CONSEJO FISCAL AUTÓNOMO

Análisis del decreto sobre las bases de la política fiscal 2026 - 2030

11/2026

Decreto Supremo Nº486 de 2026, del Ministerio de Hacienda

CFA

ÍNDICE

Mensaje *3*

I. Introducción *3*

II. Marco normativo y decreto de política fiscal *4*

A. Marco normativo **4**

B. Decreto de política fiscal **5**

III. Análisis del nivel prudente de deuda y las metas fiscales *5*

A. Nivel prudente de deuda **6**

B. Metas de Balance Estructural **6**

Escenario base 7

Sensibilización de las estimaciones 7

Probabilidad de superar el nivel prudente de deuda 8

IV. Idoneidad de las metas fiscales y riesgos *9*

A. Idoneidad de las metas fiscales **9**

B. Riesgos **10**

Recuadro 1: Costos de financiamiento, amortizaciones de deuda y riesgos *12*

V. Recomendaciones del presente informe *14*

Referencias *16*

Anexo: Comparación de determinantes del nivel prudente de deuda en 2022 y 2026 ..... *17*

Mensaje

El Consejo Fiscal Autónomo (CFA o el Consejo) destaca que el Decreto de Política Fiscal (DPF) no modifique el nivel prudente de deuda en 45% del PIB, dado que la evolución de sus determinantes sugiere al menos su mantención. A su vez, releva que las metas de Balance Estructural (BE) contemplen una reducción del déficit estructural desde el 3,1%[1] del PIB en 2025 a 1,5% en 2030. Las metas de BE van en la dirección correcta y, según las estimaciones de la Dirección de Presupuestos (Dipres), permitirían estabilizar la deuda por debajo del nivel prudente de 45% del PIB. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones del escenario base del CFA, la probabilidad de que la deuda supere dicho umbral es elevada, superando el 50% en 2029 y cercana a 55% en 2030.

En este contexto, el Consejo considera que la idoneidad de las metas para resguardar la sostenibilidad fiscal, en la práctica, dependerá de cuatro condiciones conjuntas: i) el **cumplimiento estricto cada año de las metas de BE**, lo que requerirá medidas adicionales que permitan cerrar las holguras negativas; ii) la **materialización de la trayectoria de crecimiento económico proyectada por el Ministerio de Hacienda, cuyo promedio es de 3,2% para** el período 2027-2030; iii) la **contención de los otros requerimientos de capital** conforme a las proyecciones de la Dipres en el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del tercer trimestre de 2026 (IFP3T26) de 0,49% del PIB promedio entre 2026 y 2030; y iv) una **gestión fiscal consistente y adaptable frente a contingencias adversas**, considerando los riesgos de incumplimiento de las proyecciones y la incertidumbre sobre la trayectoria de la deuda.

Adicionalmente, en la sección IV.B se exponen los riesgos que el Consejo considera más relevantes para el cumplimiento de la regla fiscal, y en la sección V se sintetizan las recomendaciones para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo realizadas en este documento.

I. Introducción

En este informe, de acuerdo con lo mandatado por la Ley N°20.128, sobre responsabilidad fiscal, el CFA realiza un análisis del DPF (Decreto N°486 del Ministerio de Hacienda, del 8 de junio de 2026), que establece las bases de la política fiscal para el período 2026-2030, y que fue publicado en el Diario Oficial el 22 de septiembre de 2026.

En primer lugar, el informe se refiere a los principales elementos del marco normativo aplicable y a los contenidos del DPF. Luego, analiza el nivel prudente de deuda bruta y las metas de BE para los años que abarca el referido decreto (2026-2030). Asimismo, considera el largo plazo, a partir del análisis de sostenibilidad fiscal presentado por el CFA en su Informe sobre el ejercicio de sus funciones y atribuciones del 28 de octubre de 2026[2]

[1] El BE de 2025 estimado con la metodología oficial de cálculo vigente en ese año fue -3,7% del PIB. La cifra de -3,1% del PIB corresponde al valor del BE calculado por la Dipres con la nueva metodología de cálculo del BE, establecida en el Decreto Exento N°203 de 2026, del Ministerio de Hacienda.

[2] La sostenibilidad fiscal se enfoca en la trayectoria futura de la deuda de un gobierno, de modo que se dice que esta deuda es sostenible en el tiempo si la razón deuda a PIB es estable, disminuye o es lo suficientemente baja, de forma tal que se

(Informe semestral del CFA N°15). Finalmente, el Consejo manifiesta su opinión sobre la idoneidad de las metas para la sostenibilidad fiscal y los riesgos para esta y para el cumplimiento de la regla fiscal dual.

Para esta evaluación, el CFA utiliza modelos de deuda determinísticos y estocásticos, considerando su trayectoria respecto del nivel prudente de 45% del PIB, y las probabilidades de alcanzar distintos niveles de deuda y su evolución de largo plazo.

II. Marco normativo y decreto de política fiscal

A. Marco normativo

La Ley N°20.128, sobre responsabilidad fiscal, sienta las bases del marco fiscal chileno a partir de una regla fiscal dual. Esta se compone de un nivel prudente de deuda bruta del Gobierno Central para el mediano plazo y de una regla anual de BE, compatible con una trayectoria de deuda inferior a dicho nivel prudente. En este contexto, el artículo 1° de la Ley N°20.128 establece que:

"El Presidente o la Presidenta de la República, dentro de los noventa días siguientes a la fecha en que asuma sus funciones, mediante decreto supremo expedido por intermedio del Ministerio de Hacienda, establecerá las bases de la política fiscal que se aplicará durante su administración. Este decreto de política fiscal deberá contener un pronunciamiento explícito sobre las implicancias y efectos que tendrá su política fiscal sobre el Balance Estructural, por cada año de gobierno y un ancla de deuda de mediano plazo, medido a través de la deuda bruta del Gobierno Central total como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) para, al menos, el período de su administración".

Asimismo, el artículo mencionado indica que el CFA, en el ejercicio de su mandato legal establecido en la Ley N°21.148, debe emitir una "opinión fundada acerca de la idoneidad de las metas formuladas para la sostenibilidad fiscal", lo que realiza en el presente informe.

Por otra parte, cabe tener presente que el Ejecutivo publicó el 4 de julio de 2026 el Decreto Exento N°203, del Ministerio de Hacienda, en el que se modifica la metodología de cálculo del BE[3]. Los cálculos del BE utilizados en la elaboración del DPF para los años 2026 a 2030 se realizaron a partir de esta nueva metodología[4].

pueda pagar sin la necesidad de renegociaciones ni incumplimientos. En el referido informe semestral, se detallan los supuestos y escenarios de proyección de deuda utilizados.

[3] Principalmente, en lo que respecta al cálculo del BE, el decreto incorpora dos recomendaciones formuladas por el CFA en su Informe Técnico N°7, sobre actualización de la metodología: i) se incorpora un procedimiento de reestimación del PIB no minero tendencial cuando el Banco Central de Chile publica una revisión que modifica el nivel del PIB no minero efectivo, de modo de asegurar que el nivel del PIB no minero efectivo y tendencial utilizados para calcular la brecha del PIB no minero sean consistentes entre sí; y ii) se reemplaza la metodología de cálculo del ajuste cíclico de los ingresos del cobre provenientes de Codelco y de la minería privada, por una metodología basada en las proyecciones de ingresos fiscales elaboradas por la Dipres, que incorporan implícitamente los costos de producción y los dividendos de Codelco.

[4] Esto a pesar de que la metodología fue publicada con posterioridad a la fijación de las metas en el DPF de la actual administración.

B. Decreto de política fiscal

El Ejecutivo, cumpliendo con la obligación antes señalada, publicó el DPF, en el que establece metas de BE de -2,6% del PIB para 2026, -1,8% para 2027, -1,7% para 2028, -1,6% para 2029, y -1,5% para 2030. Además, el Ejecutivo mantuvo el nivel prudente de la deuda bruta en 45% del PIB como ancla de la deuda de mediano plazo.

Asimismo, para consolidar la sostenibilidad de las finanzas públicas, el DPF indica que el Ejecutivo impulsará una estrategia fiscal integral orientada a fortalecer el crecimiento económico y la sostenibilidad fiscal. Esta contempla cuatro pilares: i) promover la inversión, el empleo y la productividad; ii) fortalecer los ingresos fiscales permanentes; iii) racionalizar y mejorar la calidad del gasto público; y iv) promover una gestión eficiente de los recursos públicos (activos y pasivos del Estado, incluida la participación patrimonial en empresas públicas).

Con una perspectiva de mediano plazo, en materia de crecimiento económico, la Dipres identifica medidas en leyes recientemente promulgadas y proyectos de ley, como la Ley N°21.850 para la Reconstrucción Nacional y el Desarrollo Económico y Social y el proyecto de Reforma al Mercado de Capitales y Financiamiento a la Casa Propia (MK4), con sus respectivos efectos fiscales directos cuantificados en sus informes financieros y en su proyección de crecimiento en el IFP3T26 en el caso del primero. Por su parte, las proyecciones de financiamiento en la programación financiera del IFP3T26 permiten cuantificar operaciones vinculadas a la gestión de activos y pasivos del Estado. En cambio, no se identifican medidas específicas para fortalecer los ingresos fiscales permanentes. Por el lado del gasto, a la fecha se reconocen recortes realizados durante 2026, aunque con un efecto neto acotado por el reconocimiento de obligaciones vigentes, presiones recurrentes y nuevas medidas de gasto. Asimismo, tampoco se identifican medidas específicas que busquen materializar una consolidación fiscal de mediano plazo.

III. Análisis del nivel prudente de deuda y las metas fiscales

En primer lugar, se analiza el nivel prudente de deuda[5], definido como la razón deuda/PIB que no debe superarse, ya que representa un umbral que resguarda la solvencia fiscal ante posibles *shocks* macroeconómicos negativos que podrían llevar la deuda a una senda insostenible, y que constituye el ancla de sostenibilidad fiscal de mediano plazo del Gobierno Central. Luego se analizan las metas de BE, que corresponden a los objetivos operacionales de la política fiscal. Estas últimas deberían estar calibradas de manera que sean compatibles con una trayectoria proyectada de la deuda bruta que se mantenga por debajo del nivel prudente, asegurando así que las decisiones fiscales de corto plazo sean consistentes con la sostenibilidad de las finanzas públicas.

[5] La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (Ocde) (2020) sugiere que la estimación de este nivel se debe fundamentar en distintas metodologías y comparaciones internacionales.

A. Nivel prudente de deuda

En 2022, mediante el Decreto N°755 del Ministerio de Hacienda, se adoptó una regla fiscal dual que complementa el objetivo operacional asociado a la meta de BE con un ancla de deuda bruta del Gobierno Central de mediano plazo, fijada en un nivel prudente de 45% del PIB y mantenida por la actual administración en su DPF. Este nivel fue establecido por la Dipres de la administración anterior en el IFP1T22, tras evaluar tres enfoques metodológicos y adoptar, bajo un criterio conservador, el resultado del modelo de función de reacción fiscal y Balance Primario Máximo Factible (BPMF)[6]. Este enfoque, adoptado por la administración anterior, supone que el balance primario tiene un límite superior que, por razones económicas y políticas, resulta difícil de alcanzar. En consecuencia, a partir de cierto nivel de deuda, el esfuerzo fiscal, entendido como una mejora permanente del balance primario, necesario para estabilizar la deuda bruta se vuelve cada vez más exigente.

Para el DPF de 2026, el Ejecutivo no ha presentado nuevas estimaciones del nivel prudente de deuda. Al respecto, en el anexo se realiza una comparación de la situación actual de los principales determinantes estructurales para establecer ese nivel respecto de la existente en 2022, cuando se estableció en un 45% del PIB. Una visión conjunta de las variables muestra que la evolución de estos determinantes sugiere, al menos, la mantención de ese nivel.

Asimismo, el Consejo reitera que el nivel prudente de deuda debiese constituir un ancla fiscal estable, que responda a condiciones estructurales de nuestra economía y evite modificaciones discrecionales que debiliten su credibilidad. Por ello, valora que la actual administración haya mantenido dicho parámetro, preservando su función como referencia de sostenibilidad fiscal de largo plazo.

B. Metas de Balance Estructural

Una vez establecido el nivel prudente por parte de la autoridad, el CFA evalúa la idoneidad de las metas de BE en el DPF mediante sus modelos determinístico y estocástico de deuda[7], para verificar que estas efectivamente permitan mantener la deuda bruta por debajo del 45% del PIB, considerando posibles desviaciones y trayectorias de los supuestos macroeconómicos y fiscales.

[6] Los otros dos enfoques considerados por la Dipres fueron: i) un modelo de probabilidad de incumplimiento de deuda (Fournier y Bétin, 2018), que identifica una mediana cercana a 48% del PIB para países sin episodios de default; y ii) una revisión de la literatura sobre deuda y crecimiento (Checherita-Westphal et al., 2014), que identifica un rango de 50%-60% del PIB en economías de la Ocde, potencialmente menor en economías emergentes. El enfoque de BPMF se basa en el estudio de Eyraud *et al*. (2018). Para Chile, la Dipres consideró un BPMF de 2% del PIB, con una probabilidad de 90% de no superarlo, obteniendo un nivel prudente cercano a 45% del PIB. El CFA, en su Informe semestral del CFA N°3, utilizando una metodología similar a la descrita, estimó que para la deuda bruta el nivel prudente se ubicaba en 43% del PIB.

[7] Ver Arend, M., *et al.* (2025), Modelo determinístico de la deuda bruta del Gobierno Central de Chile, (Documento de Trabajo N°4), Consejo Fiscal Autónomo, julio de 2025; y Dosque, P. y M. Arend (2025), Modelo estocástico de la deuda bruta del Gobierno Central de Chile, (Documento de Trabajo N°5), Consejo Fiscal Autónomo, julio de 2025.

Escenario base

En su escenario base del IFP3T26, la Dipres proyecta que la deuda bruta aumentaría desde 42,7% del PIB en 2026 hasta 44,0% del PIB en 2029, manteniéndose en ese nivel en 2030 (ver cuadro 1). Así, según los cálculos realizados por la Dipres en su escenario base, las metas del decreto permitirían estabilizarla bajo el nivel prudente, aunque su cercanía a este nivel refuerza la importancia de considerar los riesgos de las proyecciones.

Por su parte, el CFA, en su Informe semestral del CFA N°15, utilizando supuestos distintos de los de la Dipres, cuyo efecto se analiza más adelante mediante ejercicios de sensibilidad, proyecta con su modelo de deuda determinístico que, bajo su escenario base y las metas del DPF[8], la deuda bruta aumentaría hasta 46,0% en 2030, superando el nivel prudente a partir de 2029 (45,3%).

Más allá del período del decreto, el CFA estima que mantener en el largo plazo el déficit estructural de 1,5% del PIB establecido para 2030 no sería compatible con la estabilización de la deuda y la sostenibilidad fiscal[9], por lo que se requerirían esfuerzos adicionales de consolidación fiscal después de esta administración. En el escenario base del CFA, que supone una convergencia del BE a 0% del PIB en el largo plazo, la deuda retornaría bajo el nivel prudente en 2037.

Cuadro 1: Proyecciones de deuda entre 2026 y 2030
(Porcentaje del PIB)

Año	Dipres	CFA
2026	42,7	42,8
2027	42,5	43,6
2028	43,5	44,2
2029	44,0	45,3
2030	44,0	46,0

Fuente: elaboración propia del CFA, con base en el IFP3T26 de la Dipres y el Informe semestral del CFA N°15.

Sensibilización de las estimaciones

Las estimaciones de los escenarios centrales de la Dipres y el CFA para el horizonte del decreto (2026-2030) difieren principalmente por los supuestos de i) crecimiento económico y ii) otros requerimientos de capital[10].

En el caso del **crecimiento económico**, el Ministerio de Hacienda proyecta en el IFP3T26 un impacto significativo de la Ley N°21.850, además de un alza adicional de la inversión por otras iniciativas de fomento a la inversión que permitiría alcanzar un crecimiento de 3,2% en el período 2027-2030 (3,5% en 2030). Esta cifra se compara con el supuesto de 2,8%

[8] Para ello, se consideraron los antecedentes recogidos en el DPF antes señalado, los parámetros estructurales para el BE estimados por los comités consultivos en agosto de 2026 y las proyecciones de la Dipres presentadas en el IFP3T26.
[9] Esto considera que en el largo plazo el nivel de otros requerimientos de capital se ubicaría en 1,26% del PIB, que es el promedio de estos entre 2010 y 2025 sin considerar los años 2020 a 2022 de la pandemia de Covid-19.
[10] Corresponden a transacciones de activos financieros distintos a los del Tesoro Público y de pasivos financieros diferentes a la deuda bruta, que afectan las necesidades de financiamiento del Gobierno Central, tales como bonos de reconocimiento, compra de cartera de Crédito con Aval del Estado (CAE), capitalización de empresas públicas, otorgamiento de préstamos y compra de acciones de organismos multilaterales, entre otros. En la presente década estos han representado 1,56% del PIB en promedio, superior al promedio de la década anterior de 1,16% del PIB.

utilizado por el CFA para dicho período (2,2% en 2030, basado en la estimación del Comité Consultivo del PIB No Minero Tendencial de 2026).

Es importante notar que la mejora proyectada por la Dipres del balance efectivo hacia 2030 se apoya en un crecimiento del PIB no minero (3,5% en el período 2027-2030) por sobre su tendencia (2,3% en el período 2027-2030), lo que genera una brecha del producto positiva y creciente (3,0% en 2030). Esta brecha positiva y creciente contradice la definición de un ajuste cíclico que debería desaparecer en el mediano plazo. Además, favorece la proyección del balance efectivo, genera mayor incertidumbre en el cálculo del BE, que depende de distintas elasticidades, e incide en la trayectoria de la deuda. Por ello, el Consejo reitera su recomendación de contemplar la convergencia del PIB no minero a su nivel tendencial en el largo plazo, salvo que existan razones económicas debidamente fundamentadas para justificar una brecha persistentemente positiva[11].

Para evaluar la incidencia del supuesto de crecimiento económico en la trayectoria de la deuda, en el Informe semestral del CFA N°15 se realiza un ejercicio de sensibilidad que muestra que un mayor crecimiento, en línea con lo proyectado por el Ministerio de Hacienda en el IFP3T26, manteniendo los demás supuestos del Consejo, moderaría el aumento de la deuda bruta, situándola en 45,3% del PIB en 2030[12]. Este resultado releva la importancia del crecimiento económico en la trayectoria de la deuda y los riesgos de superar el nivel prudente según si se materializa o no el alza esperada del crecimiento del PIB.

Respecto de los **otros requerimientos de capital**, el escenario base del CFA incorpora como supuesto, además de las transacciones bajo la línea identificadas por la Dipres, un componente residual de otras transacciones financieras, estimado a partir de su comportamiento reciente, equivalente a aproximadamente 0,66% del PIB anual entre 2027 y 2030[13]. Este supuesto considera que pueden surgir necesidades adicionales de financiamiento, como ilustra: i) la disminución prevista de la deuda flotante en 2026 (0,76% del PIB) que no estaba planificada en 2025; y ii) la capitalización del Fondo Nacional de Vivienda (Fonavi) (0,16% del PIB anual entre 2027 y 2029, de acuerdo con el proyecto MK4), que no se encuentra considerada en las proyecciones de deuda de la Dipres[14].

Probabilidad de superar el nivel prudente de deuda

De acuerdo con el modelo estocástico y supuestos del CFA, la probabilidad de superar el nivel prudente de deuda bruta de 45% del PIB se mantendría por debajo del 50% hasta 2028, para luego aumentar a 52,4% en 2029 y 54,9% en 2030 (ver cuadro 2). A su vez, en 2030, el

[11] Consistente con esta recomendación, el escenario base del Informe semestral del CFA N°15 se considera un cierre de la brecha del PIB no minero a 2028.

[12] Nótese que en este informe se asume un BE de -2,6% del PIB para 2026, que corresponde a la meta de BE para ese año, mientras que en el escenario alternativo 1 (de mayor crecimiento económico), del mismo informe, se supone un déficit estructural de 2,4% del PIB. Este último, es el BE estimado por la Dipres en millones de pesos para 2026 dividido por el PIB utilizado por el CFA para sus proyecciones.

[13] Nótese que el total de otros requerimientos de capital fue 1,93% del PIB promedio entre 2022 y 2025.

[14] A juicio del Consejo, una práctica prudencial al conocerse compromisos de este tipo es incorporar en la programación financiera sus necesidades de financiamiento. Consistente con esta recomendación, el CFA incluye en su proyección de la deuda realizada en el Informe semestral del CFA N°15 mayores requerimientos de financiamiento bajo la línea en el horizonte de programación financiera.

50% central de las trayectorias proyectadas se ubicaría en un rango de entre 41,0% y 51,2% del PIB (percentiles 25 y 75, respectivamente; ver gráfico 1). Por su parte, la deuda proyectada por la Dipres para 2030 se situaría en el percentil 39 de esta distribución, lo que significa que el 61% de las trayectorias estimadas por el CFA mostraría una deuda superior a dicha proyección.

Cuadro 2: Probabilidad de que la deuda bruta supere el nivel prudente

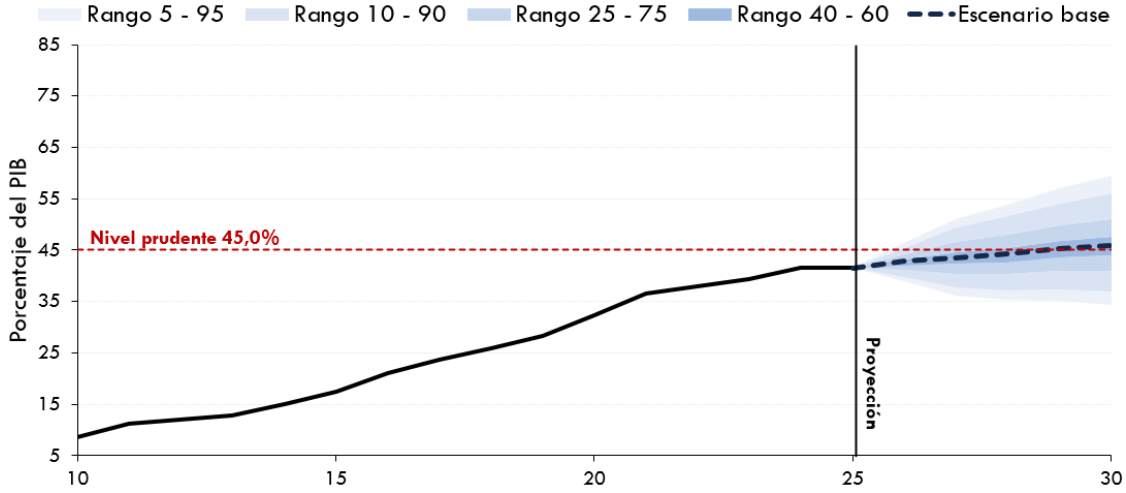
(Porcentaje)

Año	Probabilidad
2026	16,1
2027	38,2
2028	44,8
2029	52,4
2030	54,9

Fuente: elaboración propia del CFA, con base en el modelo estocástico del CFA.

Gráfico 1: Proyección de deuda bruta, modelo estocástico (centrado en el escenario base del CFA)

(Porcentaje del PIB, 2010 - 2030)



Fuente: elaboración propia del CFA, con base en supuestos del escenario base y Dosque y Arend (2025).

Nota: las áreas sombreadas muestran los rangos comprendidos entre los percentiles 5, 10, 25, 40, 60, 75, 90 y 95 de la distribución de resultados posibles para cada año, producto de desviaciones transitorias (y habituales en una proyección) de las variables macroeconómicas y fiscales utilizadas. Estas desviaciones se calibran a partir del comportamiento histórico conjunto de las variables macroeconómicas y fiscales que inciden en la dinámica de la deuda bruta del Gobierno Central.

IV. Idoneidad de las metas fiscales y riesgos

A. Idoneidad de las metas fiscales

El CFA destaca que el DPF no modifique el nivel prudente de deuda en 45% del PIB, dado que la evolución de sus determinantes sugiere al menos su mantención. A su vez, releva que las metas de BE contemplen una reducción del déficit estructural desde 3,1% del PIB en 2025 a 1,5% en 2030. Las metas de BE van en la dirección correcta y, según las estimaciones de la Dipres, permitirían estabilizar la deuda por debajo del nivel prudente de 45% del PIB. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones del escenario base del CFA, la probabilidad

de que la deuda supere dicho umbral es elevada, superando el 50% en 2029 y cercana a 55% en 2030.

En este contexto, el Consejo considera que la idoneidad de las metas para resguardar la sostenibilidad fiscal, en la práctica, dependerá de cuatro condiciones conjuntas: i) el cumplimiento estricto cada año de las metas de BE, con medidas adicionales, identificadas y cuantificadas, que permitan cerrar las holguras negativas; ii) la materialización de la trayectoria de crecimiento económico proyectada por el Ministerio de Hacienda, cuyo promedio es de 3,2% para el período 2027-2030; iii) la contención de los otros requerimientos de capital conforme a las proyecciones de la Dipres en el IFP3T26 de 0,49% del PIB promedio entre 2026 y 2030; y iv) una gestión fiscal consistente y adaptable frente a contingencias adversas, considerando los riesgos de incumplimiento de las proyecciones y la incertidumbre sobre la trayectoria de la deuda.

Para contribuir al cumplimiento de las condiciones señaladas, y considerando las presiones de gasto de mediano plazo y las dificultades para materializar ajustes netos, el Consejo reitera su recomendación de que la consolidación combine de manera equilibrada cuatro dimensiones de política para generar mayor espacio fiscal:

i). Mayor crecimiento económico potencial;

ii). Reducción de la evasión y elusión tributarias;

iii). Nuevas fuentes de ingresos estructurales; y

iv). Mayor eficiencia y/o ajustes en el gasto público y en los requerimientos bajo la línea.

Para avanzar en estas cuatro dimensiones, el Consejo reitera que es necesario un acuerdo amplio por la sostenibilidad fiscal, que incluya al Ejecutivo y al Congreso, considerando que su implementación podría requerir diversas medidas legislativas.

Si bien los pilares de la estrategia fiscal del DPF del Ministerio de Hacienda se alinean con estas dimensiones, el Consejo releva la importancia de que se traduzcan en medidas concretas y cuantificadas, que sustenten la senda de consolidación, reduzcan la exposición a riesgos y permitan converger hacia un BE compatible con la estabilización de la deuda bruta bajo el nivel prudente.

Asimismo, el Consejo reitera su recomendación de publicar una estrategia anual de financiamiento que incorpore objetivos de mediano plazo y explicite los costos y riesgos asociados a la composición de la deuda. El análisis realizado en el recuadro 1 sugiere que dicha estrategia debiera contemplar no solo un rango objetivo de composición por monedas, sino también por plazos, de modo de contribuir al manejo responsable de la política fiscal.

B. Riesgos

Los riesgos fiscales corresponden a aquellos factores que pueden provocar que los resultados se desvíen de los estimados al momento de realizar las proyecciones[15]. Su

[15] Ver FMI (2016), "*Analyzing and Managing Fiscal Risks - Best Practices*".

identificación no supone que vayan a materializarse completamente, pudiendo incluso no hacerlo; pero sí permite monitorear y anticipar sus posibles efectos.

Dada la cercanía de la deuda bruta proyectada al nivel prudente de 45% del PIB, resulta relevante considerar los riesgos que podrían aumentar la deuda y dificultar el cumplimiento de las metas de BE. Entre ellos destacan:

- **Riesgos macroeconómicos y financieros internacionales**: un deterioro del escenario económico o de las condiciones financieras internacionales podría traducirse en menor crecimiento, una caída del precio del cobre, mayores costos de financiamiento soberano y presiones sobre el tipo de cambio. Estos factores podrían incrementar la deuda pública. En este contexto, el mayor peso de la deuda en moneda extranjera junto con una duración más corta de la deuda genera una mayor vulnerabilidad financiera[16].

- **Crecimiento efectivo para el período 2027-2030 inferior al esperado:** las proyecciones de ingresos de la Dipres para el período 2027-2030 se sustentan en una trayectoria de mayor crecimiento del PIB asociada a los efectos esperados de la Ley N°21.850, por lo que, de no materializarse dichos efectos, parcial o totalmente, los ingresos fiscales podrían ser menores que los proyectados, deteriorando el balance efectivo y presionando al alza la trayectoria de deuda.

- **Dificultades para ajustar el gasto y presiones estructurales**: la experiencia reciente evidencia dificultades para materializar ajustes significativos del gasto. A ello se suman presiones asociadas al envejecimiento poblacional (pensiones, salud y cuidados[17]), al cambio climático y a la ocurrencia de desastres naturales, así como la eventual materialización de pasivos contingentes (como las garantías estatales otorgadas), que podrían incrementar los déficits fiscales de mediano y largo plazo.

- **Mayores costos de refinanciamiento de la deuda:** la necesidad de refinanciar un importante monto de bonos soberanos durante el período 2027-2030 (US$52.100 millones), emitidos originalmente a tasas inferiores a las actuales, genera el riesgo de que los gastos por intereses superen lo proyectado si las condiciones de financiamiento resultan menos favorables que las previstas. Ello reduciría el espacio disponible para otras prioridades presupuestarias o para realizar ajustes fiscales.

Por otra parte, existen factores que podrían contribuir a una deuda bruta más baja y facilitar el cumplimiento de las metas de BE. En particular, una prolongación del alza del precio del cobre, impulsada por la demanda asociada a la electrificación, los vehículos eléctricos y la infraestructura para la inteligencia artificial, junto con restricciones de oferta, podría aumentar los ingresos y contribuir a estabilizar la deuda bruta.

[16] En particular, en 2027 existe una mayor exposición de deuda de corto plazo, dado que las amortizaciones de deuda proyectadas para 2027 alcanzarían, de acuerdo con la Dipres, US$17.423 millones (de los cuales, más del 40% correspondería a letras del Tesoro emitidas en 2026).

[17] Dipres (2026) estima que el aumento en gasto primario entre 2026 y 2050 será de 4,7% del PIB, llegando el gasto del Ministerio de Salud a concentrar el 40% del gasto en 2050, mientras que el de Trabajo y Previsión Social el 20%.

Recuadro 1: Costos de financiamiento, amortizaciones de deuda y riesgos

De acuerdo con el IFP3T26, las amortizaciones de deuda del Gobierno Central alcanzarían $15,4 billones (US$17.423 millones) en 2027, más del doble de 2026 ($6,9 billones, en pesos de 2027), y representarían cerca del 63% de las necesidades brutas de financiamiento. Respecto del IFP2T26, aumentarían en $6,1 billones, principalmente por vencimientos de deuda en pesos, que suman $12,8 billones (83% del total). De este monto en pesos, $6,7 billones corresponderían a letras del Tesoro emitidas en 2026 con vencimiento en 2027, equivalentes a más del 40% de las amortizaciones totales[18].

Este aumento refleja un cambio en el uso de las letras del Tesoro, tradicionalmente destinadas a financiar necesidades de caja dentro del mismo año. Entre 2020 y 2024, todas vencieron en el año de emisión, mientras que desde 2025 una proporción creciente vence al año siguiente[19]. Así, su participación en la emisión total aumentó de 31% en 2024 a 43% en 2026, junto con un fuerte incremento de las licitaciones (ver cuadro R.1).

El mayor uso de letras señalado coincide con tasas de corto plazo más bajas que las de largo plazo, a diferencia de años anteriores. Por ejemplo, en 2026 las letras se han adjudicado a una tasa promedio de 4,3%, frente a 5,9% de los bonos en pesos a más de doce años (ver cuadro R.1).

La composición de la emisión de 2026 al 20 de octubre muestra también una dimensión de monedas. Del total emitido en el año (US$18.587 millones), un 58,6% se colocó en el mercado local y un 41,4% en el mercado internacional, donde la deuda está denominada principalmente en dólares y euros. Esta mayor presencia en los mercados externos, causada en parte por

Cuadro R.1: Tasas de adjudicación por plazo y licitaciones de letras del Tesoro

(Porcentaje asa promedio ponderada por monto adjudicado, número de licitaciones)

Año	Letras hasta 18 meses	Bonos de 18 meses a 3 años	Bonos de 3 a 6 años	Bonos de 6 a 12 años	Bonos de más de 12 años	Licitaciones de Letras
	%	%	%	%	%	unidad
2022	8,5	8,1	-	7,0	6,6	**2**
2023	10,4	-	-	5,4	5,5	**3**
2024	5,9	5,9	5,5	6,1	5,7	**6**
2025	4,7	5,0	5,5	5,7	5,8	**30**
2026	4,3	4,9	5,8	5,4	5,9	**49**

Fuente: elaboración propia del CFA, con base en información del Ministerio de Hacienda.
Nota: las tasas corresponden al promedio ponderado por monto adjudicado de las licitaciones de bonos y letras del Tesoro denominados en pesos, según plazo al vencimiento a la fecha de licitación. El número de licitaciones sobre el que se calcula el promedio de cada año es de 8 en 2022, 13 en 2023, 68 en 2024, 117 en 2025 y 120 en 2026. En el tramo hasta 18 meses, los promedios de 2022 y 2023 se basan en 2 y 3 licitaciones, respectivamente. La última columna corresponde al número de licitaciones de letras del Tesoro de cada año. Las cifras de 2026 consideran información al 20 de octubre.

[18] Al 20 de octubre de 2026 se habían colocado $5,0 billones en letras con vencimiento en 2027. Los $6,7 billones suponen ejecutar el calendario de licitaciones del cuarto trimestre.

[19] Las letras que vencen dentro del año de emisión no utilizan el cupo de endeudamiento de la Ley de Presupuestos, a diferencia de aquellas que vencen al año siguiente.

una mayor estrechez del mercado interno tras los retiros de los fondos de pensiones ocurridos en 2020 y 2021, ha coincidido con condiciones favorables para los bonos soberanos de Chile en moneda extranjera. Con todo, el *stock* de deuda en moneda extranjera se mantiene en torno a un tercio del *stock* total (34% a fines de 2025), muy por encima del 17,7% registrado en 2016 (ver gráfico R.1) y similar a la proporción observada desde 2021 en adelante.

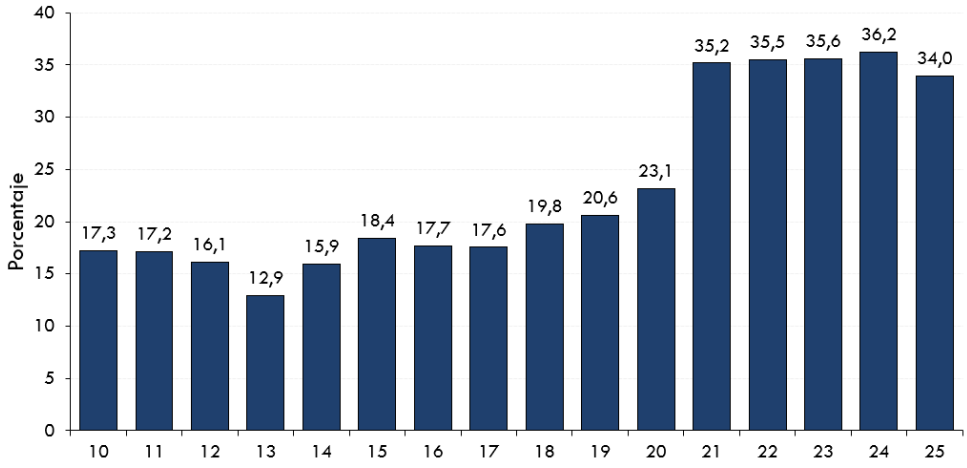
Sin embargo, el menor costo actual de financiamiento mediante deuda de corto plazo -respecto al endeudamiento de largo plazo- y bonos en moneda extranjera debe evaluarse considerando los riesgos asociados a la composición de la deuda:

- **Riesgo de refinanciamiento**: la concentración de vencimientos obliga al Fisco a renovar montos elevados en plazos acotados, lo que podría dificultarse ante un deterioro de las condiciones financieras externas. Este riesgo se acentúa por la elevada participación de letras del Tesoro en los vencimientos de 2027, lo que incrementa las necesidades de refinanciamiento en el corto plazo.

- **Riesgo cambiario**[20]: una depreciación del peso elevaría el valor en pesos de la deuda denominada en moneda extranjera, así como el costo de sus intereses. Por ejemplo, al tipo de cambio del cierre estadístico de este informe ($981 por dólar), la deuda bruta proyectada a 2026 sería 0,73 pp del PIB superior a la estimada por la Dipres en el IFP3T26, que utiliza un tipo de cambio de $910 y alcanzaría un nivel de 43,4% del PIB.

Gráfico R.1: Proporción de deuda en moneda extranjera

(Porcentaje de la deuda total al final del año)



Fuente: elaboración propia del CFA, con base en información de la Dipres.

[20] En su informe de abril de 2024, el Consejo estimó el efecto sobre la deuda bruta de un alza de 10% del tipo de cambio nominal. Con la composición por monedas vigente en ese momento, el salto inicial alcanzaba 1,6 pp del PIB (en torno a 0,16 pp del PIB por cada 1% de depreciación), frente a 0,5 pp con los parámetros del período 2010-2013.

V. Recomendaciones del presente informe

En la siguiente tabla se consigna, a modo de resumen, la totalidad de las recomendaciones formuladas por el Consejo en el presente informe.

Resumen de recomendaciones del Consejo
Insistencias de recomendaciones previas del CFA
Materia: Mantener el nivel prudente de deuda como un ancla fiscal estable, que responda a condiciones estructurales de nuestra economía y evite modificaciones discrecionales que debiliten su credibilidad, preservando su función como referencia de sostenibilidad fiscal de largo plazo. **Dirigido a:** Ministerio de Hacienda. **Hito de seguimiento:** Publicación en decreto de política fiscal.
Materia: Contemplar la convergencia del PIB no minero a su nivel tendencial en el largo plazo, salvo que existan razones económicas debidamente fundamentadas que justifiquen una brecha persistentemente positiva. **Dirigido a:** Ministerio de Hacienda y Dipres. **Hito de seguimiento:** Publicación en informe de finanzas públicas.
Materia: Incorporar en la programación financiera las necesidades de financiamiento de la capitalización del Fonavi y de otros compromisos conocidos que aún no estén considerados en las proyecciones de deuda. **Dirigido a:** Dipres. **Hito de seguimiento:** Publicación en informe de finanzas públicas.
Materia: Combinar de manera equilibrada cuatro dimensiones de política para generar mayor espacio fiscal: i) mayor crecimiento económico potencial; ii) reducción de la evasión y elusión tributarias; iii) nuevas fuentes de ingresos estructurales y, iv) mayor eficiencia y/o ajustes en el gasto público y de los requerimientos bajo la línea. **Dirigido a:** Ministerio de Hacienda y Dipres. **Hito de seguimiento:** Publicación en informe de finanzas públicas.
Materia: Alcanzar un acuerdo amplio por la sostenibilidad fiscal, que incluya al Ejecutivo y al Congreso, considerando que su implementación podría requerir diversas medidas legislativas. **Dirigido a:** Ejecutivo y Congreso. **Hito de seguimiento:** Seguimiento trimestral de eventual suscripción del referido acuerdo.
Materia: Traducir los pilares de la estrategia fiscal en medidas concretas y cuantificadas que sustenten la senda de consolidación, reduzcan su exposición a riesgos y permitan

converger hacia un Balance Estructural compatible con la estabilización de la deuda bruta bajo el nivel prudente. **Dirigido a:** Ministerio de Hacienda. **Hito de seguimiento:** Publicación en informe de finanzas públicas.
Materia: Publicar una estrategia anual de financiamiento que incorpore objetivos de mediano plazo, explicitando los costos y riesgos asociados a la composición de la deuda, e identificando un rango objetivo de composición por monedas y por plazos. **Dirigido a:** Ministerio de Hacienda. **Hito de seguimiento:** Publicación de la estrategia anual de financiamiento.
Materia: Entender el umbral de 45% del PIB como un techo de deuda y no como un objetivo. **Dirigido a:** Ministerio de Hacienda. **Hito de seguimiento:** Publicación en informe de finanzas públicas.

Referencias

Arend, M., Dosque, P., García, A., & Subiabre, G. (2025). *Modelo determinístico de la deuda bruta del Gobierno Central de Chile* (Documento de Trabajo N°4). Consejo Fiscal Autónomo de Chile.

Checherita-Westphal, C., Hughes Hallet, A., & Rother, P. (2014). *Fiscal sustainability using growth-maximizing debt targets*. *Applied Economics, 46*(6), 638–647.

Dirección de Presupuestos. (2026). *Proyecciones de gasto público en Chile 2025-2050* (Estudios de Finanzas Públicas).

Dosque, P. & Arend, M. (2025). *Modelo estocástico de deuda bruta del Gobierno Central de Chile* (Documento de trabajo N°5). Consejo Fiscal Autónomo de Chile.

Eyraud, L., Baum, A., Hodge, A., Jarmuzek, M., Ture, H. E., Mbaye, S., & Kim, Y.-B. (2018). *How to calibrate fiscal rules: A primer* (*IMF How to Notes* No. 2018/002). International Monetary Fund.

Fondo Monetario Internacional. (2016). *Analyzing and managing fiscal risks-best practices* (IMF Policy Paper No. 2016/025).

Fournier, J-M., & Bétin, M. (2018). *Limits to government debt sustainability in middle income countries* (OECD Economics Department Working Papers No. 1493). OECD Publishing.

Izquierdo, S., Rodríguez, J., & Álvarez, J. (2026). Radiografía del gasto fiscal en Chile 1990-2025 (Puntos de Referencia N.º 781). Centro de Estudios Públicos.

Organization for Economic Co-operation and Development. (2020). *Assessing Chile's analytical framework for long-term fiscal sustainability*.

Anexo: Comparación de determinantes del nivel prudente de deuda en 2022 y 2026

Como parte de su evaluación, el CFA compara la situación actual de los principales determinantes estructurales del nivel prudente de deuda con la existente en 2022, cuando se estableció dicho nivel, agrupados en tres ámbitos: i) condiciones fiscales e institucionales; ii) condiciones macroeconómicas; y iii) condiciones financieras[21].

En cuanto a las **condiciones fiscales e institucionales,** que determinan el espacio político y económico para realizar ajustes fiscales, se observa un menor margen para enfrentar mayores niveles de endeudamiento. La deuda bruta aumentó de 36,3% a 41,5% del PIB, mientras que los activos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) se mantuvieron en torno a 1% del PIB. Asimismo, la proporción del gasto determinada por leyes permanentes aumentó de 61% a 83%, según Izquierdo *et al*. (2026), dificultando la capacidad de realizar ajustes fiscales, y los gastos por intereses pasaron de 2,7% de los gastos fiscales en 2021 (3,8% en 2019) a 5,7%, disminuyendo el espacio de gasto. Cabe notar que, aunque el déficit fiscal promedio disminuyó desde 2022, esta comparación está influida por los efectos de la pandemia en el período anterior. Por último, el estado de derecho, de acuerdo con el índice del *World Justice Project* (WJP), se mantuvo constante respecto a cuatro años atrás (ver cuadro A.1).

Respecto de las **condiciones macroeconómicas**, que inciden en la capacidad de sostener superávits primarios elevados y en el balance requerido para la sostenibilidad fiscal, destaca la reducción del diferencial entre crecimiento tendencial y tasa de interés real neutral, de 2,26 a 0,86 pp, limitando el margen para sostener mayores niveles de deuda. En contraste, la participación de los ingresos del cobre se mantuvo estable, mientras que el margen del precio del cobre respecto a los costos de producción y la volatilidad del precio del cobre mostraron mejoras (ver cuadro A.1).

En cuanto a las **condiciones financieras**, que determinan el entorno de endeudamiento del Gobierno Central, destaca el aumento de la tasa del Tesoro estadounidense a 10 años de 1,4% en 2021 a 4,3% promedio en 2025, y alcanzando 5,3% en octubre de 2026, encareciendo el financiamiento. Por su parte, la clasificación crediticia de Chile se mantuvo relativamente estable, al igual que la participación de la deuda en moneda extranjera y la volatilidad financiera, mientras que la volatilidad cambiaria se redujo (ver cuadro A.1).

Una visión conjunta de las variables muestra que determinantes claves para el nivel prudente se deterioraron (aumento de la deuda, mayor rigidez del gasto, menor diferencial entre el crecimiento y la tasa de interés real y mayores tasas de interés internacionales, entre otros), mientras que otros se mantuvieron relativamente estables (bajo nivel de activos en el FEES, proporción de deuda en moneda extranjera, clasificación crediticia, entre otros). Por último, tres variables revisadas mejoraron (margen del precio del cobre sobre

[21] Las variables nombradas a continuación no son exactamente las variables incorporadas en un modelo econométrico del nivel prudente de deuda, sino que se presenta un rango más amplio de variables consideradas en la literatura para entregar una perspectiva más completa de los determinantes teóricos del nivel prudente de deuda.

costos y menor volatilidad del precio del cobre y del tipo de cambio). Por tanto, la evolución del conjunto de estos determinantes sugiere al menos la mantención del nivel prudente de deuda. Es más, refuerza que el umbral de 45% debe ser entendido como un techo y no como un objetivo.

Cuadro A.1: Comparación de determinantes del nivel prudente de deuda en 2022 y 2026: Condiciones fiscales, macroeconómicas y financieras

(Porcentaje del PIB, % del gasto total, % del ingreso fiscal, %, cUS$/lb, pp, $/US$, índice, % del total)

Variable	Decreto de política fiscal Decreto N°755 (2022)	Decreto N°486 (2026)
Concidiciones fiscales e institucionales		
Deuda bruta del Gobierno Central, cierre del año anterior (% del PIB)	36,3	41,5
Déficit efectivo, promedio cuatro años anteriores (% del PIB)[1]	-4,9	-1,7
Activos del FEES, cierre del año anterior (% del PIB)	0,9	1,0
Gastos en intereses, año anterior (% de los gastos fiscales)[2]	2,7	5,7
Gasto determinado por leyes permanentes (% del gasto total)[3]	61	83
Índice de estado de derecho, WJP Rule of Law Index, año anterior	0,66	0,66
Condiciones macroeconómicas		
Crecimiento del PIB tendencial, primer año del decreto (%)[4]	2,6	2,5
Crecimiento del PIB tendencial, promedio del período del decreto (%)[4]	2,76	2,06
Tasa de interés real neutral (%)[5]	0,50	1,20
Diferencial crecimiento del PIB tendencial promedio - tasa real neutral (pp)	2,26	0,86
Ingresos del cobre, promedio cuatro años anteriores (% de los ingresos fiscales)	7,7	7,7
Margen del cobre: precio BML – costo neto C3 (¢US$/lb)[6]	101,9	126,7
Volatilidad del precio del cobre (desviación estándar, pp)[7]	26,1	7,4
Condiciones financieras		
Tasa de interés del UST10 (promedio año anterior al decreto) (%)	1,4	4,3
Clasificación crediticia de la deuda soberana de Chile (*Moody's, S&P, Fitch*)	A1, A, A-	A2, A, A-
Tipo de cambio nominal, promedio año anterior al decreto ($/US$)	759,3	951,6
Volatilidad del tipo de cambio nominal diario, año anterior	46,4	23,2
Proporción de deuda del Gobierno Central en moneda extranjera, año anterior (% del total)	35,2	34,0
Promedio VIX diario, año anterior	19,72	18,93

Fuente: elaboración propia del CFA, con base en información de la Dipres, Izquierdo *et al.* (2026), el Banco Central de Chile, Cochilco, el Banco Mundial, la *Federal Reserve Bank of St. Louis, Moody's, S&P y Fitch*.
(1): promedio del balance efectivo del Gobierno Central en 2018–2021 y 2022–2025. El promedio entre 2016-2019, para excluir los años afectados por la crisis del Covid-19 (2020-2022), es -2,5% del PIB, mientras que el promedio entre 2023 y 2025 es -2,7% del PIB.
(2): en 2021 el gasto total fue 31,9% del PIB, reduciendo transitoriamente el gasto por intereses como proporción del gasto total. En 2019 el gasto por intereses fue 3,8% del gasto total.
(3): los resultados corresponden a las leyes de presupuestos de 2022 y 2026, Izquierdo *et al.* (2026).
(4): Comité Consultivo del PIB Tendencial 2021 y Comité Consultivo del PIB No Minero Tendencial 2025 (PIB tendencial total). Promedio de 2022–2026 y 2026–2030, respectivamente.
(5): mediana de estimaciones de la tasa real neutral del Banco Central de Chile (BCCh) en Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2021 y diciembre de 2025, respectivamente.
(6): precio promedio anual del cobre Bolsa de Metales de Londres (BML) menos el Costo Neto de la Comisión Chilena del Cobre (Cochilco) a cátodo (costo total, comparable a C3), en los 4 años previos (2018–2021 y 2022–2025).
(7): desviación estándar de la variación porcentual anual del precio nominal promedio del cobre BML en los 4 años previos (2018–2021 y 2022–2025).
Nota: para el decreto 2022–2026 se consideran datos hasta 2021 y para el decreto 2026–2030, hasta 2025.

CONSEJO
FISCAL
AUTÓNOMO

Análisis del decreto sobre las bases de la política fiscal 2026 - 2030