



Informe Económico: Deuda Pública

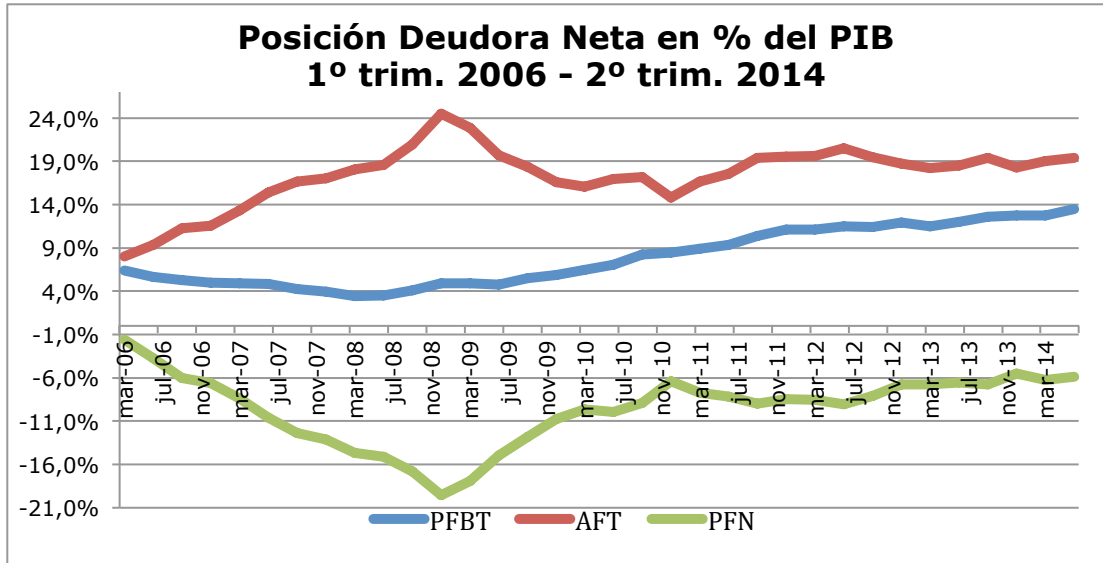
- ✚ En la ley de presupuestos de cada año (Art. 3º) se especifica la autorización que tendrá en el año fiscal el Presidente de la República para contraer obligaciones en el país o en el extranjero. En el presupuesto de 2014 esa autorización fue de hasta USD\$6.000 millones en el mercado financiero nacional o internacional y USD\$300 mil con organismos multilaterales.
- ✚ De acuerdo a lo sostenido en el Informe de Finanzas Públicas recientemente publicado por la Dipres, durante 2014 *“se han programado emisiones de instrumentos de deuda por un total de US\$5.997 millones, mediante la colocación de bonos de la Tesorería General de la República (TGR) en Unidades de Fomento y pesos, a 10, 20 y 30 años (BTU-10, BTU-20 y BTU-30) y a 5, 10, 20 y 30 años (BTP-5, BTP-10, BTP-20 y BTP-30), respectivamente.”*¹
- ✚ Estas emisiones de documentos de deuda en el mercado local tienen más de un objetivo; por una parte permiten amortizar deuda y financiar el déficit fiscal efectivo, pero también cumplen otro rol: profundizar el mercado de renta fija y entregar referencias de tasas de largo plazo. Desde este punto de vista, *“se busca continuar completando la curva de madurez de la deuda, labor iniciada en 2009... y continuada en 2012 y 2013 con las nuevas emisiones de papeles denominados en pesos a 20 y 30 años. De esta manera, en el programa de emisiones internas de 2014 se contempla que 55% de los papeles sean nominales (BTP) y el resto en UF (BTU).”*²
- ✚ Todo o una parte de la emisión de deuda que realiza el Gobierno Central en un año pasa, entonces, a incrementar su deuda bruta. A junio de 2014, y sobre la base de la información publicada por Dipres, los pasivos financieros brutos (PFBT) del Gobierno Central alcanzan a 13,5% del PIB y, según las estimaciones de la autoridad, a fines de 2014 éstos representarían ya el 14,9% del producto estimado para el año. Es efectivo que esta es una cifra baja cualquiera que sea la comparación que se realice: con nuestra propia historia (fue del orden de 45% del PIB en 1990) o con la OECD. No

¹ Dipres, Informe de Finanzas Públicas, octubre de 2014, pág. 72

² Ministerio de Hacienda, Estado de la Hacienda Pública 2014, octubre de 2014, pág. 30

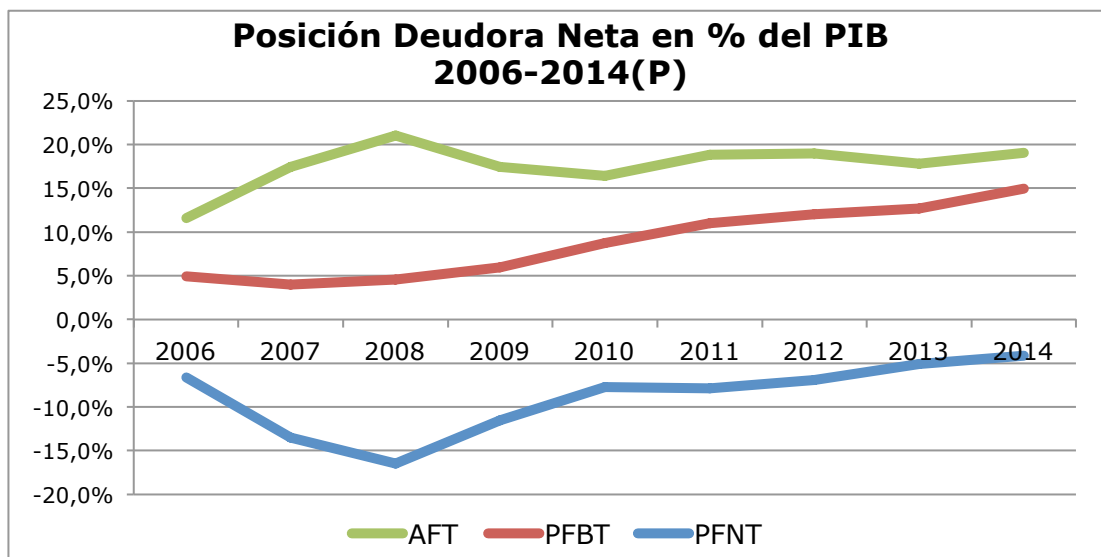


obstante, también lo es que viene creciendo sostenidamente desde 2008.



Fuente: elaboración propia

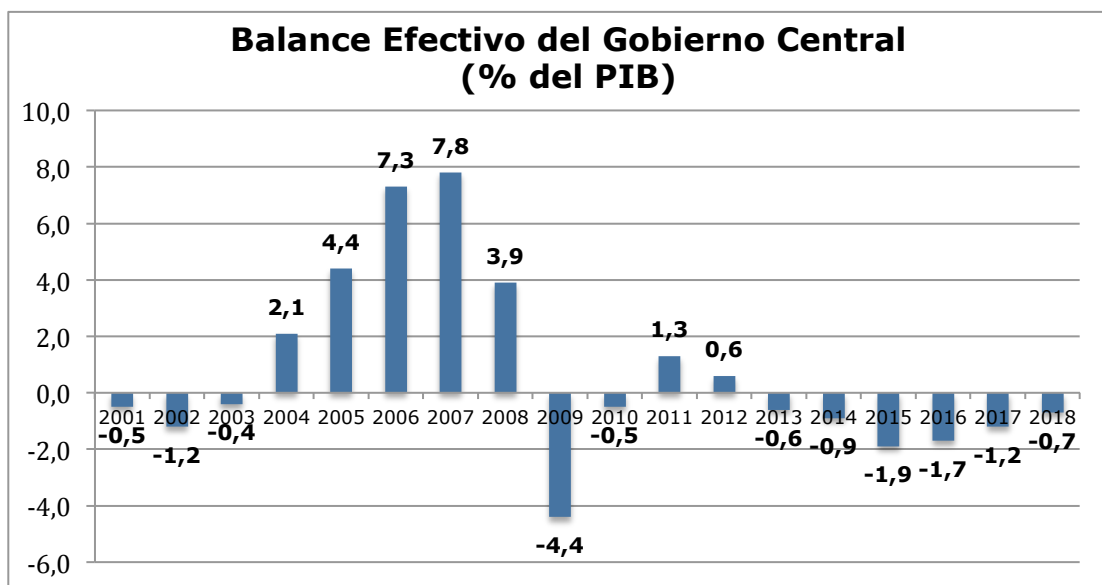
- Dado que los activos financieros totales (AFT) se han mantenido desde mediados de 2011 en torno a 19% del PIB, el fisco todavía mantiene una posición de acreedor neto. A junio de este año, los pasivos financieros netos (PFN) del gobierno alcanzaban a -5,9% del PIB. Con los antecedentes entregados en el Informe de Finanzas Públicas, proyectamos que los pasivos financieros netos del Gobierno Central a **diciembre de 2014 llegarán a -4,1% del producto.**



Fuente: elaboración propia



- En el presupuesto 2015, la autorización de endeudamiento entregada en el Art. 3º del proyecto de ley alcanza a USD\$7.500 millones; 25% más que en 2014. El endeudamiento con organismos multilaterales se fijó en un máximo de USD\$500 mil, 67% más que este año.
- Este mayor endeudamiento que se busca autorizar por el Congreso se da en un contexto de déficits efectivos relativamente importantes no solo en 2015, sino para todo el lapso del actual gobierno e incluso comienzos del próximo.



Fuente: elaboración propia

- Si se toman esos déficits como válidos, y con supuestos relativamente conservadores respecto a la evolución de la deuda bruta del Gobierno Central y a la de sus activos financieros, la calidad de acreedor neto que hoy tiene el fisco estimamos que **se perdería en 2017**.
- En nuestras estimaciones, en 2017 los pasivos financieros netos totales **representarían del orden de 2% del PIB**. La situación puede ser bastante peor, no obstante, si se cumple lo que es nuestro escenario central hoy y que indica que el crecimiento del país será menor a lo que hoy la autoridad está proyectando y los déficit fiscales efectivos mayores.



- ✚ El punto principal que nos interesa hacer es que todavía es tiempo de redefinir la senda de la economía y evitar que esto pase. Los pasivos financieros brutos del Gobierno Central vienen creciendo sostenidamente desde 2008 al compararlos al PIB. **Los activos, en cambio no han crecido**, y en el escenario que se puede prever para los próximos cuatro años, se reducirán respecto al producto.

Instrumentos de deuda y vencimientos

- ✚ A junio de 2014 la deuda total del Gobierno Central (que es interna y externa) está en un 97,3% constituida por bonos, 0,3% en pagarés y 2,4% en préstamos. La parte de esta deuda que es externa, y que alcanza a 15% de la deuda total, tiene una composición levemente distinta: 83,6% en bonos³ y 16,4% en préstamos.
- ✚ Al tomar la última década, resalta el cambio en la estructura por instrumento financiero de la deuda: se reduce fuertemente la relevancia de pagarés y préstamos, y aumenta la participación de bonos. De hecho, es desde el año 2003 que el Fisco emite bonos en el mercado local. La emisión de bonos soberanos, por su parte (es decir, en el mercado externo) se inició en 1999, realizándose la última en 2012, cuando se colocaron dos bonos a 10 y 30 años plazos, por un total de USD\$1.500 millones, y a las mínimas tasas obtenidas, tanto en la historia de Chile como en la de cualquier economía emergente.
- ✚ La clasificación de riesgo actual de la deuda del Fisco es con mucho la mejor de cualquier país en desarrollo.

Calificación de Riesgo País		
Agencia	Calificación	Percepción
Moody's	Aa3	Estable
Fitch	A+	Estable
S&P	AA-	Estable
DBRS	AA low	Estable

Fuente: Ministerio de Hacienda, <http://www.hacienda.gob.cl/oficina-de-la-deuda-publica.html>

³ Al 30 de junio de 2014 se encuentran vigentes en los mercados financieros internacionales, cinco bonos soberanos de la República de Chile: Global 2020 en pesos y Global 2020, 2021, 2022 y 2042 en dólares. El valor de carátula de cada uno de ellos, al 30 de junio de 2014 fue de: \$434.345 millones; US\$1.000 millones; US\$1.000 millones; US\$750 millones y US\$750 millones, respectivamente (Fuente: DIPRES, Reporte Trimestral de Deuda del Gobierno Central, junio de 2014).



- ✚ El 83% de la deuda total vence desde 2018 en adelante.

Cronograma de Vencimiento de la Deuda del Gobierno Central (cifras en porcentaje)

Años	Deuda Total	D. Interna	D. Externa
2014-2017	16,9	18,4	7,7
2018-2021	30,2	25,0	60,5
Posterior 2022	52,9	56,5	31,8

Fuente: DIPRES, Reporte Trimestral de Deuda del Gobierno Central, junio de 2014

- ✚ En términos de su composición por monedas, el 65% de la deuda está en UF y el 22,5% en pesos.

Estructura de la Deuda por Monedas (cifras en porcentaje)

Moneda	Deuda Total	D. Interna	D. Externa
Dólares (EE.UU.)	12,1		82,9
UF	65,1	76,3	
Euros	0,2		1,6
Pesos	22,5	23,7	15,5
Otras	0,0		0,0

Fuente: DIPRES, Reporte Trimestral de Deuda del Gobierno Central, junio de 2014

- ✚ En la última década ha habido un fuerte aumento de la fracción de la deuda que está en UF y también en pesos, reduciéndose de modo equivalente aquella expresada en dólares. Esto tiene más de una razón, una de ellas es el descalce del fisco entre sus activos y sus necesidades en pesos, pero es sin duda una tendencia positiva en el largo plazo.
- ✚ Durante 2014 las licitaciones de deuda se iniciaron en mayo y terminarán el 10 de diciembre. Hasta este momento se han realizado 13 licitaciones, correspondiendo hoy la 14^o. El cronograma planteado por el Ministerio de Hacienda para lo que resta del año es el que sigue⁴.

⁴ Dada la autorización entregada en la ley de presupuestos, el Fisco procede a emitir en forma desmaterializada los bonos a través de la Tesorería General de la República. Operacionalmente, el BCCh, en su rol de Agente Fiscal, realiza mensualmente licitaciones de los bonos en las fechas y por los montos previamente establecidos por el Ministerio de Hacienda.



Calendario de Licitaciones de Bonos de Tesorería (en años)							
Fecha	BTP (millones de \$)				BTU (miles de UF)		
	05	10	20	30	10	20	30
22-oct-			70.000	30.000		2.000	1.000
12-nov	40.000	75.000			3.500		
26-nov			75.000	30.000		3.000	2.000
3-dic	45.000	75.000			3.500		
10-dic			70.000	40.000		2.500	1.000

Fuente: Ministerio de Hacienda, <http://www.hacienda.gob.cl/oficina-de-la-deuda-publica/colocaciones/calendario-de-licitaciones.html>

En síntesis,

- ✚ Chile ha construido a lo largo de las últimas décadas una sólida posición fiscal. Esto es el resultado de una política fiscal eficientemente desarrollada y un fuerte compromiso con la estabilidad macroeconómica. Los beneficios de esto han sido múltiples y son reconocidos ampliamente. No obstante, las autoridades actuales no han mostrado, al presentar el presupuesto para 2015 y el programa financiero a 2018, un compromiso todo lo decidido que habría sido deseable con el pronto logro del equilibrio fiscal y, por ello, con la rápida convergencia hacia una política fiscal que contenga el endeudamiento del Fisco.
- ✚ Más aun, los escenarios de crecimiento del gasto y de holguras que la autoridad fiscal imagina en los años que restan al actual gobierno, son, en nuestra opinión, de baja probabilidad. Nuestro escenario central implica resultados bastante más negativos.
- ✚ En nuestra estimaciones, la condición de acreedor neto que hoy tiene el Gobierno Central **se perderá en 2017**. Es cierto que la deuda neta seguirá todavía siendo una muy pequeña fracción del producto. No hay cambio en el riesgo país derivado de esto, pero la deuda puede escalar rápido si se da alguno de los escenarios negativos posibles. Puede parecer innecesario que se pretenda mantener a Chile como acreedor neto o en el límite de esta condición, pero más deuda hoy son más impuestos mañana; esa es una herencia que no deberíamos dejar. Quizás sería útil acordar **cuál es el nivel relativo de deuda que como país estamos dispuestos soportar**.