

# **META DE SUPERÁVIT ESTRUCTURAL: ELEMENTOS PARA SU ANALISIS**

**Eduardo Engel, Mario Marcel y Patricio Meller**

**Mayo de 2007**

## **1. Introducción**

Desde 2001 el gobierno de Chile ha conducido su política fiscal sobre la base de una regla preanunciada consistente en la generación de un superávit estructural en el Gobierno Central equivalente a 1% del PIB anual. Esta ha sido una política exitosa porque le ha permitido al país amortiguar los shocks externos a través de la operación de los estabilizadores automáticos del presupuesto, porque ha reducido las percepciones de riesgo sobre la economía nacional, y porque ha permitido contar con financiamiento público estable para programas y reformas sociales prioritarios<sup>1</sup>.

La regla aplicada en Chile considera la situación fiscal en una perspectiva de mediano plazo. Para ello se separa el efecto sobre los ingresos fiscales de fenómenos cíclicos que afectan a la recaudación tributaria, las cotizaciones previsionales y los ingresos provenientes del cobre. Así, el indicador de balance estructural utilizado en Chile aísla el efecto cíclico de tres variables macroeconómicas que influyen en la determinación de los ingresos del Gobierno Central: la actividad económica, el precio del cobre y el precio del molibdeno<sup>3</sup>. De esta manera, el balance estructural refleja el resultado financiero que hubiese tenido el Gobierno Central en un año dado si el Producto Interno Bruto (PIB) hubiese estado en su curso de tendencia y los precios del cobre y del molibdeno fuesen los de largo plazo.

Desde la instauración de la política de balance estructural, la autoridad se autoimpuso una meta de superávit estructural anual equivalente al 1% del PIB. Esta meta se justificó por tres razones. Primero, por la existencia de un déficit operacional sostenido y un patrimonio negativo del Banco Central producto del rescate de la banca privada en los años ochenta y de la política cambiaria de los años noventa. Segundo, por la existencia de pasivos contingentes relacionados principalmente con la garantía estatal de pensiones mínimas y asistenciales. Y tercero, por la existencia de vulnerabilidades externas asociadas a descalces

---

<sup>1</sup> Para una revisión de las reglas fiscales en aplicación y algunos criterios para su evaluación, véase Buiter (2003); Kopits (2001) y Perry (2003).

<sup>3</sup> Para una completa descripción de la metodología de balance estructural aplicada en Chile y los perfeccionamientos que ha tenido en el tiempo, ver Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001) y Rodríguez, Tokman y Vega (2006).

cambiaros y potenciales limitaciones al endeudamiento en moneda nacional (lo que se conoce como el “pecado original”).

De esta manera, en su aplicación durante sus primeros seis años, la política fiscal ha resultado de la combinación de dos elementos. Por un lado, una medición estructural, o cíclicamente ajustada, del balance del gobierno central, y, por otro, una meta anual de superávit equivalente a 1% del PIB.

El actual gobierno se comprometió a mantener los principios básicos de la regla basada en el concepto de balance estructural, pero señaló que revisaría la meta de 1% sobre la base de los cambios que pudieran producirse en los factores que justificaron dicha meta en un principio.

En atención a lo anterior, el Ministerio de Hacienda ha solicitado una opinión externa sobre la situación vigente en las tres áreas principales desde las que se ha fundamentado la meta de superávit estructural de 1% del PIB, vale decir: (a) el balance operacional del Banco Central; (b) la existencia de pasivos contingentes y otros factores de riesgo en la finanzas públicas, y (c) el riesgo de fluctuaciones cambiarias derivadas de descalces de moneda en el sector público y otros agentes económicos.

En este documento se responde a la solicitud del Ministerio de Hacienda. En particular, este documento realiza una evaluación de los cambios experimentados por el país en las tres áreas indicadas tomando como comparación la situación vigente al momento de fijarse la meta de 1% del PIB. Dichos cambios se contrastan con la evolución de la situación patrimonial del sector público en el mismo período, concluyendo con algunas recomendaciones.

## **2. Revisión de los factores que justificaron la meta de Superávit Estructural de 1% del PIB<sup>4</sup>**

### **Situación patrimonial y déficit operacional del Banco Central**

En la fijación de la meta de superávit estructural de 1% del PIB se tomó en cuenta el balance operacional del Banco Central en atención a que éste tiene un efecto sobre la demanda interna análogo al del balance del Gobierno Central. En particular, el déficit operacional del Banco Central corresponde a la diferencia entre los intereses y otros ingresos percibidos por el Banco, por un lado, y los gastos operacionales y los intereses pagados, por otro. Dicho balance es en consecuencia sensible al rendimiento de los activos y pasivos financieros del Banco Central y a su composición.

Hacia finales de la década del 90 el déficit operacional del Banco Central se situaba en alrededor de un 1% del PIB. Este déficit operacional del Banco Central

---

<sup>4</sup> La justificación inicial de los objetivos de la meta de superávit estructural se encuentran en Ministerio de Hacienda (2000).

respondía a dos causas fundamentales: el rescate del sistema financiero en 1982 y la política de acumulación de reservas internacionales seguida durante la segunda mitad de los 90. Ambos factores también incidían sobre el balance patrimonial del Banco, aunque no existe una relación unívoca entre balance y resultado operacional<sup>5</sup>.

La situación financiera del Banco Central de Chile ha venido mejorando en los años recientes. En 2005 el déficit operacional del Banco se había reducido a la mitad y los antecedentes indican que desde entonces se han producido mejoras adicionales.

La reducción en el déficit operacional de Banco Central desde 2000 ha obedecido a tres causas fundamentales. Por una parte, la deuda subordinada se ha reducido significativamente como producto de las operaciones realizadas en la década del 90. En segundo lugar, el Fisco ha reducido sus pasivos con el Banco Central. En este período el gobierno no sólo ha servido íntegramente su deuda, sino que ha prepagado una significativa proporción de ésta. De tal modo, esta deuda se ha reducido desde 9,6% del PIB en diciembre de 1999 a sólo 0,9% del PIB en diciembre de 2006. Finalmente, con el paso a una política cambiaria de flotación, las reservas internacionales se han reducido desde 21,2% del PIB a 13,4% del PIB entre fines de 1999 y fines de 2006<sup>6</sup>.

La completa eliminación del déficit operacional del Banco Central sin embargo, aún depende de que se complete el proceso de capitalización del Banco Central. De acuerdo a la Ley de Responsabilidad Fiscal, este proceso se inició a fines de 2006 y podrá seguirse desarrollando hasta 2011, con aportes anuales de hasta 0,5% del PIB.

### **Pasivos Contingentes en el Ámbito Previsional**

Al momento de formularse la meta de superávit estructural de 1% del PIB, el estado chileno enfrentaba una serie de pasivos contingentes entre los que destacaban la garantía estatal de pensiones mínimas, las garantías entregadas bajo el programa de concesiones de infraestructura, la garantía estatal a los depósitos bancarios y las demandas judiciales contra el Fisco. De éstas se consideró de especial relevancia las correspondientes al ámbito previsional y del sistema de concesiones.

La garantía estatal de pensión mínima nació con la reforma previsional de 1981, legislada a través del DL 3.500. Éste estipula que si la pensión que obtiene un trabajador al momento de jubilar --que depende, entre otros factores, de las contribuciones que haya realizado durante su vida laboral activa y de la rentabilidad que le haya entregado la institución privada (AFP) a la que confió la administración de sus fondos de pensiones-- es inferior a la pensión mínima fijada por ley, el Estado debe financiar la diferencia para completar dicha pensión.

---

<sup>5</sup> El principal factor que diferencia el balance operacional y las variaciones en el balance patrimonial del Banco Central son las variaciones en la valoración de activos y pasivos.

<sup>6</sup> Fuente: Ministerio de Hacienda (2007)

A esta obligación frecuentemente se agregan los compromisos fiscales asociados a las Pensiones Asistenciales, que se entregan a adultos mayores de 65 años y discapacitados en situación de pobreza y que no cuenten con otras pensiones. Hasta comienzos de 2006 estos beneficios eran asignados por orden de prioridad dentro de una restricción presupuestaria fijada por el Ministerio de Hacienda. En los primeros meses de la nueva administración el acceso a la PASIS se hizo automático para todas las personas cuyo puntaje en la ficha CAS estuviera por debajo de un cierto umbral.

A mediados de 2006 se estimaba que los desembolsos fiscales por concepto de Garantía Estatal de Pensiones Mínima y PASIS se incrementarían desde alrededor de 0,4% del PIB a casi 1,4% del PIB en 2030<sup>7</sup>.

La existencia de estos compromisos previsionales dio origen a la creación, en 2006, del Fondo de Reserva de Pensiones en el marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal. En dicho Fondo se deposita anualmente hasta un 0,5% del PIB, con un mínimo de 0,2% del PIB cada año, y sólo podrán utilizarse después de 10 años de acumulación<sup>8</sup>. Esta norma dirigió una parte de los superávits que se generen en los próximos años a su acumulación para el financiamiento de pensiones futuras, pero al mismo tiempo fijó un aporte mínimo (de 0,2% del PIB), independiente del balance fiscal. Con esta última disposición se aseguró una cobertura adicional de los pasivos contingentes previsionales.

Por otra parte, en diciembre de 2006 el gobierno propuso al Congreso Nacional un Proyecto de Reforma Previsional, que actualmente se encuentra en discusión legislativa. Dicho proyecto sustituye la garantía estatal de pensión mínima y la PASIS por un Pilar Solidario, plenamente integrado al sistema de pensiones.

Se ha estimado que la Reforma Previsional tendrá un costo fiscal incremental cercano al 1% del PIB cuando el sistema se encuentre en régimen. Este costo se podrá abordar reorientando recursos que actualmente se destinan al pago de pensiones del sistema antiguo de pensiones y a los intereses devengados de los Bonos de Reconocimiento. Asimismo, el proyecto de Reforma Previsional contempla la utilización de los intereses que el Fondo de Reserva de Pensiones genere en la etapa inicial de esta reforma (hasta el año 2015) para financiar el mayor gasto en pensiones que contempla la reforma. A partir del año 2016, no sólo podrán ser utilizados los intereses del Fondo sino también una parte del capital. Esto permite prever una transición suave del gasto público en pensiones hacia el largo plazo, reduciendo su impacto sobre otros componentes del gasto público.

De esta manera, si bien el proyecto de Reforma Previsional genera nuevas obligaciones fiscales con el sistema de pensiones, al mismo tiempo establece fuentes claras de financiamiento que permiten descartar contingencias

---

<sup>7</sup> Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006), anexo 4.

<sup>8</sup> Para mayores antecedentes sobre la Ley de Responsabilidad Fiscal ver DIPRES (2006).

significativas derivadas del funcionamiento del nuevo sistema una vez que éste entre en operación.

En tal sentido, puede decirse que la principal contingencia fiscal relacionada con el sistema previsional está dada por las modificaciones que pudiera sufrir el proyecto de reforma durante su tramitación parlamentaria. Particularmente complejo resultaría en este sentido modificaciones que elevaran permanentemente los beneficios previsionales o que redujeran sus fuentes de financiamiento.

### **Pasivos Contingentes en el Sistema de Concesiones**

El principal pasivo contingente del Sistema de Concesiones es el que se genera por la Garantía de Ingreso Mínimo (IMG) que se establece en algunos contratos de concesión de obras públicas ejecutadas a través del DS MOP N°900 de 1996 o Ley de Concesiones. En ellos, el Ministerio de Obras Públicas garantiza al concesionario un nivel de ingreso mínimo en unidades de fomento por un cierto número de años de operación del proyecto. Si los ingresos anuales del concesionario son inferiores al ingreso mínimo garantizado para dicho año, el MOP debe pagarle la diferencia de ingresos en el año calendario siguiente.<sup>9</sup>

De acuerdo a cifras de la Dirección de Presupuestos el valor máximo de las garantías emitidas en proyectos de concesiones hasta 2006 era de poco más de 5.000 millones de dólares, lo que equivale a 3,6% del PIB, con un valor esperado neto es de 264 millones de dólares, cifra equivalente al 0,2% del PIB.

No obstante, existe en el sistema de concesiones una contingencia adicional a la aplicación de garantías de ingreso mínimo. Esta es la revisión de los contratos de concesión a través de convenios complementarios. De acuerdo a cifras del Ministerio de Hacienda, dichos convenios complementarios totalizaban a agosto de 2006 722 millones de dólares.

El Ministerio de Obras Públicas ha anunciado la elaboración de un proyecto de ley para fortalecer el sistema de concesiones, considerando, entre otras cosas, la creación de una Superintendencia que vele por el cumplimiento de las obligaciones de los concesionarios y la transparencia del sistema. La aprobación de esta legislación contribuirá a limitar adicionalmente los pasivos contingentes ligados al sistema de concesiones, por ejemplo, mediante una reducción en el riesgo de renegociaciones o procesos arbitrales que deriven en convenios complementarios.

### **Exposición a riesgos cambiarios**

---

<sup>9</sup> Hasta el año 2005 existía un segundo tipo de pasivo contingente derivado de los proyectos de obra pública entregados en concesión: la Garantía de Tipo de Cambio (MCC, Mecanismo de Cobertura Cambiaria) el cual consiste en una opción que se entregó a aquellos concesionarios que habiendo obtenido su financiamiento en moneda extranjera, manifestaron su interés por adherir a este mecanismo. Durante los años 2004 y 2005 las 3 empresas concesionarias que disponían de este mecanismo optaron por renunciar a él producto de los escenarios de apreciación del peso respecto del dólar, con lo que se hacía inconveniente de mantener.

La incapacidad de las empresas en general, y del sector público en particular, de endeudarse en su propia moneda produce una alta vulnerabilidad externa, toda vez que expone a los países en desarrollo a riesgos cambiarios asociados a un descalce de monedas, dado que sus ingresos están principalmente denominados en moneda local. Es así como economías con un alto grado de “dolarización” de sus deudas que experimenten una devaluación como producto de un shock en los términos de intercambio, un ataque especulativo o una suspensión repentina del financiamiento externo, sufrirán significativos incrementos en el costo en moneda local del servicio de su deuda.

En los últimos años ha aumentado la proporción de la deuda del Fisco denominada en pesos. En efecto, el año 2001, cerca de un 90% de la deuda bruta del Gobierno Central estaba denominada en moneda extranjera. Al cierre del año 2006, la deuda denominada en pesos representaba cerca de un 30% del total de la deuda bruta del Gobierno Central. Lo anterior ha permitido reducir significativamente la vulnerabilidad externa del sector público, lo que se suma a la importante disminución en su nivel de deuda total.

Por su parte, desde 2000 se ha ido desarrollando en Chile un significativo mercado de deuda de largo plazo en moneda nacional. El gobierno ha contribuido al desarrollo de este mercado emitiendo deuda en el mercado nacional que sirva de referencia para la formación de precios para instrumentos de distintas características y estableciendo la obligación de que los bancos conozcan el descalce cambiario de sus clientes comerciales de modo de evaluar su exposición a este tipo de riesgos.

Los frutos de esta política se reflejan en el hecho de que un significativo número de compañías chilenas se están financiando emitiendo bonos de largo plazo en el mercado doméstico. Dichas emisiones alcanzaron niveles record en 2006 y probablemente continuarán creciendo en 2007.

### **Otros Pasivos Fiscales Contingentes**

Si bien se ha verificado que los riesgos fiscales que dieron origen a la meta de superávit estructural han disminuido apreciablemente desde el año 2001, estos no han desaparecido del todo. Al mismo tiempo, hay una serie de pasivos contingentes del Fisco que aún persisten o que han ido surgiendo con el tiempo, mediante la entrada en vigencia de nuevas leyes<sup>10</sup>. Además, hay desarrollos en marcha que tienen y tendrán importantes implicancias fiscales –en especial la reforma previsional– que deberán ser financiados. Todos estos pasivos deben ser considerados al momento de actualizar la meta de superávit estructural para los próximos años.

---

<sup>10</sup> La Ley de Responsabilidad Fiscal establece la obligación de la administración del Estado de proporcionar información respecto de los compromisos que éste ha asumido a través del otorgamiento de la garantía fiscal, disponiendo además la obligación de la Dirección de Presupuestos de informar anualmente el monto total y las características a las que les ha sido otorgada la garantía del Estado. El primer reporte al respecto se encuentra en DIPRES (2006b).

A continuación se revisa la situación de dos de estos pasivos contingentes:

**a) Garantía estatal a créditos para la Educación Superior.** En 2005 se publicó la Ley N°20.027 que estableció una nueva normativa relacionada con el financiamiento de estudios de educación superior. En ella se comprometió que el Estado por medio del Fisco garantizará los créditos destinados a financiar estudios de educación superior, siempre que éstos hayan sido concedidos bajo ciertas condiciones que esta misma ley establece y de acuerdo al reglamento que posteriormente se elaboró para este efecto. Asimismo, esta garantía no podrá exceder del 90% del capital más intereses de los créditos que otorguen las entidades financieras a los estudiantes beneficiados. Finalmente, la garantía se hará efectiva en aquellos casos en que el beneficiario del crédito, habiendo egresado de la carrera, deja de cumplir con la obligación de pago del mismo y no operará en casos de deserción académica, en los que el riesgo de este evento deberá ser asumido por las instituciones de educación superior.

Durante el primer año de ejecución del sistema, se entregaron 21.301 créditos a estudiantes de establecimientos elegibles, con un desembolso estimado de \$26.735 millones. De este monto, \$20.000 millones se encuentran garantizados por el Estado de acuerdo a la Ley de Presupuestos del año 2006. Para el año 2007 se consulta un monto superior por este concepto ya que se debe considerar la renovación de la garantía para quienes se les otorgó este año 2006, más la nueva cohorte de beneficiarios de la garantía el 2007, más los correspondientes intereses derivados de la capitalización de los créditos otorgados y garantizados en el año 2006. Se espera que a futuro este sistema aumente su cobertura, y por ende, comprometa mayores garantías del Fisco.

Los antecedentes disponibles aún no permiten estimar un valor presente para estas garantías.

**b) Demandas contra el Estado.** Periódicamente se presentan ante los tribunales de justicia demandas de distinta naturaleza en contra del Estado por particulares u organizaciones que se sienten afectadas y/o lesionadas en sus derechos, con el objeto de hacer efectiva su responsabilidad y demandando indemnizaciones económicas. Las materias objeto de estas demandas, así como los montos comprometidos en las sentencias dictadas por los tribunales implican un fallo en que se condena al Estado a indemnizar perjuicios son muy variadas.

Son variados los organismos de la Administración del Estado en contra de los cuales se presentan estas demandas. Así por ejemplo es posible mencionar, entre otras, aquellas entabladas en contra de servicios dependientes del Ministerio del Trabajo u otros organismos de Previsión cuando éstas dicen relación con materias previsionales; contra los Servicios de Salud, cuando éstas dicen relación con supuestas negligencias médicas ocurridas en los establecimientos hospitalarios de dichos servicios, contra el Ministerio de Obras Públicas en que se reclama la indemnización de

perjuicios alegando el incumplimiento de contratos en relación con obras contratadas conforme a la reglamentación vigente y contra las Fuerzas Armadas y Carabineros, con el objeto de hacer efectiva la responsabilidad extracontractual del Estado. En este sentido, resulta relevante reconocer la importancia que representa un eventual incremento en el futuro de estas demandas, al tener ellas el carácter de un pasivo contingente respecto del cual el Estado debe hacerse cargo con el consiguiente impacto fiscal o de gasto público que ello significa. Resulta muy difícil proyectar el costo total que representarán las nuevas demandas que vayan a ser presentadas en los próximos años, toda vez que este pasivo depende no sólo de la actuación del Estado, sino también de las personas que se sientan afectadas y/o lesionadas en sus derechos y en razón de ello decidan demandar ante los tribunales, así como de lo que resuelvan los tribunales respecto de dichas demandas. No obstante se considera relevante y a su vez responsable hacerse cargo de esta materia con el objeto de prevenir efectos futuros sobre las finanzas públicas del pasivo contingente que representan para el Estado estas demandas.

A fines de 2005 el Fisco enfrentaba más de 30.000 causas activas, de las cuáles un 43% corresponden a causas de expropiaciones, un 7% a causas aduaneras, un 7% a cobro de honorarios, un 10% a causas civiles, un 10% a causas tributarias, un 18% a causas penales y un 5% a otros tipos. Aunque una estimación precisa de la evolución de los desembolsos futuros producto de estas demandas va más allá del ámbito de este estudio, no se puede descartar incrementos futuros que alcancen cifras en torno a uno o dos puntos del PIB.

Lo relevante a este respecto es conocer la magnitud esperada de los compromisos fiscales que puedan derivarse de estas causas y analizar si al interior del sector público están adecuadamente alineados los incentivos para minimizar los errores y negligencias que puedan causar daños a terceros así como para cooperar con la defensa del interés fiscal, usualmente en manos del Consejo de Defensa del Estado.

### **3. Acumulación Neta de Activos Fiscales**

El análisis de la sección anterior indica que desde 2000 se han producido cambios importantes en los factores que justificaron la meta de superávit estructural de 1% del PIB. En general el sentido de estos cambios es positivo, en el sentido de reducir los riesgos fiscales vigentes.

Esta sección tiene por objeto proporcionar antecedentes sobre la dinámica de acumulación de activos financieros netos del Fisco con la actual meta de política, de modo de permitir ponderar los riesgos fiscales residuales, con los activos financieros que permitirían eventualmente solventar dichos riesgos.

A este respecto se puede consignar que, de acuerdo a las cifras del Ministerio de Hacienda, el Gobierno Central contaba a fines de 2006 con activos financieros brutos por un monto equivalente a 12,3% del PIB, cifra superior al 10,5% del PIB registrada en 2000. Por su parte, los pasivos financieros brutos se elevan a 5,3% del PIB, con una significativa reducción respecto al 13,7% del PIB vigente en 2000. De esta manera, de acuerdo a una medida convencional, a fines de 2006 el Gobierno Central tenía una posición acreedora neta equivalente a 7% del PIB, cifra que se compara con una deuda neta de 3,2% del PIB en 2000.

No obstante, a efecto de evaluar la posición patrimonial del estado puede considerarse un pasivo adicional, cual es los Bonos de Reconocimiento emitidos por el estado a favor de los afiliados que se trasladaron desde el antiguo al nuevo sistema de pensiones. A fines de 2006 el stock de bonos de reconocimiento activos se ubicaba en 9,5% del PIB. Si esta cifra se incorpora al cálculo de activos fiscales netos, ésta pasaría a -2,5% del PIB, cifra que se compara con -23,1% del PIB en 2000. No obstante debe destacarse que la cifra citada de bonos de reconocimiento es aún una estimación, pues existe un número significativo de bonos que no han sido calculados aún y que pueden considerarse como un pasivo contingente adicional.

Como puede apreciarse, la política de superávit estructural ha permitido reducir significativamente la deuda neta del gobierno central en los últimos seis años, pasando desde 23% del PIB a alrededor de 3% del PIB si se consideran todos los elementos anteriores. A continuación se analiza la dinámica de los activos netos del gobierno central en caso de mantenerse la actual meta de superávit de 1% del PIB.

La evolución de la deuda neta, como fracción del PIB, viene dada por:

$$d_t = \frac{1}{(1 + \pi)(1 + \gamma)} d_{t-1} - s - c_t \quad (1)$$

Donde  $d_t$  denota la deuda, como fracción del PIB, en el año  $t$ ,  $s$  corresponde al superávit estructural (1% del PIB en la actualidad),  $\pi$  denota la inflación,  $\gamma$  la tasa de crecimiento económico y  $c_t$  la acumulación/desacumulación que resulta del componente cíclico de la regla e balance estructural.<sup>11 12</sup>

Por construcción, la componente cíclica  $c_t$  en (1) será aproximadamente igual a cero sobre el ciclo. Luego el valor de largo plazo de  $d_t$  que se deriva de (1) viene dado por:

---

<sup>11</sup> Las fluctuaciones de  $\pi$  y  $\gamma$  no son esenciales en el análisis que sigue, por lo cual suponemos que dichas tasas son constantes. Este supuesto se relaja respecto de  $\gamma$  en las simulaciones del Cuadro 2.

<sup>12</sup> La expresión anterior no considera la tasa de interés porque la meta de superávit considera el pago de intereses como parte del gasto corriente del Gobierno Central.

$$d^* = -\frac{(1 + \pi)(1 + \gamma)}{\pi(1 + \gamma) + \gamma} s \quad (2)$$

La expresión anterior corresponde tanto al valor promedio de la deuda pública como fracción del PIB, como el valor al cual dicha deuda converge en el largo plazo en la ausencia de fluctuaciones cíclicas en los ingresos fiscales. De esta ecuación se colige que los niveles de largo plazo de los activos netos dependen de la meta de superávit y de la tasa de crecimiento de la economía, así como también de la tasa de inflación.

El cuadro 1 muestra niveles para los activos netos del Fisco para la actual meta de superávit y tres valores de la tasa de crecimiento de la economía,  $\gamma$ . La tasa de inflación considerada es de 3%.<sup>13</sup> Se aprecia que una meta del 1% llevará eventualmente, con bastante probabilidad, a niveles promedio de activos superiores a los 10 puntos del PIB, niveles que son difíciles de justificar desde un punto de vista social.

**Cuadro 1**  
**Activos netos (promedio sobre el ciclo) como % del PIB (-d\*)**

<b>Crecimiento económico</b>	<b>Meta de Superávit estructural de 1% del PIB</b>
4%	15,0%
5%	13,3%
6%	11,9%

Al mismo tiempo, para evaluar la meta de superávit estructural no basta con considerar los niveles de largo plazo de activos netos que se derivan de un valor específico de dicha meta. También es necesario considerar las fluctuaciones de dichos activos en el tiempo. Ello porque tanto niveles de deuda muy altos en períodos de bajos ingresos fiscales, como niveles de activos excesivos en momentos de altos ingresos, son indeseables desde un punto vista social.

En efecto, es deseable que los valores más altos que puede alcanzar la deuda, los cuales tendrán lugar luego de una serie de shocks adversos, no sean excesivos. Pues, de no ser así, el país tendrá problemas para endeudarse en escenarios de bajos ingresos fiscales, lo cual imposibilitaría cumplir con el principal objetivo de la

<sup>13</sup> Los activos netos del Fisco corresponden a menos la deuda pública neta. Es decir, a -d\* calculada de acuerdo a la ecuación (2).

regla de superávit estructural, cual es poder mantener niveles de gasto similares a los de tendencia durante coyunturas difíciles.

También es importante considerar los momentos en que los activos netos alcanzan sus mayores valores. Si dichos valores son excesivamente altos, esto sería indeseable desde un punto de vista social, pues se trataría de recursos que podrían destinarse a actividades más productivas y con mayor rentabilidad social.

Las consideraciones anteriores motivan analizar las fluctuaciones de los activos en diversos escenarios. Para ello, se analizan a continuación una serie de escenarios que toman como punto de partida la posición fiscal, el precio del cobre y la brecha del producto actuales. Respecto del producto, el escenario base supone un crecimiento de tendencia de largo plazo de 5,3 %, el escenario adverso supone una caída inicial del producto de 1 %, seguida de un crecimiento del 1%, 3% y 5%, mientras que el escenario positivo considera un producto que crece sostenidamente en años futuros al 7 %.

Respecto del precio del cobre, el punto de partida es un precio promedio para el 2007 de 290 centavos de dólar la libra. Respecto de esta variable se supone una reversión hacia el precio de largo plazo -que en todos los escenarios se supone es de 121 centavos de dólar la libra- que va cerrando un 30% de la brecha cada año en el escenario positivo, un 50% en el escenario base y un 70% en el escenario negativo. Resulta importante destacar que el nivel actual del precio del cobre representa un punto de partida por sobre el nivel plausible para este precio en el largo plazo, y que por lo tanto este ejercicio implica una mirada favorable para las perspectivas de evolución de los activos netos del Fisco.<sup>14</sup>

Los cálculos que siguen implican un nivel inicial para los activos netos del Fisco en 2007 de 3,1%. Ello corresponde a la situación proyectada al 31 de diciembre del 2007 incluyendo bonos de reconocimiento. Corresponde incluir estos bonos, pues en la práctica son deuda pública que el Fisco deberá servir como cualquier otro compromiso. También cabe notar que esta posición inicial no incluye todos los pasivos contingentes considerados en la sección anterior de este informe, como por ejemplo un incremento en los desembolsos que puedan resultar de las demandas actualmente en curso en contra del Estado.

El cuadro 2 indica, para seis escenarios de la evolución del precio del cobre y la brecha del producto, los valores máximos y mínimos de activos, como fracción del PIB, durante la próxima década (2007–2016), dada la meta de superávit estructural de 1% del PIB. En cada caso se indica además el año en que se verifica el máximo o mínimo correspondiente. Se aprecia que partiendo de la situación actual, durante la próxima década es improbable que el Gobierno Central acumule niveles significativos de deuda. El análisis también sugiere que es más probable que en algún momento durante la próxima década los activos netos alcancen niveles relativamente altos (por sobre los 10 puntos del producto).

---

<sup>14</sup> En cuanto al precio del molibdeno, se considera que no varía respecto del escenario base.

**Cuadro 2**  
**Activos Netos como % del PIB: Situación Inicial Actual**

Escenarios		Meta de Superávit Estructural de 1% del PIB	
PIB	Cobre	Mínimo	Máximo
Base	Base	3,1% (2007)	10,9% (2016)
Negativo	Base	3,1% (2007)	6,9% (2016)
Positivo	Base	3,1% (2007)	11,3% (2016)
Base	Negativo	3,1% (2007)	8,6% (2016)
Base	Positivo	3,1% (2007)	15,1% (2016)
Negativo	Negativo	1,9% (2012)	4,5% (2008)
Positivo	Positivo	3,1% (2007)	15,3% (2016)

#### 4. Conclusiones

La política fiscal de Chile desde el 2001 se ha basado en dos factores. Primero, la elaboración de dicha política con criterios de largo plazo, minimizando el impacto en el gasto de fluctuaciones cíclicas de los ingresos (el componente “estructural” en la política de superávit estructural). Segundo, una meta de reducción de deuda pública neta –o, lo que es equivalente, de acumulación de activos netos fiscales – en promedio de 1% del PIB cada año (el componente “superávit” en el superávit estructural). Esta política de flujos fiscales ha sido complementada con la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada en el año 2006, que permite administrar con

transparencia y seguridad los activos derivados de la aplicación sistemática del enfoque estructural a la política fiscal.

Esta combinación de políticas ha tenido resultados muy beneficiosos para la economía chilena en general, para la mantención de los equilibrios macroeconómicos –permitiendo la aplicación de una política fiscal blindada de los vaivenes en los ingresos fiscales– y para la situación patrimonial del Fisco. En este último punto, la meta de superávit estructural, sumada al auge temporal en los precios del cobre, ha permitido que el endeudamiento neto del Gobierno General, incluidos los bonos de reconocimiento, haya pasado de 23% del PIB a fines del 2001 a aproximadamente 3% del PIB al concluir el año 2006.

El análisis contenido en este informe arroja cuatro elementos que debe ser considerados para evaluar la mantención de la meta de superávit estructural.

El primero es constatar una clara mejora en todos los factores de riesgo que justificaron la fijación de la meta de superávit estructural de 1% del PIB a partir de 2001. En efecto, se aprecia que el déficit operacional del Banco Central se ha reducido a menos de la mitad, que el valor esperado de las garantías otorgadas bajo el sistema de concesiones de infraestructura es relativamente bajo, que se cuenta con un proyecto de reforma previsional adecuadamente financiado y que se ha desarrollado un mercado de deuda de largo plazo que reduce el riesgo cambiario asociado al financiamiento del estado y las empresas en moneda extranjera.

En segundo lugar, se constata que continuar con la meta de 1% implica que en el largo plazo los activos financieros netos del estado estarían en promedio en un nivel entre 11% y 15% del PIB (ver cuadro 1). Esto puede resultar excesivo para los niveles de activos netos de largo plazo que necesitaría la economía chilena dadas sus robustas características y su buena integración a los mercados de capital.

En tercer lugar, aún considerando escenarios negativos en el ciclo, partiendo de los actuales niveles de activos, y de un precio del cobre como el actual, muy por sobre su nivel plausible de largo plazo, es improbable que Chile muestre niveles considerables de deuda pública en un horizonte previsible (ver cuadro 2). Al contrario, de mantenerse la meta de 1% del PIB, parece más probable que en algún momento durante la próxima década los activos netos alcancen niveles elevados (superiores al 10%).

En cuarto lugar, pese a la reducción de factores de riesgo en las finanzas públicas, se mantienen algunos factores residuales de riesgo que merecen atención. Entre éstos se cuentan:

- (a) Las posibles modificaciones que pudiera tener el proyecto de reforma previsional durante su tramitación legislativa y que pudieran incrementar las obligaciones fiscales permanentes
- (b) La necesidad de consolidar una institucionalidad en el sistema de concesiones de infraestructura que permita resguardar los intereses del fisco.

- (c) La utilidad de implementar las disposiciones de la Ley de Responsabilidad Fiscal que facultan al Ministerio de Hacienda para establecer mecanismos de cobro por el otorgamiento de garantías estatales y de provisión contra contingencias financieras.
- (d) La necesidad de fortalecer la defensa de los intereses del fisco en demandas judiciales, posiblemente fortaleciendo la responsabilidad personal e institucional de los agentes públicos que originan dichas demandas de manera de prevenir las conductas, errores o negligencias que luego dan lugar a demandas de indemnizaciones.
- (e) La importancia de continuar con el desarrollo de un mercado de deuda de largo plazo en moneda nacional y la internacionalización del peso y de completar la capitalización del Banco Central.
- (f) La importancia de elevar la certidumbre sobre el pasivo total correspondiente a los Bonos de Reconocimiento.

A nuestro juicio, los primeros tres puntos justifican modificar la meta de superávit estructural, reduciéndola desde su actual valor de 1% del PIB, posiblemente al momento de formular el presupuesto para 2008. Por su parte, no parece recomendable llevar la meta de política fiscal a una de equilibrio estructural (o superávit estructural de cero) sin antes efectuar acciones adicionales de mitigación de los riesgos fiscales como las consignadas en el cuarto punto.

## Referencias

- Buiter, W.H. (2003), "Ten Commandments for a Fiscal Rule in the E(M)U".
- Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006), El Derecho a una Vida Digna en la Vejez. Hacia un Contrato Social con la Previsión en Chile
- Fondo Monetario Internacional (2002), Article IV Consultation --Staff Report 2004
- Kopits, G. (2001), "Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament", IMF Working Paper WP/01/145.
- Ministerio de Hacienda (2000), Exposición sobre el Estado de la Deuda Pública.
- Ministerio de Hacienda (2007), Informe de Estadísticas de la Deuda Pública
- DIPRES (2006). "La Regla del Superávit Estructural en el Marco de la Ley sobre Responsabilidad Fiscal", Informe de Finanzas Públicas, Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2007.
- DIPRES (2006). "Pasivos Contingentes", Informe de Finanzas Públicas, Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2007.
- Marcel, M., Tokman, M, Valdés, R. y Benavides, P. (2001). "Balance Estructural del Gobierno Central, Metodología y Estimaciones para Chile: 1987-2000". Estudios de Finanzas Públicas, DIPRES.
- Perry, G. (2003), "Can Fiscal Rules Help Reduce Macroeconomic Volatility in the Latin America and Caribbean Region?", World Bank, Policy Research Working Paper 3080.
- Rodríguez, J., Tokman, C. y Vega, A. (2006). "Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras Seis Años de Aplicación en Chile", Estudios de Finanzas Públicas, DIPRES.