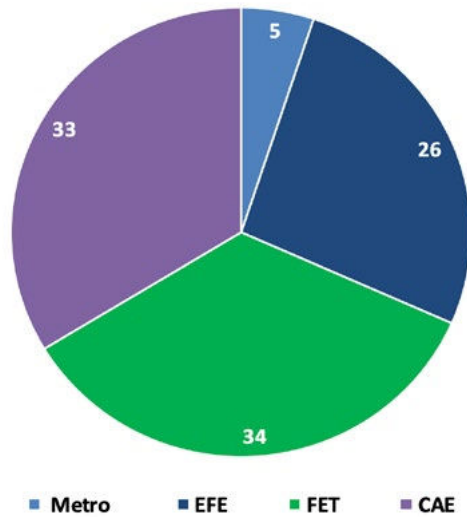
39. Autorizada mediante la Ley 20.027.

Gráfico 23 Pasivos y activos financieros del consolidado de empresas públicas (porcentaje del PIB)



Nota: según estados financieros auditados.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 24 Deuda garantizada por Tesorería al resto del Sector Público a marzo del 2025 (porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Datos a marzo del 2025.

9. RECOMENDACIONES DE MEJORA INSTITUCIONAL

La dinámica fiscal que hemos observado en los últimos 19 años evidencia que los avances en la institucionalidad fiscal chilena, pese a haber sido destacada, no ha sido suficiente para asegurar un manejo responsable de las finanzas públicas. Es por ello que algunos elementos adicionales que podrían incorporarse en dicha institucionalidad son:

a) Restringir el uso de la cláusula de escape

En 2024 se aprobó una reforma a la LRF con el objeto de regular el procedimiento que debe seguir el Ministerio de Hacienda cuando incumple la regla autoimpuesta en el DPF. La nueva norma establece solo dos razones por las que la autoridad fiscal se puede desviar de las metas establecidas en el DPF: i) invocar la cláusula de escape ante eventos extraordinarios y transitorios, ajeno

al accionar propio de la administración y que ocasionen un deterioro significativo en la actividad económica, el empleo o perjudiquen considerablemente la situación económica y/o social del país; o ii) invocar causales extraordinarias. Reconociendo el avance que representa esta nueva institucionalidad, la segunda razón es ambigua, dejando espacio para un uso abusivo de esta norma, tal como está siendo usada este año para justificar el incumplimiento de la meta de BE, atentando contra el espíritu con el cual fue diseñada.

Propuesta. De las dos razones existentes para justificar el incumplimiento de la meta dual, se propone eliminar la segunda y mantener solo la primera, es decir, que solo se pueda desviar de alguna de las metas duales invocando la cláusula de escape.

b) Cumplir o explicar

La actual legislación pone el énfasis en que el Ministerio de Hacienda explique el incumplimiento del DPF y el CFA solo comenta dichas explicaciones. La facilidad con que la autoridad fiscal ha incumplido su meta autoimpuesta, indica que es necesario aumentar el costo reputacional del incumplimiento.

Propuesta. Coincidente con la propuesta del CFA, se debe introducir el principio de “cumplir o explicar”. De este modo, el Ministerio de Hacienda debe explicar formalmente, y por escrito, la aceptación o no de las recomendaciones que le plantee el CFA.

c) Alerta temprana

Aunque Chile mantiene un nivel de deuda pública (42% del PIB) menor al de otras economías comparables, su acelerado crecimiento desde el 2008 ha levantado las alertas respecto de la real capacidad (o voluntad) de estabilizar este nivel sin afectar nuestra capacidad de cumplimiento de las obligaciones en tiempo y forma.

Adicionalmente, el actual nivel ha dejado un reducido margen de reacción de la autoridad frente a condiciones adversas para evitar alcanzar el nivel prudente de deuda de 45% del PIB. Hay que recordar que el umbral de 45% del PIB para la deuda bruta no es antojadizo, sino que corresponde al máximo nivel de deuda a PIB que los inversionistas perciben como totalmente segura de cumplirse.

Propuesta. Dados los posibles shocks que pueden afectar la razón de deuda pública/PIB (como ajustes de Cuentas Nacionales que afecten el PIB nominal, inflación, tipo de cambio, movimiento de monedas, etc.) debe existir un margen prudencial que permita absorber estos shocks sin sobrepasar dicho umbral. Por tanto, se debe establecer un mecanismo de alerta temprana que permita tomar las acciones necesarias para mantener esta distancia con el nivel de deuda prudente en relación a nuestra economía.

d) Escenarios de riesgo

La programación financiera que realiza la Dipres para los próximos cinco años se elabora sobre un único escenario proyectado. En algunas ocasiones a este escenario central se le aplica shocks de menor intensidad y con baja probabilidad de ocurrencia. Por tanto, las desviaciones del escenario central tienden a ser menores. Sin embargo, hay escenarios alternativos, con alto impacto y con mayor probabilidad de ocurrencia, con un impacto significativo en las cuentas fiscales que es necesario considerar. Tal es el caso, por ejemplo, de la evaluación como escenario de riesgo de una situación en que se recaude menos de lo esperado por, por ejemplo, una reforma tributaria.

Propuesta. Elaborar en cada IFP escenarios alternativos probables y de alto impacto en las finanzas públicas, los cuales se deben utilizar para activar la alerta temprana mencionada en la propuesta anterior.

e) Movimientos bajo la línea

El financiamiento requerido por el gobierno y, por tanto, su necesidad de endeudamiento, no solo depende del balance efectivo, sino que también de las necesidades de financiamiento llamadas “bajo la línea”. Para la proyección financiera no se cuenta con información suficiente respecto de este tipo de compromisos de recursos fiscales y que inciden en el nivel de la deuda.

Propuesta. Coherente con la propuesta del CFA, se recomienda a la Dipres entregar más información sobre las proyecciones de las transacciones “bajo la línea”, así como presentar escenarios alternativos.

f) Pasivos contingentes

Las necesidades de financiamiento también pueden depender de la activación de los pasivos contingentes, los cuales corresponden a potenciales obligaciones finan-

cieras cuya ocurrencia depende de determinados eventos futuros que son inciertos. Su existencia y magnitud se determinarán en función de estos eventos, y pueden convertirse en pasivos reales o, por el contrario, desaparecer. Ejemplos de estos pasivos son: garantía estatal a la deuda garantizada de las empresas públicas, garantía al crédito de educación superior o demandas contra el fisco.

Propuesta. Se deben diseñar escenarios alternativos de trayectoria de la deuda pública en caso de que se activen los pasivos contingentes.

g) Rol del CFA

El CFA tiene por objeto contribuir al manejo responsable de la política fiscal del Gobierno Central, a través de las siguientes funciones y atribuciones: a) evaluar y monitorear el cálculo del ajuste cíclico a partir de los ingresos efectivos estimados por la Dipres; b) participar en los procedimientos establecidos para recabar la opinión de expertos independientes sobre los parámetros estructurales; c) proponer cambios metodológicos y procedimentales para el cálculo del BE; d) evaluar el cumplimiento y desvío de las metas establecidas, así como proponer medidas de mitigación; e) evaluar la sostenibilidad de mediano y largo plazo de las finanzas públicas; f) asesorar al Ministerio de Hacienda en las materias

fiscales que éste le encomiende de manera expresa y que tengan relación con su objeto; g) evaluar y monitorear las proyecciones de los indicadores que guían las reglas fiscales vigentes y de los activos financieros del Tesoro Público, incluyendo los escenarios alternativos.

Propuesta. Ampliar el ámbito de acción del CFA debiendo también pronunciarse sobre la pertinencia de la estimación de los ingresos efectivos que hace la Dipres cada año. Asimismo, debe pronunciarse sobre los informes financieros elaborados por el gobierno y que acompañan los mensajes presidenciales que tengan gran impacto en las finanzas públicas, tanto en gasto, como en ingreso fiscal. Para el cumplimiento de estas funciones, se requiere modificar las atribuciones del CFA y dotarlo de mayores recursos.

h) Establecer una meta de acumular activos por 5-7% del PIB en el FEES

Propuesta. Debido a que la deuda bruta se ubica preocupantemente cerca del nivel prudente de 45% del PIB y que los activos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) se ubican en su nivel mínimo histórico, se debe establecer una meta de acumulación de activos que permita, desde la política fiscal, afrontar futuras emergencias.

10. CONCLUSIÓN

La sostenibilidad fiscal constituye un pilar esencial de la estabilidad macroeconómica, en tanto asegura que la trayectoria de gasto, ingresos y deuda pública sea consistente en el tiempo con la capacidad de pago del Estado. En el caso de Chile, este debate cobra especial relevancia cuando la deuda bruta se aproxima al nivel considerado prudente —en torno al 45% del PIB—, umbral a partir del cual los mercados financieros y las clasificadoras de riesgo comienzan a exigir mayores primas por financiamiento. En este contexto, la sostenibilidad no se limita a garantizar la solvencia presente, sino a demostrar que la política fiscal es capaz de adaptarse a los ciclos económicos y enfrentar contingencias externas sin comprometer la credibilidad ni generar vulnerabilidades adicionales.

Un desafío central radica en que la evaluación de sostenibilidad

fiscal requiere integrar un conjunto amplio y heterogéneo de estadísticas. El análisis no se reduce a la relación deuda/PIB, sino que incorpora indicadores de balance estructural, composición del gasto, dinámica de ingresos tributarios, perfil de vencimiento de la deuda y condiciones externas de financiamiento. Cada uno de estos elementos es sensible a supuestos de crecimiento potencial, precios de *commodities*, tasas de interés internacionales y escenarios de riesgo. La complejidad aumenta en la medida en que estas variables interactúan y amplifican sus efectos, generando un panorama incierto que no siempre es fácil de transmitir en términos simples a la opinión pública o al debate legislativo.

Además, la sostenibilidad fiscal debe analizarse desde una perspectiva de largo plazo. Factores como el enve-

jecimiento poblacional, las presiones sobre el gasto previsional y de salud, y la necesidad de financiar inversión pública en infraestructura y transición energética plantean desafíos que van más allá del horizonte de un ciclo político. Estos compromisos futuros tienden a ser subestimados en los informes de corto plazo, pero condicionan de manera decisiva la capacidad del Estado para sostener niveles de deuda compatibles con la estabilidad macroeconómica. De allí la importancia de contar con marcos de política fiscal que reconozcan explícitamente estas tendencias y permitan anticipar ajustes graduales, en lugar de reacciones abruptas frente a episodios de tensión.

Finalmente, la dificultad de analizar la sostenibilidad

fiscal en Chile no radica únicamente en la calidad de las estadísticas disponibles, sino también en la capacidad institucional para interpretar y reaccionar frente a ellas. Aunque el país ha avanzado con la regla de Balance Estructural y la labor del Consejo Fiscal Autónomo, la experiencia reciente muestra que los supuestos de ingresos y gasto tienden a ser sobreestimados o subestimados según el ciclo político. Esto erosiona la credibilidad de los marcos fiscales y limita la capacidad de anclar expectativas de los agentes económicos. Así, más que un problema puramente técnico, la sostenibilidad fiscal se transforma en un desafío político-institucional, cuyo éxito depende de la disposición a priorizar la disciplina de largo plazo por sobre las presiones de corto plazo.

11. ABREVIACIONES

AAF: Adquisición de activos financieros
BE: Balance Estructural
BECH: BancoEstado
CAE: Crédito con Aval del Estado.
CFA: Consejo Fiscal Autónomo
DPF: Decreto de Política Fiscal
FEES: Fondo de Estabilización Económico y Social
IEP: Iniciativa Exclusiva del Presidente
IFP: Informe de Finanzas Públicas
OBL: Operaciones Bajo la Línea
ORC: Otros Requerimientos de Capital
PFN: Posición Financiera Neta
PIB: Producto Interno Bruto

12. REFERENCIAS

Blanchard, Olivier (1990) Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. OECD Economics Department Working Paper N° 79.

Blanchard, Oliver, Jean Claude Chouraqui, Robert Hagemann y Nicola Sartor (1990). The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to Old Questions. OECD Economic Studies, N° 15. Junio.

Caputo, Rodrigo, Alfonso Irarrazabal y Félix Ordóñez (2022). Nivel Adecuado de la Meta de Balance Estructural, Estimación del Nivel Prudente de Deuda Pública y Fondos Soberanos.

Carrasco, Mauricio, Nicolás García, Juan Ignacio Merlo, Rocío Valdés y Javiera Valdivieso (2022). Experiencia Internacional en Reglas Fiscales de Deuda. Estudios de Finanzas Públicas. Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda. Marzo.

Chalk, Nigel y Richard Hemming (2000). Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice. IMF Working Paper 00/81.

Consejo Fiscal Autónomo (2021). Informe del Consejo Fiscal Autónomo para el Fortalecimiento de la Regla Fiscal: Ancla de Deuda, Cláusulas de Escape y Mecanismos de Corrección. Consejo Fiscal Autónomo. Marzo.

Consejo Fiscal Autónomo (2023). Informe del Consejo Fiscal Autónomo sobre el Ejercicio de sus Funciones y Atribuciones. Presentación ante la Honorable Comisión Especial Mixta de Presupuestos del Congreso Nacional. Informe al Congreso N° 8.

Consejo Fiscal Autónomo (2025). Informe del Consejo Fiscal Autónomo sobre el Ejercicio de sus Funciones y Atribuciones. Mayo.

- Dirección de Presupuestos (2024). Informe de Pasivos Contingentes 2024. Diciembre.
- Dirección de Presupuestos (2025). Transacciones Bajo la Línea: Evolución, Relevancia y Transparencia en el Marco de la Nueva Regla Fiscal Dual. Julio.
- Debrun, Xavier, Victor Duarte, Lledo, Luc Eyraud, Andrew Hodge y Catherine A Pattillo (2018). Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability. IMF Staff Discussion Notes.
- Fondo Monetario Internacional (2013). Straffe Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market Access Countries.
- Fondo Monetario Internacional (2020). Assessing Chile's Analytical Framework for Long-term Fiscal Sustainability.
- Fuentes, Rodrigo, Klaus Schmidt-Hebbel y Raimundo Soto (2022). Propuestas de mejoramiento de la regla fiscal de Chile. Estudios Públicos 166. Centro de Estudios Públicos.
- Horne, Jocelyn (1991). Indicators of Fiscal Sustainability. Mimeo. IMF. Fiscal Affairs Department.
- Polackova, Hana (1999). Pasivos Contingentes del Estado. Un riesgo fiscal oculto. Finanzas & Desarrollo. Marzo.
- Rodríguez, Jorge, Carla Tokman y Alejandra Vega (2006). Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos a Seis Años de la Aplicación en Chile. Estudios de Finanzas Públicas. Ministerio de Hacienda. Diciembre.
- Vergara, Rodrigo (2002). Política y Sostenibilidad Fiscal en Chile. Estudios Públicos, N° 88 (primavera 2002). Centro de Estudios Públicos.
- Wyplosz, Charles (2018). Fiscal Councils and Fiscal Rules: Complements or Substitutes? In Beetsma, R and X Debrun (eds). Independent Fiscal Councils: Watchdogs or lapdogs?
- Wyplosz, Charles (2019). Fiscal Discipline: From Theory to Practice. Independent Fiscal Institutions in the EU Fiscal Framework. European Fiscal Board.