



GOBIERNO DE CHILE  
MINISTERIO DE HACIENDA  
DIRECCIÓN DE PRESUPUESTOS

# Compromisos Fiscales y la Meta de Superávit Estructural

**ESTUDIOS DE FINANZAS PÚBLICAS**

Mayo 2007



GOBIERNO DE CHILE  
MINISTERIO DE HACIENDA  
DIRECCIÓN DE PRESUPUESTOS

# Compromisos Fiscales y la Meta de Superávit Estructural

**Andrés Velasco  
Alberto Arenas de Mesa  
Luis Felipe Céspedes  
Jorge Rodríguez Cabello**

**ESTUDIOS DE FINANZAS PÚBLICAS**

**Mayo 2007**

*Esta publicación corresponde al noveno número de la serie Estudios de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.*

*A través de esta serie se presentan documentos de trabajo que abordan temas de relevancia nacional por su impacto en las finanzas públicas, privilegiándose aquellos tópicos de especial pertinencia para el manejo de la política fiscal y para la promoción de una eficiente asignación y uso de los recursos públicos.*

*La serie **Estudios de Finanzas Públicas** representa así un aporte al análisis metódico y al debate fundamentado sobre las finanzas públicas en Chile, a la vez que constituye una instancia de transparencia para el público en general en lo que respecta a acercar la información presupuestaria a los ciudadanos.*

Publicación de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda

®Registro de Propiedad Intelectual N° 163.024

I.S.B.N: 978-956-8126-19-2

Todos los derechos reservados

Mayo 2007

La serie **Estudios de Finanzas Públicas** se encuentra disponible en la página web de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda: [www.dipres.cl](http://www.dipres.cl)

Diseño, composición y diagramación: Torrealba y Asociados, Fono 6961856, Fax 6724839

Santiago de Chile

Impresión: GráficAndes.

# Índice

---

<b>1. Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2. La Regla de Balance Estructural</b>	<b>7</b>
<b>3. Evolución de la Sostenibilidad Fiscal</b>	<b>9</b>
<b>4. La Meta de Superávit Estructural de 1% del PIB</b>	<b>13</b>
a. Justificaciones de la Meta	13
b. Implicancias de la Regla de Balance Estructural y de la Meta	15
<b>5. Evolución de los Principales Factores de Contingencia y Riesgo Fiscal</b>	<b>17</b>
a. Contingencias Previsionales	17
b. Vulnerabilidad Externa del Sector Público	19
c. Situación Patrimonial del Banco Central	22
d. Evaluación de los Principales Factores de Contingencia y Riesgo Fiscal	23
<b>6. Evolución Esperada de la Situación Fiscal</b>	<b>25</b>
a. Marco Conceptual	25
b. Escenario Base de Evolución de la Deuda Neta del Gobierno Central	27
<b>7. La Política Fiscal hacia Adelante</b>	<b>29</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>31</b>



# 1

---

## Introducción

La política fiscal chilena se ha guiado por una regla de balance estructural desde el año 2001. El balance estructural del sector público refleja el balance presupuestario que se produciría si el producto evolucionara de acuerdo a su tendencia y si los precios del cobre y del molibdeno fuesen los de mediano plazo.<sup>1</sup> Se trata, por lo tanto, de un balance ajustado por el efecto de las variables cíclicas más significativas para los ingresos fiscales. La regla de balance estructural establece que el nivel de gasto público en cada período depende de los ingresos estructurales o permanentes del Fisco. De esta forma se busca aislar las decisiones de gasto público, en particular en materia de gasto e inversión social, de los vaivenes del ciclo económico y de las fluctuaciones de los precios del cobre y del molibdeno.

Las virtudes de la regla han sido ampliamente documentadas. Entre las principales se encuentran: permitir la acción contracíclica de la política fiscal, lo que reduce la incertidumbre acerca de la trayectoria de la economía en el mediano plazo y la volatilidad de la tasa de interés y del tipo de cambio; asegurar la sostenibilidad en el tiempo de las políticas públicas y la planificación de largo plazo en los programas sociales; permitir resguardar la competitividad del sector exportador al sostener un tipo de cambio real más competitivo en períodos de auge en los precios de los commodities y en períodos de expansión del producto sobre el potencial;<sup>2</sup> aumentar la credibilidad del Fisco como emisor de deuda, reduciendo el premio soberano que debe pagar al emitirla y mejorando el acceso al financiamiento en períodos de shocks externos negativos;<sup>3</sup> y estimular el ahorro público, reduciendo la necesidad de la economía de contar con financiamiento externo en momentos en que éste puede ser más caro.

---

<sup>1</sup> Para mayores detalles sobre la metodología y sus perfeccionamientos recientes ver Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2001) y Rodríguez, Tokman y Vega (2006).

<sup>2</sup> García y Restrepo (2006) muestran que la aplicación de una regla de balance estructural en un país exportador de un bien commodity, como Chile, reduce significativamente la apreciación del tipo de cambio real frente a un shock transitorio y positivo en el precio del commodity.

<sup>3</sup> Le Fort (2006) encuentra evidencia de que “la regla del balance estructural ha resultado en una de reducción del riesgo país que va más allá del efecto del menor endeudamiento.”

La regla de balance estructural ha sido aplicada de forma tal de alcanzar un superávit estructural del Gobierno Central equivalente a 1% del PIB. La meta de superávit estructural de 1% se fijó en su momento tomando en cuenta los siguientes factores: la existencia de un déficit estructural del Banco Central producto del rescate de la banca en los años ochenta y de la política cambiaria de los años noventa; la existencia de pasivos contingentes, como por ejemplo los relacionados con la garantía estatal de pensiones mínimas y asistenciales; y la existencia de vulnerabilidades externas asociadas a descalces cambiarios y potenciales limitaciones al endeudamiento externo, principalmente en moneda nacional.

En los últimos años la economía chilena ha enfrentado un significativo incremento en el precio del cobre, lo que ha redundado en una importante reducción de la deuda neta del Fisco. No obstante la experiencia de muchos países en situaciones similares, la economía ha dado muestra de una robusta capacidad para mitigar los efectos de este shock en los términos de intercambio sobre su competitividad. Es así como el tipo de cambio real se encuentra hoy en niveles similares al promedio de los últimos 16 años, con un precio real del cobre muy por sobre su promedio para dicho período. Lo anterior ha permitido una combinación de política monetaria y fiscal que estimula la inversión y el consumo privado, permitiéndole a la economía ir cerrando saludablemente sus brechas de capacidad.

El alza del precio del cobre y el estricto apego a la metodología del balance estructural han permitido consolidar un importante cambio en la posición fiscal en relación con el pasado reciente. En este nuevo contexto, y en concordancia con lo establecido en el programa de gobierno de la Presidenta Bachelet, en el Informe de las Finanzas Públicas de Octubre de 2006 y en el Decreto que establece las Bases de la Política Fiscal del Gobierno, resulta oportuno re-evaluar las condiciones que dieron lugar al establecimiento de la meta de superávit de 1% del PIB para la política fiscal. En el presente informe se realiza dicha evaluación.

El informe se estructura de la siguiente forma: en las primeras secciones se discute brevemente la metodología del balance estructural y la evolución de los principales indicadores de sostenibilidad fiscal. Luego se abordan los riesgos fiscales que dieron origen a la meta de superávit de 1% del PIB, para posteriormente revisar el estado de tales riesgos en la actualidad. Finalmente se proyecta la evolución esperada de la deuda pública neta y se presentan lineamientos para las bases de la política fiscal para el período 2008-2010.

## 2

---

### La Regla de Balance Estructural

En términos simples, el indicador de balance estructural en Chile supone aislar el efecto cíclico de tres de las principales variables macroeconómicas que influyen en la determinación de los ingresos del Gobierno Central: la actividad económica y los precios del cobre y del molibdeno. Así, este indicador refleja el balance presupuestario que hubiese existido en el Gobierno Central si el PIB estuviese en su nivel de tendencia y los precios del cobre y del molibdeno fuesen los de mediano plazo. Esto permite distinguir en los resultados fiscales los movimientos que provienen de decisiones de política de aquellos asociados a cambios cíclicos en estas variables.

De las tres variables clave que inciden en el nivel de ingreso estructural del Fisco para cada año, las dos más importantes -el precio de referencia del cobre y la tasa de crecimiento del PIB de tendencia- son estimadas por comités de expertos independientes del gobierno. De esta manera, el precio de referencia del cobre corresponde al promedio del precio esperado por el comité de expertos para los próximos diez años. El PIB de tendencia corresponde a aquella parte del PIB efectivo que puede considerarse permanente, esto es, el nivel de producción que teóricamente habría prevalecido si se utilizaran los recursos productivos con una intensidad normal y si el nivel de productividad fuese el de tendencia. El precio del molibdeno de mediano plazo, por su parte, es calculado sobre la base de criterios históricos.

La regla usada en la elaboración de la política fiscal, y la meta considerada, llevan a que el gasto público se determine de la siguiente forma:

$$\text{Ingreso Estructural} - \text{Gasto Fiscal} = 1\% \text{ del PIB}$$

El período de aplicación de la regla ha estado marcado por una creciente transparencia en la forma de cálculo del indicador y en la definición de sus parámetros. La metodología se ha ido perfeccionando con el tiempo, todo lo cual ha sido oportunamente publicado. La historia de la aplicación de la metodología y sus principales perfeccionamientos se resumen en el recuadro 1.

### **Recuadro 1: Hitos en la Aplicación del Balance Estructural**

- Mayo de 2000: Presidente Ricardo Lagos anuncia la adopción de una política de balance estructural y una meta de superávit estructural de 1% del PIB.
- Septiembre de 2001: Ministerio de Hacienda publica documento técnico, “Balance Estructural del Gobierno Central. Metodología y Estimaciones para Chile: 1987-2000”.
- Agosto de 2001: Se crea comité consultivo del precio del cobre de largo plazo.
- Julio de 2002: Revisión de la metodología para estimar PIB tendencial.
- Agosto de 2002: Se crea comité consultivo de PIB tendencial.
- Febrero de 2004: Migración hacia estadísticas fiscales de acuerdo a FMI 2001 (que implicó realizar contabilidad en base devengada).
- Agosto de 2005: Incorporación de ajuste cíclico por tributación de la minería privada (impuesto a la renta), debido a importante impacto del precio del cobre en ésta.
- Diciembre de 2005: Incorporación de ajuste cíclico por efecto del precio del molibdeno (producto derivado del cobre, vendido por CODELCO).
- Diciembre de 2005: Incorporación de ajuste cíclico por impuesto específico a la minería introducido por la Ley N° 20.026, que rige a partir del 2006.
- Septiembre de 2006: Promulgación de Ley N° 20.128 de Responsabilidad Fiscal, que obliga al Gobierno a informar periódicamente su resultado estructural.
- Diciembre de 2006: Incorporación de ajuste cíclico por pago de impuesto adicional de las empresas mineras.

# 3

## Evolución de la Sostenibilidad Fiscal

Antes de realizar un análisis más detallado de la evolución de la deuda pública es necesario establecer su magnitud. Un componente que no se incluye explícitamente en las estadísticas oficiales de las finanzas públicas son los bonos de reconocimiento. Estos corresponden a una obligación del Estado chileno para con los futuros pensionados, exigible al momento de la jubilación (ver recuadro 2). Este instrumento financiero, por tanto, hace explícita las obligaciones contraídas por el Estado con aquellos trabajadores que cotizaban en el antiguo sistema previsional. Estas obligaciones se acumulan como compromisos de gastos a futuro a través del sistema previsional y no son registrados contablemente, aunque se informan periódicamente.<sup>4</sup>

### **Recuadro 2: Bonos de Reconocimiento**

El origen de los bonos de reconocimiento radica en el cambio del sistema previsional chileno desde un sistema de reparto a uno de capitalización individual. El Decreto Ley N° 3.500, de 1980, que transformó el antiguo sistema público de pensiones en uno de capitalización individual, contempló dentro de su normativa el proceso por el cual se reconocerían y valorizarían los aportes que en el antiguo esquema previsional hubieran realizado aquellos afiliados que pasaran al nuevo sistema de pensiones (ver Arenas de Mesa y Gana (2005)).

El reconocimiento y valoración de dichos aportes de los afiliados del nuevo sistema al sistema antiguo se materializó a través de la emisión de un instrumento expresado en dinero que se denominó Bono de Reconocimiento. Este bono se calcula como el capital necesario para que el afiliado que se trasladó del sistema antiguo al nuevo obtenga una pensión equivalente a un

<sup>4</sup> Ver Informe de Estadísticas de la Deuda Pública, publicado por el Ministerio de Hacienda.

80% de las remuneraciones imponibles percibidas entre junio de 1978 y junio de 1979, salvo excepciones, multiplicado por la proporción de su vida activa durante la cual cotizó en el antiguo sistema. Este monto es capitalizado a una tasa de 4% real anual desde el momento del traslado al nuevo sistema de pensiones.

En el momento en que los beneficiarios cumplen los requisitos para jubilar, los bonos son liquidados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), y el Estado, a través del Instituto de Normalización Previsional (INP), realiza una transferencia a suma alzada que se registra como financiamiento -debajo de la línea- en la nueva presentación de las cifras fiscales del Gobierno Central. El bono así liquidado, unido al fondo de capitalización individual del afiliado, se utiliza en la generación del flujo futuro de pensiones, en cualquiera de sus modalidades.

La contabilidad fiscal se realiza en Chile, desde el año 2004, en base a un criterio de base devengada. Lo anterior implica que pese a que los intereses que los bonos de reconocimiento devengan no se paguen inmediatamente, se reconocen inmediatamente como gasto, lo que permite una adecuada cuantificación de su impacto sobre la sostenibilidad fiscal.

Como se ha discutido, los bonos de reconocimiento corresponden a una obligación del Estado chileno con los poseedores de éstos al momento de la edad legal de retiro o de la muerte o invalidez, si este evento ocurre con anterioridad a la jubilación. Por lo tanto, este instrumento financiero hace explícita las obligaciones contraídas por el Estado con aquellos trabajadores cotizantes del antiguo sistema previsional, correspondiendo a una obligación cierta del Estado chileno.

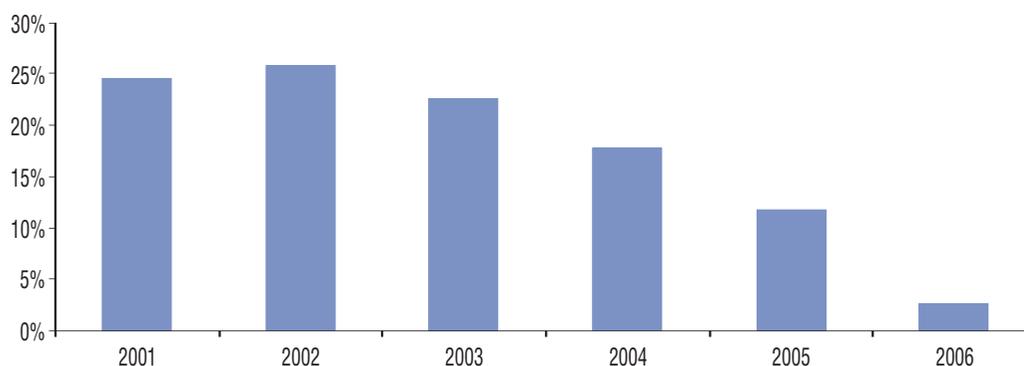
El número de bonos liquidados y el valor del stock de bonos activos son informados regularmente por el Ministerio de Hacienda y la Dirección de Presupuestos. Estos bonos representaban un 9,5% del PIB al año 2006 (equivalente a unos US\$14.000 millones). En cuanto a los intereses que se devengan por concepto de bonos de reconocimiento, éstos alcanzaron cerca de US\$550 millones el año 2006. Arenas de Mesa y Gana (2005) muestran que en el período 2005-2015, las amortizaciones de los bonos de reconocimiento equivaldrían en promedio a un 1% del PIB y que éstos se terminarían de pagar aproximadamente el año 2038.

El año 2001, estas obligaciones alcanzaban el equivalente al 18,7% del PIB. El año 2006 los bonos de reconocimiento alcanzaban aproximadamente a US\$14.000 millones, lo que equivalía a un 9,5% del PIB. La amortización de estos bonos ha sido posible principalmente por la existencia de superávits fiscales, lo que ha permitido liberar importantes recursos fiscales. En efecto, el gasto en intereses asociados a estos bonos era de 0,7% del PIB el año 2001, mientras que el año 2006 este gasto fue de 0,4% del PIB. Como será discutido más adelante, la liberación de estos recursos es clave para asegurar el financiamiento de la reforma de pensiones.

Habiendo establecido la importancia de estas obligaciones para el análisis de la sostenibilidad de la deuda pública, éste será realizado agregándolas a las medidas de endeudamiento público convencionales.

En la figura 1 se advierte que el endeudamiento público neto era de 24,5% del PIB el año 2001. Después de incrementarse levemente el año 2002, la deuda neta del Gobierno Central disminuyó sostenidamente a partir de dicho año, producto de la apreciación cambiaria el año 2003 y los superávits que se verificaron a partir del año 2004. Así, el año 2006 el endeudamiento neto del Gobierno Central, incluyendo bonos de reconocimiento, alcanzó un 2,5% del PIB.

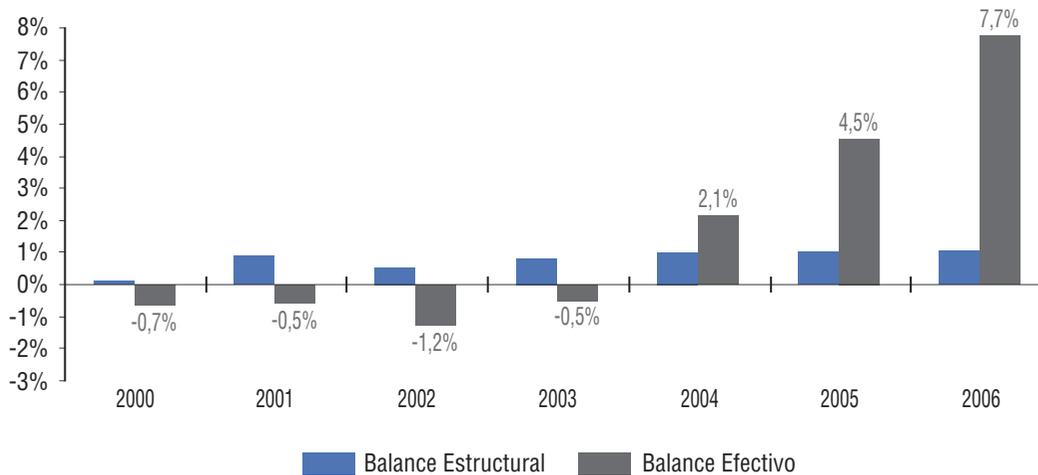
**Figura 1**  
**Deuda Pública Neta**  
**Incluye bonos de reconocimiento**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

La aplicación de la regla de balance estructural el año 2001 fue clave para asegurar el acceso a los mercados financieros en momentos de necesidad. En efecto, la credibilidad de la regla fiscal permitió asegurar financiamiento entre los años 2001 y 2003, período en el que los ingresos efectivos estuvieron por debajo de los permanentes (ver figura 2). Entre esos años, los ingresos efectivos del sector público cayeron producto de una desaceleración de la economía nacional, originada en un escenario externo negativo. En consecuencia, el sector público experimentó sendos déficit fiscales, endeudándose para financiar el mayor gasto público consistente con los ingresos estructurales. Una vez que la economía comenzó a retomar mayores niveles de crecimiento y el precio efectivo del cobre se acercó y luego superó su valor de largo plazo, los déficit fiscales dieron paso a superávit, permitiendo así un período de significativa caída en los niveles de endeudamiento público.

**Figura 2**  
**Balance Estructural y Efectivo**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

El período que se inició con la crisis asiática dio cuenta de un importante aumento en el riesgo país. Sin embargo, este escenario de mayor riesgo soberano cambió radicalmente a partir de 2002. Consistente con la disminución de la deuda bruta desde 2002, se ha materializado una disminución significativa en el premio soberano, pasando desde aproximadamente 200 puntos base a un rango entre 60 y 85 en la actualidad. Destaca además la estabilidad de este premio por riesgo frente a shocks adversos externos (ver sección 5b) y la clasificación de riesgo soberano de nuestro país (A, categoría *investment grade*). Dentro de los países con igual clasificación de riesgo se encuentran Grecia, China y Corea del Sur.

# 4

---

## La Meta de Superávit Estructural de 1% del PIB

La meta de superávit estructural de 1% del PIB se estableció en un momento en el que el endeudamiento neto del Gobierno Central se encontraba en torno a un 24% del PIB. Por otra parte, el premio soberano chileno había aumentado cerca de 100 puntos base entre los años 1997 y 2000. Dado lo anterior, el establecimiento de la regla de balance estructural significó un importante compromiso del Gobierno con la estabilidad de la política fiscal en el largo plazo. Al mismo tiempo, la meta apuntó directamente a dar una señal de credibilidad en el compromiso del Gobierno de avanzar hacia niveles de endeudamiento bajos en el mediano plazo y de asegurar el financiamiento de compromisos que no aparecían directamente en las estadísticas fiscales, por ser implícitos o contingentes, pero que estarían presentes en el mediano y largo plazo. Estos compromisos son analizados a continuación.

### a) Justificaciones de la Meta

Un primer motivo para el establecimiento de una meta de superávit estructural de 1% del PIB fue la necesidad de asegurar una dinámica de acumulación de activos que permitiera hacer frente a compromisos futuros del sector público, toda vez que éstos potencialmente podrían crecer a una tasa mayor que los ingresos fiscales. Dentro de los compromisos futuros y pasivos contingentes de la época, los más significativos eran las garantías de pensiones mínimas y asistenciales.

En relación con la garantía de pensión mínima, que surgió con la reforma previsional de comienzos de los 80, ésta consiste en que si la pensión que obtiene un trabajador al momento de jubilar es inferior a la pensión mínima fijada por ley, el Estado debe financiar la diferencia.

Por su parte, las obligaciones del Fisco asociadas a las pensiones asistenciales (PASIS), a la que acceden los adultos mayores de 65 años y discapacitados en situación de pobreza y que no cuenten con otras pensiones, desde el año 2006 cuentan con un mecanismo de acceso automático para todos quienes cumplan los requisitos establecidos por ley.

Tal como fue señalado por el Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006), las obligaciones mencionadas se incrementarían en cerca de un 1% del PIB hacia el año 2030.

Un segundo motivo para el establecimiento de una meta de superávit de 1% del PIB fue la situación patrimonial del Banco Central de Chile. La trayectoria de las utilidades o pérdidas de cualquier banco central en el largo plazo viene dada por el nivel y composición de sus activos y pasivos. En particular, esta trayectoria es el resultado de los diferenciales de tasas de interés internas y externas dada la composición del balance. Las acciones de un banco central en cuanto a afectar el nivel y composición de sus activos y pasivos tendrá como consecuencia un efecto directo en el resultado de éste en el mediano y largo plazo.

A fines de la década del noventa, el Banco Central exhibía un déficit operacional cercano al 1% del PIB. Este déficit redundaba en una situación patrimonial frágil bajo ciertos escenarios. En éstos, la capacidad del Banco Central para implementar políticas contracíclicas podría verse fuertemente afectada al entrar en conflicto con su meta inflacionaria.<sup>5</sup>

La situación patrimonial del instituto emisor fue la consecuencia de las pérdidas originadas en el rescate de la banca privada producto de la crisis del año 1982 y de la acumulación de reservas internacionales en los años noventa. En estos episodios, el Banco Central acumuló activos, principalmente reservas internacionales y deuda subordinada de los bancos rescatados el año 1982, cuyo rendimiento financiero era mucho menor al que tenía que pagar por los pasivos adquiridos para financiar estas operaciones, principalmente bonos emitidos en el mercado doméstico.

De esta forma, cuando se estableció la meta de superávit estructural se argumentó que para que el endeudamiento del sector público consolidado (incluyendo el Banco Central) no creciera en el tiempo, sería necesario que el déficit del Banco Central fuese contrarrestado por un superávit del resto del sector público.

---

<sup>5</sup> La evidencia internacional señala en forma contundente que el control de la inflación puede enfrentar dificultades si un banco central no cuenta con un patrimonio adecuado (ver Stella (1997) y Dalton y Dziobek (2005)).

La tercera razón que se esgrimió al fijar la meta fue la existencia de vulnerabilidades externas asociadas a descalces cambiarios. Dado que el endeudamiento externo chileno, público y privado, se ha realizado en moneda extranjera, los shocks externos que alteran el tipo de cambio real también alterarían el costo de servir la deuda.<sup>6</sup> De esta forma, acotar los niveles de endeudamiento del Fisco era un objetivo necesario para mitigar a su vez este riesgo y para posibilitar eventualmente la emisión de deuda externa en moneda nacional.

### **b) Implicancias de la Regla de Balance Estructural y de la Meta**

La meta de superávit estructural de 1% del PIB permitía una transición hacia una situación de bajo endeudamiento a una velocidad suficiente como para generar credibilidad acerca del compromiso fiscal establecido a través de la regla de balance estructural, y además atenuaba los riesgos fiscales antes mencionados.

Desde la perspectiva del período de inicio de la regla era posible prever escenarios potenciales para la evolución de la deuda del Sector Público que mostraban que dada una trayectoria sin shocks y sin bonos de reconocimiento, la deuda neta del Gobierno Central habría caído a niveles cercanos a cero el año 2013.<sup>7</sup> Incluyendo los bonos de reconocimiento, la convergencia del endeudamiento a niveles cercanos a cero se hubiese logrado el año 2020 aproximadamente. Esta convergencia a niveles de solvencia fiscal en horizontes de mediano plazo, sumado al estricto apego a la regla permitirían hacer frente a potenciales escenarios negativos que –no obstante postergaran en el tiempo la convergencia a los niveles de deuda inicialmente estimados- le darían la suficiente credibilidad al Fisco para endeudarse a buenas condiciones en los mercados financieros.<sup>8</sup> Esto, a su vez, garantizaría la estabilidad en el tiempo de los compromisos fiscales con el gasto social y la inversión pública.

<sup>6</sup> Ver Céspedes, Chang y Velasco (2004) y Céspedes, Chang y Velasco (2003).

<sup>7</sup> Ver Crispí y Vega (2003).

<sup>8</sup> Vergara (2002) utilizando una definición más amplia de Gobierno concluía que, condicional en su mantención en el mediano plazo, una meta de 1% del PIB era adecuada desde la óptica de la solvencia de las cuentas públicas.



# 5

---

## Evolución de los Principales Factores de Contingencia y Riesgo Fiscal

Las condiciones que dieron lugar al establecimiento de una meta de superávit estructural de 1% del PIB pueden evolucionar en el tiempo y, por lo tanto, pueden llevar a una revisión de la meta de superávit estructural. Así fue establecido en el programa de gobierno de la Presidenta Bachelet, en el Informe de Finanzas Públicas que acompañó el Proyecto de Ley de Presupuestos 2007 y en el decreto que estableció las Bases de la Política Fiscal del Gobierno: "...mientras se mantengan estas condiciones, la meta de superávit estructural se mantendrá en los términos antes señalados.". Consistentemente, a continuación se presenta un análisis de la evolución de las principales condiciones que dieron origen a la meta de 1% del PIB.

### a) Contingencias Previsionales

De todas las garantías existentes en el momento que se instauró la meta de superávit estructural, la más relevante en términos de compromisos futuros era la asociada a la situación previsional. Lo anterior implicaba la existencia de escenarios probables en los cuales se produciría un importante aumento en el gasto previsional, lo que repercutiría en un ajuste en el resto del gasto público, generando un importante impacto intergeneracional. La existencia de dichas contingencias dio origen a la creación del Fondo de Reserva de Pensiones bajo el alero de la Ley de Responsabilidad Fiscal (ver recuadro 3).

El análisis y los efectos potenciales de estas contingencias sobre la trayectoria de gasto previsional fueron modificados sustancialmente con el envío al Congreso Nacional del Proyecto de Reforma Previsional el año 2006. En este proyecto se materializa una serie de situaciones que a la fecha se mantenían como contingencias. En efecto, el proyecto de ley plantea la sustitución de la garantía estatal de pensión mínima y la PASIS por un Pilar Solidario, plenamente integrado al sistema de pensiones. Este pilar financiará un aporte complementario a la pensión autofinanciada por el trabajador.

### Recuadro 3: La Ley de Responsabilidad Fiscal

La Ley N°20.128 de Responsabilidad Fiscal constituye una segunda gran etapa en la modernización e institucionalización de la política fiscal de Chile. La política de balance estructural aplicada desde 2001 regula los flujos (ingresos, gastos y superávit) fiscales. La Ley de Responsabilidad Fiscal, entre otras cosas, crea reglas e instituciones para administrar los activos fiscales que resultan de dichos flujos. En particular, se debe destacar:

- **Fondo de Reserva de Pensiones:** Se crea este Fondo para responder al compromiso del gobierno de garantizar pensiones mínimas y asistenciales en el futuro, las cuales se prevén aumentarán significativamente dentro de una década. Para ello se establece un aporte al Fondo equivalente al superávit efectivo del año anterior, con un tope del 0,5% del PIB del año y un mínimo de 0,2% del PIB, independientemente del superávit efectivo. Al 31 de marzo de 2007 el saldo de este Fondo era de US\$613 millones.
- **Capitalización del Banco Central:** Se faculta al Ejecutivo para que pueda invertir hasta 0,5% del PIB cada año (por un período de cinco años) en re-capitalizar el Banco Central de Chile, siempre que el superávit efectivo sea mayor a 0,5% del PIB.
- **Fondo de Estabilización Económica y Social:** Se crea este Fondo que permite aislar el gasto público de situaciones de bonanza o recesión económica. Este acumulará los superávits efectivos que subsistan después de aportar al Fondo de Reserva de Pensiones y de recapitalizar el Banco Central de Chile. Al 31 de marzo de 2007 el saldo del Fondo de Estabilización Económica y Social alcanzaba a US\$7.137 millones.
- **Inversión de los Recursos:** En esta ley también se introduce una serie de normas relacionadas con la administración y reporte de la inversión de los recursos. Establece que los fondos serán administrados mediante contratos de administración de cartera. Sin perjuicio de lo anterior, las inversiones podrán ser realizadas por el Servicio de Tesorerías por instrucción del Ministro de Hacienda, o bien encomendadas al Banco Central de Chile, el que podrá realizar las inversiones directamente o a través de terceros previa licitación. Para resguardar la competitividad del sector exportador, estos fondos se han mantenido íntegramente invertidos en moneda extranjera en el exterior.
- **Establecimiento de Bases de la Política Fiscal:** Se establece la formalización del cálculo de balance estructural y el requerimiento de establecer bases de la política fiscal al inicio de un nuevo gobierno. De esta manera se incorpora el cálculo del Balance Estructural del sector público como parte de su programa financiero.

La implementación de dicha reforma implicará un gasto fiscal adicional en régimen equivalente al 1% del PIB. Lo anterior explica que el Fondo de Reserva de Pensiones haya emergido como un elemento esencial en el financiamiento de esta reforma en el corto y mediano plazo.<sup>9</sup> La adecuada acumulación de recursos en dicho fondo permitirá evitar ajustes bruscos en el gasto público no previsional una vez que se comience a implementar la reforma.

Otro elemento esencial en el financiamiento del gasto en pensiones futuro producto de la reforma previsional viene dado por la liberación de recursos asociada a la amortización de los bonos de reconocimiento. La reducción gradual en el pago de intereses que devenga esta deuda liberará significativos recursos al erario fiscal. Sin embargo, como se discutió anteriormente, esta amortización ha sido y será posible de realizar toda vez que se generen superávits fiscales que incrementen los activos financieros del Fisco, tal como ha ocurrido en años recientes.

### **b) Vulnerabilidad Externa del Sector Público**

Uno de los riesgos relevantes que ha afectado a la historia financiera de América Latina es el denominado problema de “pecado original”, definido como la incapacidad de empresas privadas y, en particular, del sector público de endeudarse en su propia moneda. Esta situación produce una alta vulnerabilidad externa, toda vez que expone a los países a riesgos cambiarios asociados a un “descalce de monedas”, dado que sus ingresos están principalmente denominados en moneda local. En este contexto, una fuerte depreciación de la moneda producida, por ejemplo, por un shock en los términos de intercambio o una suspensión repentina del financiamiento externo, induciría un aumento considerable en los costos de servicio de la deuda. Lo anterior podría deteriorar la trayectoria de la deuda de gobierno, coartando su posición fiscal y debilitando su manejo macroeconómico.

En el año 2001, cerca de un 90% de la deuda bruta del Gobierno Central estaba denominada en moneda extranjera. Al año 2006 este porcentaje había caído a un nivel en torno a 70%. Más aún, el endeudamiento neto del Fisco, como se ha señalado anteriormente, ha caído persistentemente durante los últimos años. En este contexto, si gran parte de los activos está denominado en moneda extranjera y los pasivos en moneda local, una depreciación del tipo de cambio incrementa los ingresos en pesos del Fisco, por lo que se pasa de una situación de vulnerabilidad a una de solvencia fiscal (ver cuadro 1).

<sup>9</sup> El proyecto de Ley de Reforma Previsional contempla la utilización de los intereses que dicho Fondo genere en la etapa inicial de esta reforma (hasta el año 2016) para financiar el mayor gasto en pensiones que contempla dicha reforma. A partir del año 2017, no sólo podrán ser utilizados los intereses del Fondo sino también una parte del capital. Lo anterior permite prever una transición suave del gasto público en pensiones hacia el largo plazo, reduciendo su impacto sobre otros componentes del gasto público.

**Cuadro 1**  
**Denominación Endeudamiento Bruto del Gobierno Central**  
 (Porcentaje del total deuda bruta)

Año	Deuda en Pesos	Deuda en Moneda Extranjera
2000	9,3%	90,7%
2001	7,3%	92,7%
2002	6,3%	93,7%
2003	9,3%	90,7%
2004	16,0%	84,0%
2005	28,3%	71,7%
2006	32,2%	67,8%

Fuente: Dirección de Presupuestos.

La alta vulnerabilidad a shocks externos ha motivado un mayor desarrollo de los mercados de capitales de la región, donde los esfuerzos de los últimos años han estado orientados a implementar mejores prácticas de gobierno corporativo, a extender la curva de rendimiento de los bonos de gobierno y, principalmente, a aumentar la proporción de deuda emitida en moneda doméstica. En esta dirección las experiencias de México y Colombia indican claramente que la estrategia de emisión de deuda soberana en pesos es una alternativa posible, lo que ha reducido significativamente el problema del “pecado original”. Más aún, una fracción significativa de la emisión de estos países ha sido adquirida por inversionistas internacionales, lo que realza el nuevo escenario que enfrentan las economías emergentes.

No obstante que actualmente no existe necesidad de financiamiento neto por parte del Fisco, el Estado chileno ha implementado una política de emisión de deuda con el propósito de contribuir a la profundización de los mercados de capitales chilenos. La emisión periódica de papeles de la Tesorería está orientada a completar la curva de rendimiento y, consistentemente, aumentar la liquidez de los mercados de renta fija. Esta experiencia da cuenta de la fortaleza que enfrenta el Fisco chileno en su endeudamiento en pesos. Se observa en el cuadro 2 que las tasas de interés de las licitaciones para el BTU-20 años (papeles del Tesoro a 20 años) han mostrado una tendencia a la baja desde 5% promedio para la licitaciones llevadas a cabo el año 2003 a 3% para la última licitación de este tipo de instrumento efectuada a fines de marzo del 2007, donde el monto demandado sobrepasó en más de cuatro veces el cupo licitado.

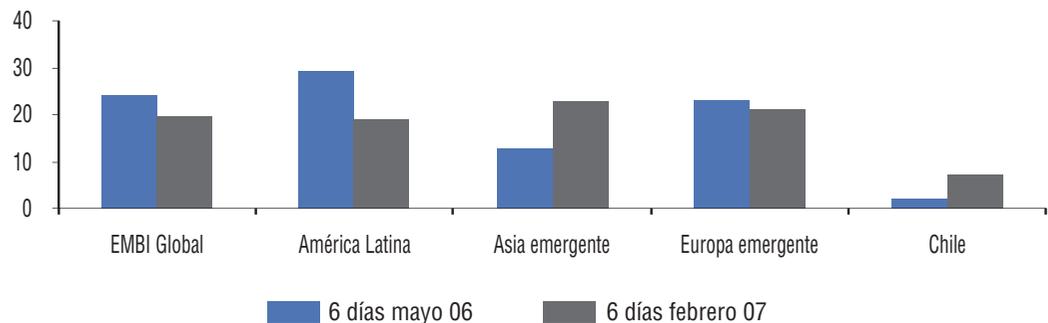
## Cuadro 2 Recientes Licitaciones de Papeles de Tesorería

Año	BTP 10 años (pesos)		BTU 20 años (UF)	
	Monto demandado /adjudicado	Tasa de interés	Monto demandado /adjudicado	Tasa de interés
	Ratio	%	Ratio	%
2003	...	...	2,58	5,03
2004	...	...	3,66	4,33
2005	...	...	2,60	3,44
2007	3,06	5,58	4,46	2,95

Fuente: Ministerio de Hacienda.

También es importante destacar la fortaleza de la economía chilena ante los shocks externos. Tal como ha sido destacado ampliamente, a partir del año 2001 la política económica chilena, a diferencia de décadas anteriores, pudo implementar una política claramente contracíclica, incluso enfrentada a shocks externos. Más aún, enfrentada a situaciones de turbulencias externas en meses recientes, el premio soberano chileno no ha sufrido mayores cambios, a diferencia de la situación de otras economías emergentes (ver figura 3). Es precisamente esta resiliencia de la economía chilena la que ha llevado a clasificadoras de riesgo a otorgarle al Estado chileno una clasificación crediticia de país desarrollado.

**Figura 3**  
**Períodos de Turbulencia Recientes**  
(Evolución premio soberano, puntos base)



Fuente: Bloomberg.

### **c) Situación Patrimonial del Banco Central**

En los últimos años se ha producido una paulatina mejoría en la situación financiera del Banco Central de Chile. La situación del balance del Banco Central ha tendido a mejorar paulatinamente, producto del prepago de deuda del Fisco, la reducción de la deuda subordinada y el paso a un régimen de flotación cambiaria (en septiembre de 1999).

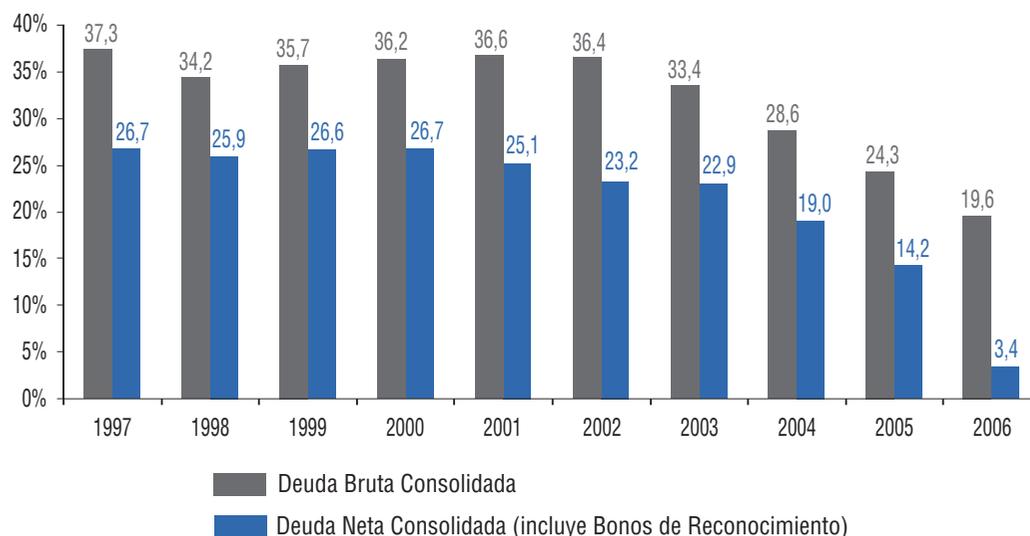
Lo anterior ha permitido que el Banco Central destine los flujos que obtiene de la expansión nominal de la base monetaria -sumado a los pagos que recibe del Fisco por el servicio y prepago de los pagarés fiscales y deduciendo sus costos operativos- al rescate de deuda neta en moneda local. Ha reducido así el costo de sus pasivos y ha liberado recursos del sistema financiero, abriendo un mayor espacio al financiamiento del sector privado. De esta manera, la deuda del Fisco con el Banco Central se redujo desde 10,2% del PIB el año 2001 a 0,9% en la actualidad, mientras que las reservas internacionales lo hicieron desde un 21,7% del PIB el año 2001 a un 13,4% del PIB el año 2006. Asimismo, los pasivos del Banco Central, que alcanzaban un 34,5% el año 2001, se encuentran hoy en torno al 16% del PIB.

La reducción de las reservas internacionales ha tenido como contrapartida una caída en los pasivos en dólares del Banco Central. Adicionalmente, el prepago en pesos de pagarés fiscales denominados en moneda extranjera le permitió reducir su descalce de monedas. Lo anterior ha redundado en una caída en el tamaño del balance del Banco Central como porcentaje del PIB, mejorando la rentabilidad de éste y reduciendo la volatilidad de los resultados (ver Informes de Política Monetaria de septiembre de 2005 y 2006).

Además, el balance consolidado del Gobierno Central con el Banco Central muestra una deuda bruta con un perfil marcadamente decreciente desde el año 2003. El pasivo bruto consolidado disminuyó desde 36,4% del PIB en el año 2002 a 19,6% en el año 2006. De igual manera, el resultado consolidado neto -incluyendo bonos de reconocimiento- evidenció una importante disminución en los últimos años, pasando de una situación neta deudora de 14,2% del PIB en 2005 a una de 3,4% del PIB en el año 2006 (ver figura 4).

No obstante la significativa mejoría, la transición hacia una situación patrimonial positiva del Banco Central ocurriría en plazos largos y con ciertos grados de incertidumbre. Por ello, la Ley de Responsabilidad Fiscal consagró un proceso de capitalización del Banco Central, que permitirá consolidar su situación patrimonial.

**Figura 4**  
**Deuda Pública Consolidada con BCCh**  
 (Porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

#### d) Evaluación de los Principales Factores de Contingencia y Riesgo Fiscal

Los principales riesgos fiscales que se avizoraban a comienzos de la presente década han cambiado sustancialmente desde entonces. La situación de déficit y patrimonio del Banco Central se ha fortalecido notoriamente, hecho vinculado a los prepagos y capitalización efectuados por el Fisco. El riesgo financiero y de descalce cambiario ha disminuido drásticamente, tanto por la caída en la deuda neta, como por la baja en los premios por riesgo y por la potencial apertura de un mercado externo en pesos para oferentes chilenos.

En el caso de las pensiones, los que en un momento podían describirse como pasivos contingentes, se han vuelto compromisos futuros claramente cuantificables en el marco de la Reforma Previsional en actual trámite legislativo. A ello obedece la acumulación de activos programada y cuantificada en el Fondo de Reserva de Pensiones creado por la Ley de Responsabilidad Fiscal y la necesidad de amortizar los bonos de reconocimiento. Lo anterior permitirá financiar saludablemente parte de los compromisos futuros en materia previsional. En este contexto, el aporte de 0,5% del PIB al Fondo de Reserva de Pensiones es clave para asegurar la sostenibilidad de la reforma en el tiempo.

Estos factores de riesgo fiscal se ven aminorados considerablemente por la caída verificada en la deuda pública neta, tanto del Gobierno Central como del Sector Público consolidado (incluyendo el Banco Central). Esta disminución ha ocurrido, principalmente, por la mantención disciplinada y sostenida de la meta de superávit estructural, y también por los ingresos fiscales extraordinarios e inesperados verificados en los años 2005 y 2006, y en lo que va corrido de 2007, generados por el alto precio del cobre.

En resumen, los riesgos fiscales han disminuido apreciablemente desde el año 2001, fecha en que se instauró la metodología de balance estructural y la meta de superávit de 1% del PIB. Pero, al mismo tiempo, hay desarrollos en marcha que tienen y tendrán importantísimas implicancias fiscales y que deberán ser financiados, en especial la Reforma Previsional.

# 6

## Evolución Esperada de la Situación Fiscal

Habiendo establecido la situación de los principales riesgos que han estado presentes en el análisis de la sostenibilidad fiscal en años recientes, es clave determinar la trayectoria más probable de evolución de la situación de endeudamiento neto del Fisco en los próximos años. Lo anterior requiere establecer claramente los efectos sobre la acumulación de deuda neta producto de la aplicación de la regla de balance estructural, considerando una trayectoria plausible para las dos principales variables que afectan el cálculo del balance estructural (PIB tendencial y precio de largo plazo del cobre).

### a) Marco Conceptual

En términos generales, un país emite deuda para financiar el pago de su deuda, los intereses de la misma y su déficit primario. Dada la regla de balance estructural descrita en la sección 2, la deuda que emite el Fisco chileno, en *estado estacionario*, financia el pago de la deuda existente y se reduce con el superávit estructural de 1% del PIB. El caso general de dinámica de deuda neta, que incluye como caso especial la dinámica de la deuda neta en estado estacionario, puede ser representado por la siguiente relación:

$$B_t + E_t B_t^* = B_{t-1} + E_t * B_{t-1}^* + i_t B_{t-1} + E_t * i_t^* B_{t-1}^* + G_t - T_t \quad (1)$$

donde:

$B_t$  = stock de deuda en pesos en el período  $t$ .

$B_t^*$  = stock de deuda en moneda extranjera en el período  $t$ .

$E_t$  = tipo de cambio nominal promedio del período  $t$ .

$i_t$  = tasa de interés en pesos en el período  $t$ .

$i_t^*$  = tasa de interés en moneda extranjera en el período  $t$ .

$i_t B_{t-1} + E_t * i_t^* B_{t-1}^* + G_t - T_t$  = balance efectivo del período  $t$ .

$G_t$  = gasto público del período  $t$  excluyendo pago de intereses.

$T_t$  = recaudación tributaria del período  $t$ .

Lo anterior implica que la deuda del período  $t$ , corresponde a la deuda en pesos del período anterior más la deuda en moneda extranjera, valorada al tipo de cambio en  $t$ , más el balance corriente del período. De esta forma, si el Fisco enfrenta un déficit fiscal efectivo, éste será financiado con un aumento en el endeudamiento neto (en pesos o en dólares). De forma inversa, la deuda neta se reducirá durante los períodos en que el Fisco tenga un superávit.

Considerando la regla de balance estructural, la expresión anterior puede expresarse de la siguiente forma:

$$B_t + E_t B_t^* = B_{t-1} + E_t * B_{t-1}^* - BE_t - \text{Ajustes Cíclicos} \quad (2)$$

La expresión refleja que en el corto plazo la evolución de la deuda estará fuertemente ligada al comportamiento cíclico de los ingresos fiscales. De la misma forma, considerando que en el mediano plazo los ajustes cíclicos son cero (por definición), la evolución de la deuda estará determinada por la meta de superávit estructural.

Definiendo las variables como porcentaje del PIB, se obtiene la siguiente relación para la evolución de la deuda en función de la regla de balance estructural y en particular de la meta de 1% del PIB:

$$b_t + b_t^* = \frac{b_{t-1}}{(1+\pi)(1+g)} + \frac{b_{t-1}^*(1+e)}{(1+\pi)(1+g)} - 0,01$$

donde:

$$b_t = B_t / P_t * Y_t$$

$$b_t^* = E_t * B_t^* / P_t * Y_t$$

$\pi$  = Tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

$g$  = Tasa de crecimiento del PIB real.

$e$  = Tasa de devaluación.

En estado estacionario los ajustes cíclicos son iguales a cero, por lo que la evolución de la deuda neta del Fisco viene dada por la dinámica de crecimiento, la evolución del deflactor del PIB y del tipo de cambio y la meta de balance estructural.

## **b) Escenario Base de Evolución de la Deuda Neta del Gobierno Central**

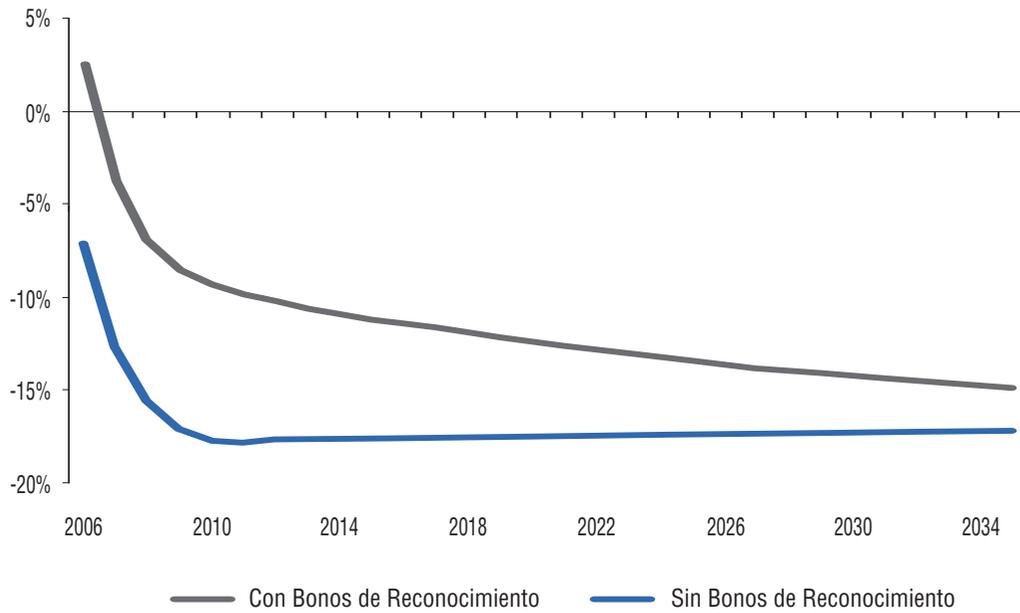
Utilizando la dinámica de evolución de la deuda antes descrita, se realiza una estimación base para la trayectoria de la deuda neta del Gobierno Central chileno. Esta estimación considera una trayectoria para la tasa de crecimiento del PIB efectivo que permite cerrar la actual brecha de producto (definida como PIB tendencial sobre PIB efectivo) el año 2009. La trayectoria para el PIB tendencial es consistente con los supuestos entregados por el Comité de Expertos de PIB tendencial en agosto de 2006. Se asume que a partir del año 2009 la economía crece a su tasa de crecimiento de tendencia.

Con respecto al precio del cobre, el escenario base reconoce que el precio actual se encuentra por sobre su nivel de mediano plazo, por lo que en los años venideros se asume que el precio del metal presenta un patrón decreciente hasta alcanzar su nivel de mediano plazo, es decir US\$1,21/lb. Una situación similar ocurre con el molibdeno: se asume que el precio se encuentra por sobre su nivel de mediano plazo, por lo que en los próximos años debiera mostrar una tendencia decreciente hasta alcanzar dicho nivel (US\$14,7/lb). Para el tipo de cambio, considerando la caída del precio del cobre asumida en el escenario base, se supone una moderada depreciación en los años venideros. En el mediano plazo, la evolución del tipo de cambio sería concordante con un tipo de cambio real constante en el estado estacionario. Los supuestos de brecha de producto y de precio de largo plazo del cobre y del molibdeno generan una dinámica para el superávit efectivo que exhibe una trayectoria decreciente hacia la meta de 1% del PIB.

A la luz de lo discutido en secciones anteriores respecto de los bonos de reconocimiento, es importante considerar sus efectos en la dinámica de la evolución de la deuda. En particular, dado que el reconocimiento de éstos afecta significativamente el punto de partida del análisis, es decir, la posición neta deudora del Sector Público, es útil hacer una comparación con y sin estos bonos.

La evolución esperada de la deuda neta con y sin bonos de reconocimiento, bajo los supuestos antes señalados, es presentada en la figura 5. Como se puede observar, sin considerar los bonos de reconocimiento, el punto de partida (año 2006) es una posición acreedora neta de 7% del PIB. Ahora bien, el punto de partida que adecuadamente refleja la posición neta “efectiva” del Fisco es una posición deudora neta de 2,5% del PIB. La diferencia, en torno a US\$14.000 millones, corresponde a los bonos de reconocimiento.

**Figura 5**  
**Evolución de la Deuda Pública Neta**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia.

El análisis muestra que la deuda neta, como porcentaje del PIB, disminuye gradualmente hasta alcanzar su nivel de largo plazo, el cual corresponde a una posición acreedora neta producto del ciclo que se está verificando en materia de precio del cobre y de la meta de superávit estructural de 1% del PIB. Dado el escenario cíclico que se verifica desde el año 2006, el sector público terminará el año 2007 con una posición neta acreedora lo que, excluyendo los compromisos asociados al financiamiento de la reforma previsional en trámite, permite asegurar que el Fisco se encuentra fuertemente preparado para enfrentar shocks negativos en el futuro.

---

## La Política Fiscal hacia Adelante

Cuando la regla fue instaurada inicialmente, los niveles de endeudamiento del Fisco, en consideración con variables tales como la vulnerabilidad externa, contingencias previsionales y la situación patrimonial del Banco Central, hicieron necesario establecer una meta de superávit estructural de 1% del PIB. De esta forma se dio una clara señal de responsabilidad fiscal, lo que permitió reducir el costo de endeudamiento a los niveles más bajos en la historia y lograr una significativa caída en las tasas de interés de largo plazo en nuestra economía. Al mismo tiempo, el estricto cumplimiento de esa meta permitió hacer frente a la amortización de deudas tales como los bonos de reconocimiento, lo que ha liberado recursos públicos y abierto espacio para nuevos gastos.

La credibilidad de la política fiscal chilena ha sido clave para asegurar el acceso a los mercados financieros en períodos de turbulencias, evitando ajustes fiscales traumáticos. Ha sido además clave para sostener la competitividad de nuestra economía en períodos de altos precios del cobre y para asegurar la implementación sostenible en el tiempo de la política fiscal.

Esta política fiscal, sumada a la evolución positiva del precio del cobre en años recientes, ha permitido una reducción importante de la deuda pública neta, tal como se estableció en la sección 3 del presente informe. Adicionalmente, la proyección del escenario base presentado en la sección 6 muestra que habría una acumulación importante de activos netos del Fisco. Todo ello, en conjunto con la evolución de las condiciones que dieron origen a la meta de superávit de 1% del PIB, permite reevaluar esta meta de forma tal de acomodarla a los desafíos que enfrenta la política fiscal hoy.

En efecto, como fue discutido en las secciones 4 y 5, de los motivos que dieron lugar a la regla, la situación patrimonial del Banco Central y los riesgos de vulnerabilidad externa se han reducido y son hoy menos relevantes. Por contraste, la necesidad de ahorrar para futuros gastos previsionales permanece, toda vez que en el contexto de la ley de reforma previsional se ha proyectado un nivel de gasto equivalente a la contingencia que dio lugar a la meta.

Es así como la acumulación de recursos en el Fondo de Reserva de Pensiones permite asegurar que una vez que se comience a verificar el mayor gasto en pensiones, los recursos ahí acumulados permitirán hacer frente a estos mayores gastos sin sacrificar el restante gasto de gobierno, evitando ajustes fiscales que puedan afectar significativamente los gastos sociales y la inversión pública. La acumulación de 0,5% del PIB al año consagrada en la Ley de Responsabilidad Fiscal permite asegurar, dados los antecedentes a la fecha de su envío al Congreso, que lo anterior será cumplido.

Es posible además prever contingencias fiscales adicionales en el horizonte. Obligaciones asociadas al sistema de concesiones, las garantías de aval del Estado a las empresas públicas para sus operaciones de endeudamiento, las garantías de financiamiento de la educación superior y las asociadas a las demandas contra el Estado, representan importantes compromisos potenciales del Fisco. Ellas son razones adicionales para perseverar en el ahorro fiscal, de modo que una adecuada provisión para los mayores gastos permita asegurar que estas contingencias están debidamente resguardadas.

Todo lo anterior hace aconsejable reducir la actual meta de superávit estructural de 1% del PIB, fijándola, en un contexto de responsabilidad fiscal, en 0,5% del PIB.

## Bibliografía

Arenas de Mesa, A. y P. Gana, 2005, “Proyecciones del Gasto Fiscal Previsional en Chile, Bono de Reconocimiento: 2005-2038”, *Estudios de Finanzas Públicas*, DIPRES.

Céspedes, L.F., R. Chang y A. Velasco, 2004, “Balance Sheets and Exchange Rate Policy”, *American Economic Review* 94 (4), pp. 1183-1193.

Céspedes, L.F., R. Chang y A. Velasco, 2003, “IS-LM-BP in the Pampas”, *IMF Staff Papers* 50, pp. 143-156.

Crispi, J. y A. Vega, 2003, “Sostenibilidad y Regla fiscal: Análisis e Indicadores para Chile”, *Estudios de Finanzas Públicas*, DIPRES.

Dalton & Dziobek, 2005, “Central Banks Losses and Experiences in Selected Countries”, IMF Working Paper N° 05/72.

DIPRES, 2006, “Informe de Finanzas Públicas Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2007”.

García, C. y J. Restrepo, 2006, “The Case for a Countercyclical Rule-based Fiscal Regime”, mimeo, Banco Central de Chile.

Le Fort, G., 2006, en “Política Fiscal con Meta Estructural en la Experiencia Chilena”, Segunda reunión anual de Grupo Latinoamericano de Especialistas en Manejo de Deuda Pública, Cartagena-Colombia.

Marcel, M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides, 2001, “Balance Estructural: La Base de la Nueva Regla de Política Fiscal Chilena”, *Revista Economía Chilena*, volumen 4, N° 3, pp. 5-27.

Rodríguez, J., C. Tokman y A. Vega, 2006, “Política de Balance Estructural: Resultados y Desafíos tras Seis Años de Aplicación en Chile”, *Estudios de Finanzas Públicas*, DIPRES.

Stella, P., 1997, “Do Central Banks Need Capital?”, IMF Working Paper N° 97/83.

Vergara, R., 2002, “Política y Sostenibilidad Fiscal en Chile”, *Estudios Públicos* N°88, pp.45-65.



