

ESTUDIO PROSPECTIVO

POLÍTICA FISCAL EN CHILE Y RIESGO SOBERANO

Septiembre 30, 2003

La globalización de los mercados financieros ha extendido y profundizado la necesidad de contar con ranking o índices de riesgo internacional de modo que las empresas puedan determinar el costo de fondos internacional para financiar sus inversiones. Dada la idiosincrasia propia de cada país y la inexistencia de una legislación internacional que pueda normar todos los aspectos de los contratos transfronterizos de deuda, se han desarrollado profusamente los índices de riesgo país o riesgo soberano que entregan una indicación de las posibilidades de pago de un instrumento de deuda de parte de un determinado gobierno. Este indicador de riesgo se ha constituido en la base principal y determinante del costo de fondos que debe pagar un gobierno particular por un bono de largo plazo en los mercados internacionales. Por extensión, este costo de fondos es el referente sobre el cual se forma el precio de los bonos de las empresas privadas del país.

La calificación de la probabilidad de pago de una obligación de deuda de largo plazo se basa en factores tales como el equilibrio fiscal y monetario, indicadores de deuda, términos de intercambio, capacidad de crecimiento, etc., en general todos los elementos que determinan el desempeño económico de un país.

Chile goza de uno de los costos de fondos más bajos entre todos los países emergentes. Este indicador es fuente de orgullo nacional y ha tomado una gran preponderancia en los debates de políticas internas del país. En efecto, desde principios de 2003, el Ministro de Hacienda manifestó la necesidad de cuadrar las cuentas fiscales del año 2004, que se preveía no se ajustaba a la política fiscal de un superávit estructural del 1%, para lo cual propuso un alza del IVA y otras medidas. Una de las razones para no considerar una modificación de la regla fiscal de parte de las autoridades era precisamente el posible impacto de esa medida podría tener en el riesgo soberano del país. Por ello, dado el análisis que realizan expertos internacionales sobre los factores que inciden en la calificación de riesgo de Chile se vuelve relevante intentar cuantificar ese impacto para el diseño de buenas políticas públicas.

El presente estudio realizado por la Unidad de Estudios de Gerens - Analytyka permite evaluar la evolución y rango del *spread* de riesgo soberano chileno, bajo ciertos escenarios de toma de decisiones por parte del Ejecutivo en lo que se refiere al Presupuesto del Gobierno Central.

El diseño de estudio se sustenta en la metodología prospectiva, específicamente en el Método Deplhi, que permite llegar a opiniones de consenso en un grupo, sobre cierto asunto específico. Esta técnica permite recoger y ponderar el conocimiento del grupo de expertos en el tema, produciendo información confiable para la toma de decisiones. De este modo, durante el primer semestre de 2003

se convocó a expertos internacionales para recoger sus opiniones sobre la evolución del *spread* de riesgo soberano chileno en el periodo 2004-2006 a la luz de diversos escenarios de resolución de la situación presupuestaria antes descrita.

1. SITUACIÓN FISCAL AL MOMENTO DEL ESTUDIO

A. *Antecedentes*

Considerando el dinamismo de la economía internacional y de la recuperación de la demanda doméstica, durante el primer año del Presidente Ricardo Lagos, se estableció como posible y deseable una política fiscal prudente que permitiera revertir, en parte, el deterioro experimentado por las cuentas fiscales durante los años previos¹. De este modo, en dicho año (2000) el balance convencional del Gobierno Central presentó un superávit de 0,1% del PIB luego de haber registrado un déficit de 1,4% en 1999.

Una vez ordenada la situación de las Finanzas Públicas, y reconociendo que ello es una condición necesaria e ineludible para lograr un crecimiento sostenido en los siguientes años, las autoridades económicas se avocaron al diseño de una política fiscal creíble, con crecientes grados de transparencia, para el mediano y largo plazo. De este modo, desde el año 2001 el presupuesto del sector público se ha orientado a alcanzar un superávit estructural de 1% del PIB, de forma de contribuir a la toma de decisiones del sector privado, a la estabilidad macroeconómica, a la coordinación con la política monetaria y a generar un cuadro donde opere un estabilizador macroeconómico automático.

Como es sabido, para el cálculo del balance estructural se han seguido los criterios estándares del FMI, adaptados a las condiciones específicas de la economía nacional, de suerte que éste refleja el monto que los ingresos y gastos fiscales alcanzarían si el producto estuviera en su nivel potencial y el precio del cobre fuera el de mediano plazo.

B. *Situación Finanzas Públicas 2004-2006*

Desde el año 2001 la política fiscal ha sido conducida bajo la regla previamente descrita, no existiendo grandes debates o controversias respecto a su aplicación y resultados (véase figura N° 1). No obstante, junto con la presentación del proyecto de ley de presupuesto del sector público del año 2003, la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda (DIPRES) presentó una proyección financiera de ingresos y compromisos fiscales para el período 2004-2006².

Tal como se indica en el documento citado, metodológicamente, los ingresos considerados corresponden a estimaciones prudentes y realistas de las disponibilidades futuras, mientras que los gastos reflejan los costos comprometidos por leyes permanentes, arrastres de inversiones, gastos

¹ Exposición Sobre el Estado de la Hacienda Pública, Presentación del Ministro de Hacienda Sr. Nicolás Eyzaguirre, Octubre de 2000.

² Informe de Finanzas Públicas Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público del año 2003, Presentado por Mario Marcel, Director de Presupuestos a la Comisión Especial de Presupuestos del Congreso Nacional, Octubre 2002.

discrecionales a nivel de continuidad respecto del año base de la proyección y políticas en ejecución. Es decir, se trata de una proyección realista de los compromisos de mediano plazo que se derivan de normas y políticas públicas vigentes y no un ejercicio para cuadrar las cuentas fiscales (Informe de Finanzas Públicas, *op.cit.*).

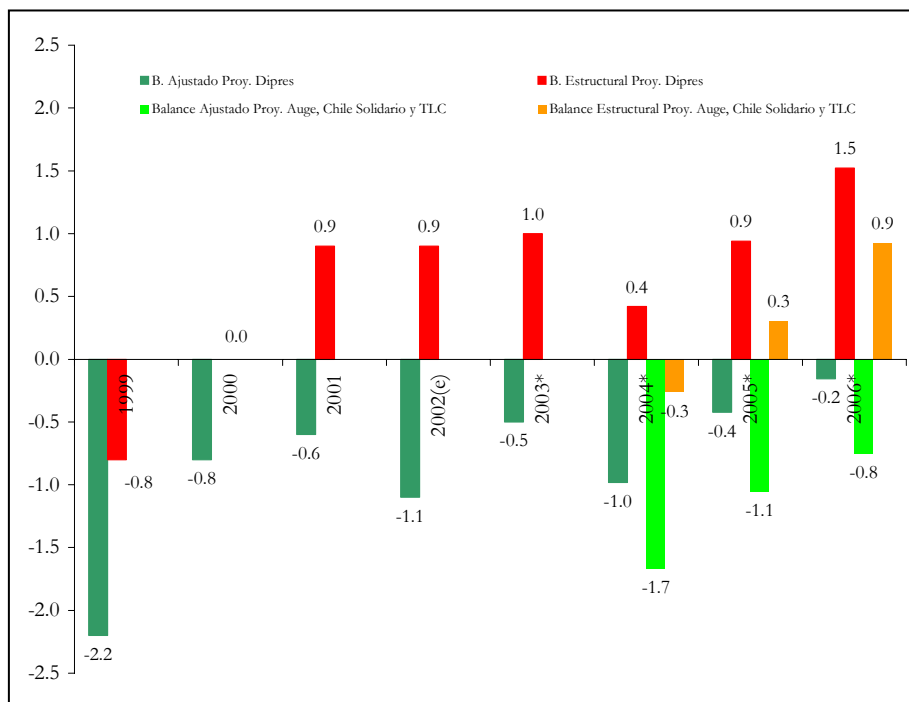
Las proyecciones proporcionadas por DIPRES revelan una importante concentración de compromisos durante el año 2004, los que disminuyen en los años 2005 y 2006. Esas simulaciones llevan a un superávit estructural de 0,4% del PIB en 2004, de 0,9% del PIB en 2005 y de 1,5% del PIB en 2006 (véase figura N° 1).

Es importante notar que las proyecciones recientemente descritas no consideraron el efecto de menores ingresos tributarios producto de la aplicación del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea actualmente vigente, como así tampoco el acuerdo con EE.UU. (cerca de US\$ 200 millones anuales cada uno). Asimismo, dichas proyecciones tampoco incluyen los gastos asociados al Plan AUGE de salud, estimados en US\$ 220 millones anuales, y al plan Chile Solidario, estimados en US\$ 103 millones anuales. En efecto, los tratados de libre comercio fueron los aspectos adicionales mencionados por el Ministro de Hacienda para proponer al país un alza de impuestos a principios de año. Adicionalmente, al iniciarse este estudio en abril de 2003, ya era bastante claro que la propuesta de financiamiento del AUGE y del Chile Solidario no tenía piso político y deberían ser retirados.

La figura N° 1 muestra una estimación muy preliminar de las proyecciones financieras presentadas por la DIPRES, a las que se incorporan los efectos del mayor gasto público originado por los proyectos sociales mencionados y los menores ingresos originados por los Acuerdos de Libre Comercio con la Unión Europea y EE.UU.

Se observa que el superávit estructural se torna en un déficit estructural de 0,3% del PIB en 2004, y en un superávit estructural de 0,3% y 0,9% del PIB en los años 2005 y 2006. Por otro lado, el déficit efectivo se estima en 1,7%, 1,1% y 0,8% del PIB para los años 2004 a 2006 respectivamente.

Figura N° 1



En este contexto, en nuestro país se debatió entre abril y julio acerca del modo de financiar el déficit que se proyectaba, especialmente para los años 2004 y 2005. Así, durante el debate público se plantearon como alternativas el incremento de impuestos, reducir transitoriamente la regla de superávit estructural, reducción de gasto público o una combinación de las anteriores alternativas. Finalmente, se incrementó el IVA en 1% a partir de octubre de 2003 hasta el año 2007.

Este estudio prospectivo fue motivado por la necesidad de contar con información cuantitativa concreta respecto a como podría verse afectado el riesgo soberano chileno respecto a las propuestas alternativas que se debatieron en dicha oportunidad para resolver el descuadre fiscal de los años 2004 a 2006. Creemos que esta información es de la máxima relevancia para tomar decisiones de política fiscal en el futuro. Aunque el tema ya fue resuelto por las autoridades, ello no invalida el esfuerzo de intentar aproximar el posible impacto que según lo expertos habría tenido sobre el riesgo soberano chileno, soluciones alternativas a la adoptada.

2. METODOLOGÍA

Los métodos de prospectiva estudian el futuro aludiendo a la evolución e interacción de los factores del entorno socio-económico. Para lo cual, utiliza métodos como el Delphi, fundado en la consulta a expertos³ y se utiliza cuando no existen datos históricos, con los que trabajar.

³ Se entiende por experto a un grupo de personas a las que se supone un conocimiento elevado de la materia que se va a tratar.

A. Características

El método Delphi pretende extraer y maximizar las ventajas que presentan los métodos basados en grupos de expertos y minimizar sus inconvenientes. Para ello se aprovecha la sinergia del debate en el grupo y se eliminan las interacciones sociales indeseables que existen dentro de todo grupo. De esta forma se espera obtener un consenso lo más fiable posible del grupo de expertos.

Las principales particularidades de este método son:

- *Anonimato*: Durante un Delphi, ningún experto conoce la identidad de los otros que componen el grupo de debate.
- *Iteración y realimentación controlada*: La iteración se consigue al presentar varias veces el mismo cuestionario. Como, además, se van presentando los resultados obtenidos con los cuestionarios anteriores, se logra que los expertos vayan conociendo los distintos puntos de vista y puedan ir modificando su opinión si los argumentos presentados les parecen más apropiados que los suyos.
- *Respuesta del grupo en forma estadística*: La información que se presenta a los expertos no es sólo el punto de vista de la mayoría, sino que se presentan todas las opiniones indicando el grado de acuerdo que se ha obtenido.

B. Fases

El estudio *Análisis Prospectivo: Política Fiscal en Chile y el Riesgo Soberano* consta de tres etapas. La primera referida a la construcción del cuestionario y selección del panel de expertos, por parte del grupo de investigadores de las consultoras involucradas. La elección de los participantes se realizó de acuerdo a un perfil definido de expertos, analistas internacionales de bancos de inversiones, cuya especialización estuviera en el ámbito del análisis de riesgo soberano de países emergentes de América Latina. Se cursó la primera invitación a participar un grupo de veinte expertos de Wall Street en calificación de riesgo, de empresas multinacionales de prestigio mundial. En este estudio participaron nueve analistas.

La segunda etapa refiere a la circulación del cuestionario entre los expertos. En esta investigación se realizaron dos rondas: (i) Los expertos reciben el cuestionario con las propuestas para solventar el gasto fiscal y se les pregunta por su importancia y el impacto de aquellas en el *spread* chileno. Una vez contestados, los cuestionarios fueron devueltos al moderador, quien realizó un análisis estadístico de las previsiones de cada evento.

El moderador reenvió el cuestionario haciendo hincapié en las preguntas que poseen mayor desviación estándar o dispersión en las respuestas, pues es aquí donde el consenso se cuestiona. Por ello, se preguntó si los entrevistados están dispuestos a cambiar de respuesta o confirman la primera. Si es así, se les solicitó una explicación del motivo por el que creen que su previsión es correcta y la del resto del panel no.

Igualmente, en esta ronda se preguntó en forma detallada por los activos que debiesen venderse en el marco de la pregunta N° 2.1.

Cuando el moderador recibió las respuestas, realizó un nuevo análisis estadístico y sintetizó los argumentos utilizados por los expertos. La primera ronda la contestaron ocho analistas. De ellos siete contestaron la segunda sumándose un analista nuevo. Es decir, en cada ronda participaron ocho analistas, nueve en total.

3. RESULTADOS

La encuesta Delphi sobre la situación presupuestaria en Chile 2004-2006 se desarrolló entre los meses de abril a agosto de 2003. En una primera etapa, las situaciones presupuestarias fueron evaluadas por la Unidad de Estudio Gerens S.A. - ANALYTYKA Consultores, lo que permitió definir un panorama general de la actividad macroeconómica y los factores que podrían incidir en los valores del *Spread*. De esta forma se definió una primera ronda, donde el panel de experto valoró en importancia ciertas acciones que el Ejecutivo chileno barajaba para paliar un déficit presupuestario. La segunda ronda tuvo como objetivo acercar al panel al consenso respecto de las alternativas propuestas y especificar algunas situaciones como la definición o ejemplificación del concepto *activos prescindibles*. En los anexos se proporcionan los cuestionarios enviados a los expertos y en la tabla 1 se entrega toda la información obtenida en ambas rondas. En base a las respuestas, a continuación se resumen los resultados.

Alternativas para superar el déficit

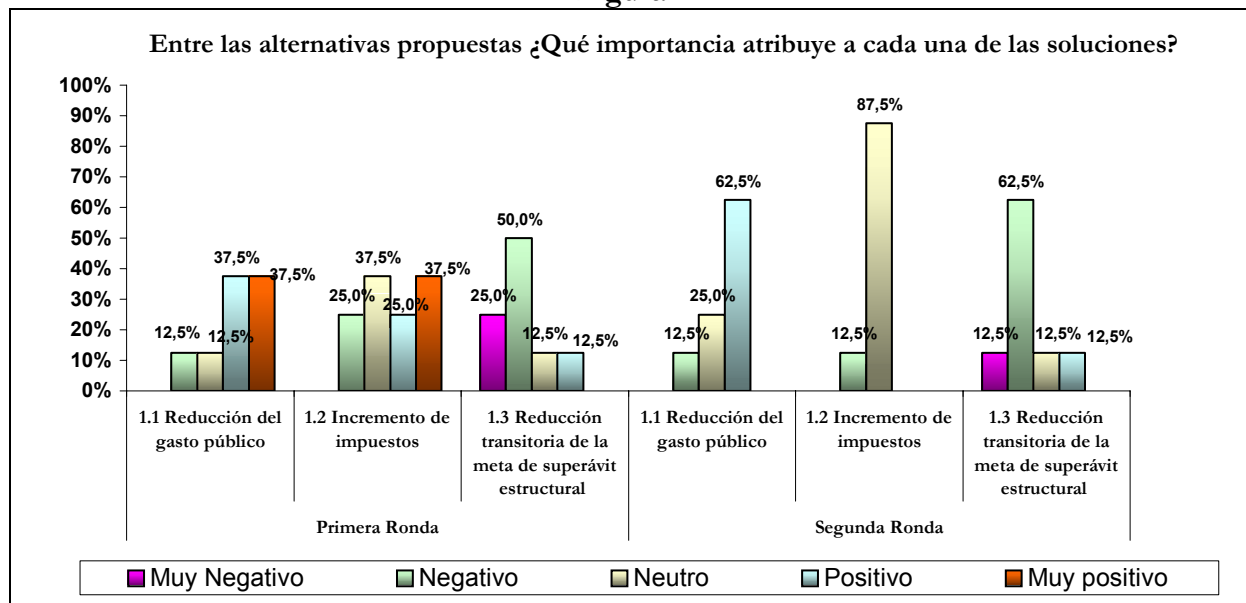
En general se preguntó a los analistas que evaluaran en forma cualitativa la solución de incrementar impuestos, reducir gastos o modificar la regla fiscal en forma transitoria. A continuación se preguntó, suponiendo que se elegía modificar la regla fiscal, como ellos creían que se afectaría el riesgo soberano chileno si el mayor déficit se financiaba con venta de activos prescindibles, deuda externa o deuda doméstica.

Los porcentajes y tendencias presentes en la primera ronda fueron contrastados con los resultados de una segunda ronda, que buscaba –dadas las primeras respuestas obtenidas- generar un consenso respecto a las alternativas propuestas. De este modo, la reducción del gasto público fue valorada positivamente (positivo y muy positivo) en un 75%, en la primera, siendo evaluada positivamente por el 62,5% de los encuestados en la segunda ronda.

Sin embargo, la alternativa de incremento de impuestos, que en un principio obtuvo una valoración de 62,5% de aprobación (positivo y muy positivo), en la segunda ronda logra una neutralidad en su valoración aproximada al 87,5%.

La reducción transitoria de la meta de superávit estructural, es percibida de manera negativa por un 75% del panel, lo que se confirma en la segunda ronda con un 62.5% y muy negativa con el 12.5% de las respuestas.

Figura 2



Desde un punto de vista analítico, podemos observar que la medida económica que concita mayor consenso en su impacto es el alza de impuestos, el que es visto por el panel de expertos como una medida que no alteraría la evolución del *spread* de riesgo país chileno. De este modo, podemos contrastar que el alza impositiva aprobada y que se pone en marcha a partir de octubre de 2003, no alteraría el curso que Chile mantiene con bajo índices o tasas de riesgo que bordean los 120 puntos.

Cabe destacar por otra parte, que la alternativa de reducción del gasto público incita a una percepción altamente positiva. Con ello, el ejecutivo mantendría su capacidad presupuestaria interna, con el consiguiente reconocimiento del mercado y de los calificadores de riesgo.

Evaluación de los rangos del Spread

A continuación se pregunta por el impacto en el *spread* dada una modificación transitoria de la regla fiscal.

En el caso que la medida del Ejecutivo fuera reducir transitoriamente la meta de superávit estructural del 1%, se le presentó al panel de expertos tres alternativas para enfrentar el déficit efectivo, cuya tasa de respuesta y consenso se aprecia en la figura 3.

Entre éstas, la medida que menos alteraría el *spread* sería la venta de activos prescindibles, opción que concita en una primera ronda un 87,5% de adhesión, con un impacto que oscila entre una rebaja de 26 y 50 puntos base en el *spread* (12,5%) y un alza entre el 0 a 25 puntos (75%). Es interesante destacar que en el cuestionario no se incluía la posibilidad de que el *spread* de riesgo soberano se estrechara, pero un analista respondió en forma espontánea que pensaba que el *spread* se estrecharía entre un cuarto y medio punto porcentual si se modificaba la regla y se financiaba con venta de activos prescindibles (véase Tabla 1). En la segunda ronda, donde se precisa que por venta de

activos se refiere, por ejemplo, a la venta de ENAP o a una política de privatizaciones, las apreciaciones de los expertos no varió en lo sustantivo por cuanto la opción de un alza entre 0 y 25 puntos, mantuvo el mismo porcentaje de adhesión entre los encuestados. Sin embargo, el analista que contestó en la primera ronda que el *spread* se estrecharía, se alineó con la respuesta de consenso.

La medida que más alteraría el índice de riesgo país (26 a 50 puntos) es el financiamiento del déficit efectivo con la colocación de un bono en los mercados internacionales, de acuerdo al 75% de los encuestados en la primera y segunda ronda.

Finalmente el financiamiento del déficit a través de la colocación de un bono en el mercado doméstico tendería a incrementar el *spread* entre 1 a 25 puntos base para un 62,5% y 100% de la opinión de los expertos en la primera y segunda ronda respectivamente. Es muy interesante constatar que los analistas consideran un impacto menor en el *spread* de riesgo soberano chileno la colocación de bonos en el mercado doméstico que en el mercado internacional.

Debido a la alta dispersión de los rangos respecto a la alternativa de activos prescindibles, se realizó una segunda ronda para especificar cuáles serían estos activos. Por una parte, se propuso la venta de ENAP para paliar el déficit, y por otra, el establecimiento de una política de venta de activos o de privatización de activos prescindibles como las sanitarias, ENAP y otras de similares características. Las opiniones de los expertos se representan en la figura N° 4.

Figura 3

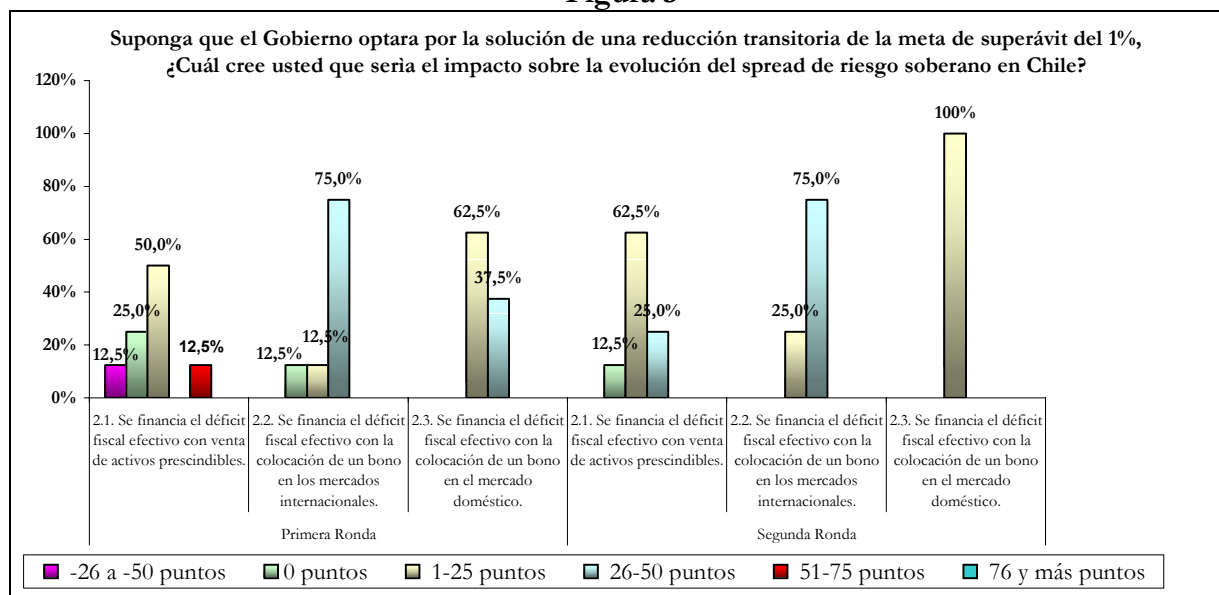
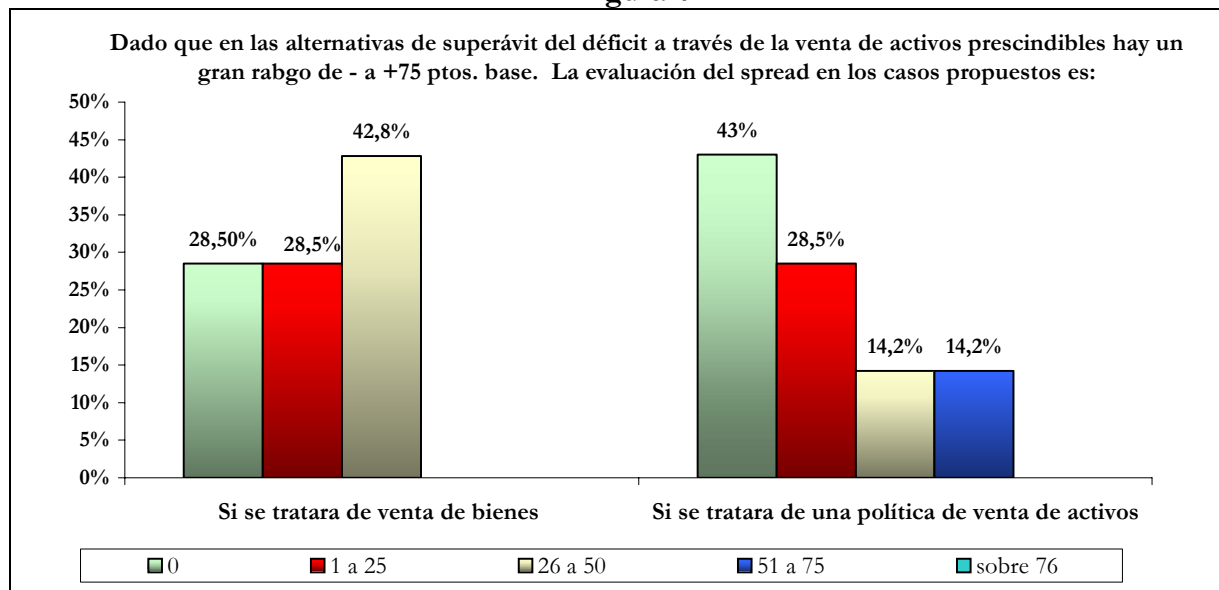


Figura 4



De este modo, se aprecia que el establecimiento de una política de privatización es visto por un 71,4% del panel como de poco impacto en el *spread* (0 a 25 puntos). Un 14,3% del panel adjudica un alza relativamente alta en el establecimiento de una política de venta de activos prescindible, que incrementa en *spread* entre 51 a 75 puntos. Mientras, la venta de ENAP adquiere una variación leve de 0 a 25 puntos en un 57,2% del panel y una variación entre 26 y 50 puntos en el 42,8% de los consultados⁴. Por lo tanto, el hecho de haber explicitado la afirmación “venta de activos prescindibles”, no varió el resultado general aunque disminuyó la dispersión de las respuestas.

⁴ Las preguntas acerca de la venta de ENAP y sobre una política de privatización, fue contestada por el 87.5% de los encuestados.

TABLA 1: RESUMEN DE RESULTADOS DE LA PRIMERA Y SEGUNDA RONDA

Análisis Prospectivo Situación Presupuestaria Chile 2004-2006													
1. Entre las alternativas de solución propuestas de acuerdo a las desviaciones del cumplimiento de la regla de 1% de superávit abajo, ¿qué importancia atribuye a cada una de las soluciones propuestas?							2. Si Suponga que el Gobierno optara por la solución de una reducción transitoria de la meta de superávit estructural de 1%, ¿cuál cree usted que sería el impacto sobre la evolución del spread de riesgo soberano chileno? de Chile?						
1.1 Reducción del gasto público		1.2 Incremento de impuestos		1.3 Reducción transitoria de la meta de superávit estructural		2.1. Se financia el déficit fiscal efectivo con venta de activos prescindibles.		2.2. Se financia el déficit fiscal efectivo con la colocación de un bono en los mercados internacionales.		2.3. Se financia el déficit fiscal efectivo con la colocación de un bono en el mercado doméstico.			
Primera Ronda	Segunda Ronda	Primera Ronda	Segunda Ronda	Primera Ronda	Segunda Ronda	Primera Ronda	Segunda Ronda	Primera Ronda	Segunda Ronda	Primera Ronda	Segunda Ronda		
2	2	3	2	2	1	2	3	3	3	4	4		
3	3	2	3	3	2	5	4	3	3	4	4		
4	4	4	3	2	2	4	4	3	3	4	4		
4	4	3	3	1	2	4	4	3	3	4	4		
4	4	3	3	4	3	5	4	3	4	4	4		
5	4	4	3	2	4	4	5	3	4	3	4		
5	4	2	3	2	2	Tighten by 3	3	5	3	3	4		
5	3	3	3	1	2	4	4	4	3	3	4		
Suma	32	28	24	23	17	18	28	31	27	26	29	32	
Moda	4	4	3	3	2	2	4	4	3	3	4	4	
Mediana	4	4	3	3	2	2	4	4	3	3	4	4	

4. CONCLUSIONES

Los países emergentes cada vez se integran más a los mercados internacionales y deben, por tanto, jugar con las reglas globales. En particular, los indicadores de riesgo soberano tienen cada vez una mayor preponderancia. En particular, Chile ha dado una alta prioridad a este indicador desde que a principios de los noventa, fuera clasificado como el primer país latinoamericano que alcanza una clasificación de grado de inversión.

La importancia de este indicador como determinante de las políticas internas se observa en el debate en fiscal este año, cuando desde principios de año ha quedado en evidencia que las cuentas fiscales estimadas para el año 2004 no cumplían con la regla fiscal del superávit del 1%. Unos de los principales argumentos del Ministro de Hacienda para no modificar la regla fiscal y proponer un alza de impuestos se relacionó con el posible impacto que dicha medida podría tener en el riesgo soberano chileno.

Este estudio intenta evaluar dicha hipótesis desde un punto de vista cualitativo y cuantitativo. Efectivamente, el *spread* de riesgo soberano se ve afectado según el panel de expertos si se modificaba la regla fiscal del 1%. Sin embargo, para el diseño de la política fiscal adquiere una gran relevancia la magnitud del impacto, así como si formas alternativas de financiar el mayor déficit efectivo (menor superávit estructural) pueden o no afectar en forma distinta el riesgo soberano chileno.

Es conveniente destacar que a los analistas de riesgo soberano se les envió la información estimada por la Dirección de Presupuestos para los años 2004 a 2006, aumentada por las estimaciones de Gerens respecto al impacto de los planes sociales AUGE y Chile Solidario, así como los menores ingresos por los acuerdos de libre comercio. En resumen, estas proyecciones implican un déficit estructural de 0,3% del PIB para el año 2004, un superávit de 0,3% del PIB para 2005 y un superávit de 0,9% del PIB para 2006. Por ello la investigación consistió en evaluar el impacto en el *spread* soberano de un cambio transitorio de la regla fiscal, especialmente para los años 2004 y 2005. Adicionalmente, este cambio implicaría un déficit efectivo de 1,7% del PIB para 2004, 1,1% del PIB para 2005 y 0,9% del PIB para 2006, por lo tanto, también es necesario evaluar si el riesgo soberano se comportaría en forma distinta dependiendo del modo en que se financie el déficit.

Las principales conclusiones son las siguientes:

- Ante la primera pregunta frente al problema del descuadre fiscal para los años 2004 a 2006 y el impacto general cualitativo que tendría las diversas soluciones que se han debatido (i.e. reducción de gasto, incremento de impuestos y reducción transitoria de la regla fiscal) los expertos de riesgo soberano estiman, utilizando tanto la moda como la media de las respuestas (Tabla 1), que la reducción de gasto es preferida por su impacto positivo en la economía. En tanto, el alza de impuestos es neutral y la reducción transitoria de la regla fiscal tiene una evaluación negativa.
- A continuación, al evaluar el impacto cuantitativo de la reducción transitoria de la regla fiscal para los años 2004 y 2005, y nuevamente a juzgar por la moda o media de las respuestas, se observa que, dependiendo del modo que se financie el déficit fiscal efectivo las respuestas

difieren. Si se utiliza la venta de activos prescindibles o bien la colocación de bonos domésticos, los expertos estiman que el impacto en el riesgo soberano se encontraría entre 1 y 25 puntos base. En tanto, si el déficit se financia colocando bonos en el mercado internacional el impacto es mayor, entre 26 y 50 puntos base.

Los resultados anteriores entregan información valiosa para los efectos del diseño de la política fiscal e invitan a futuras investigaciones. Si bien es correcto afirmar que la modificación transitoria de la regla fiscal para enfrentar los descuadre de los años 2004 y 2005 afecta el riesgo soberano, el impacto cuantitativo es bastante acotado. Asimismo, es interesante notar que los expertos internacionales en riesgo soberano estiman que dicho descuadre era preferible financiarlo con bonos domésticos en lugar que con bonos externos, lo que entrega evidencia indirecta a favor de la decisión del Ministerio de Hacienda de emitir bonos domésticos a fines de este año.

ANEXO 1 PRIMERA RONDA

PROSPECTIVE ANALYSIS NATIONAL BUDGET SITUATION CHILE 2004-2006

The following document calls for international experts to express their opinion about the evolution of Chilean sovereign risk spread over the period 2004-2006.

It was designed based on a prospective methodology, specifically the Delphi Method, intended to reach a consensus opinion within a group based on a specific question. This technique aims to obtain and decant the knowledge of the group of experts regarding the matter in hand, thereby obtaining reliable data for the decision making process.

With this in mind, Gerens S.A. and Analytyka Consultores have developed a first round questionnaire that permits the assessment of the evolution and range of Chilean sovereign risk under certain scenarios of the decision making process, on the part of the Government, regarding the national budget.

We invite you to participate in this methodological experience which will only take you a few minutes. The document below first presents a brief description of the Chilean scenario, which will allow you to put the subject in context followed by some questions with respective answers categories.

We appreciate your time and attentive cooperation as an expert regarding the subject outlined.

Planning
Committee:

Patricio Arrau
President
Gerens S.A.

Guillermo Holzmann
Director
ANALYTYKA
Consultores
Project Director
Nidia Bustamante

Research Team
Bárbara Barrios
Ricardo Pimentel
Diego Benavente

A. Background

In 2000, in a very dynamic context of world economy and domestic demand recovery, during the first year in power of President Ricardo Lagos, it was considered feasible -and even desirable - to introduce a cautious fiscal policy that would revert damage experienced by fiscal accounts over previous years⁵. As a result, that year the conventional balance of the Central Government showed a 0.1% budget surplus over the GDP as opposed to a 1.4% shortfall in 1999.

Once the public financial situation was organized, recognizing that this measure was a necessary and obligatory condition to reaching sustained growth, financial authorities dedicated themselves to design a trustworthy fiscal policy, with mounting degrees of transparency in the medium to long term. As a result, since year 2001 the budget of the Central Government has been designed in order to reach a structural surplus of 1% over GDP, in a way that contributes to the decision making process within the private sector, boosts macroeconomic stability, coordinates monetary policy and generates a framework where an automatic macroeconomic stabilizer operates.

The structural balance has been calculated following standard criteria laid out by the International Monetary Fund (IMF) and adapted to the national economy to reflect the amount that fiscal revenues and expenses would reach if the product was in its potential level and copper price was the one forecasted at middle term level.

B. Public Finance Situation 2004-2006

Since 2001, fiscal policy has been implemented according to the aforementioned regulation, without causing extensive debate or controversy regarding the policy's enforcement and results (see attached figure). Nevertheless, when submitting the public sector budget bill for 2003, the Budget Director of the Finance Ministry (Dipres by its acronym in Spanish) presented a financial projection of Central Government revenues and expenditures for the period 2004-2006⁶.

As indicated above, estimated revenues are based on cautious and realistic projections of future cash assets while the costs reflect committed expenses by standing laws, ongoing investments, discretionary expenses in continuity regarding the year used as reference for the projection and current policies. In other words, it is a realistic projection of middle term obligations related to public standing norms and policies and not just an exercise to balance fiscal accounts (Public Finance Report, op. cit.)

Estimations submitted by Dipres show a significant concentration of commitments in year 2004, which fall down in 2005 and 2006. These statistics carry a structural surplus of 0.4% over GDP in 2004, 0.9% in 2005 and 1.5% in 2006 (see attached figure).

It is worth pointing out that the abovementioned projections do not consider the effect of lower import duties following the implementation of the free trade agreements (FTA) with the European Union – currently standing – and with the USA (each representing about US\$200 million per year). Likewise, the projections do not take into account expenses associated with the public health

⁵ Presentation of the Minister of Finance Mr. Nicolás Eyzaguirre, October 2000.

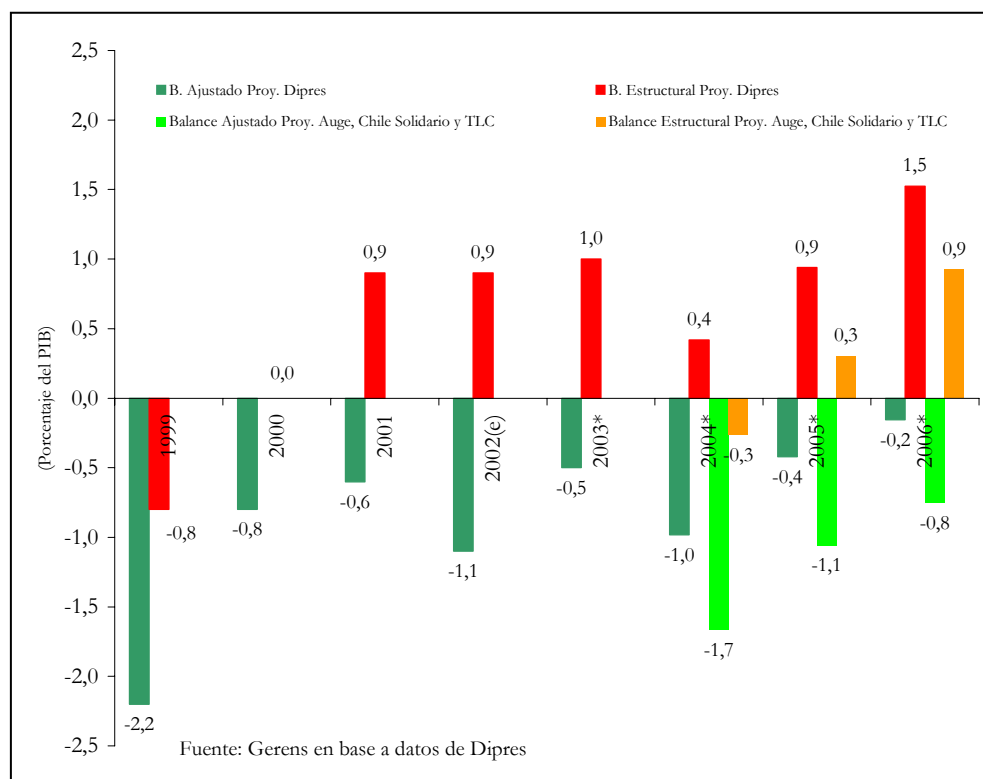
⁶ The Public Sector Budget Bill for 2003, presented by the Budget Director Mr. Mario Marcel, to the National Congress Special Budget Commission, October 2002.

reform program, known as “Plan Auge”, estimated to cost US\$220 millions per year, nor the extreme poverty eradication program, known as “Plan Chile Solidario”, which would cost another US\$103 millions annually. The ways proposed by the government to finance these social projects have been widely criticized by the public opinion.

The figure shows a very preliminary estimation of financial projections submitted by Dipres, which also incorporate the effects of higher public expenses originated from the aforementioned programs Plan Auge and Chile Solidario, and those of lower revenues associated to FTAs with EU and USA, maintaining macroeconomic assumptions. In other words, in this scenario lower import duties and new social programs have not been counterbalanced nor financed.. As observed, structural surplus turns into structural deficit of 0.3% over GDP in 2004 and back to a structural surplus of 0.3% and 0.9% in years 2005 and 2006 respectively. On the other hand, effective deficit is estimated at 1.7%, 1.1% and 0.8% of GDP in years 2004 to 2006 respectively.

As a result of previously exposed factors, an intense debate has emerged in our country regarding the way projected deficit (or deviation of structural goal of 1%) should be financed, especially in years 2004 and 2005. Thus, alternatives proposed include increasing taxes, reducing provisionally the structural surplus rule of 1% standard and diminishing public expenses or a combination of these measures.

Figure N° 1



Considering that the way to finance the problem described may distress the incipient economic recovery in Chile, this prospective study aims to find out your opinion regarding how the different alternatives proposed would possibly impact the Chilean sovereign risk.

You have been contacted as a sovereign risk expert in emerging economies in order to allow us to survey, using the Delphi method, the different scenarios of impact over the evolution of Chilean sovereign spread in the future, given the different options to address the public finance problem described above.

Do not hesitate to contact us if you have any doubt or inquiry. We would appreciate if you send the answers to Gerens-Analytyka Studies Unit by June 25, 2003. Looking forward to know your opinions,

Sincerely,

Patricio Arrau
Gerens S.A. CEO

Guillermo Holzmann
Analytyka Consultores Director

Nidia Bustamante
Project Director

Instructions

We will first introduce the first series of conditions suggested to define the relation of Chilean spread for the period 2004-2006. The following measures have been suggested by the research staff and by the planning commission of the project and were constructed based on the debate presented in the Chilean public agenda and academic documentation.

In the questionnaire below we invite you to give us your opinion regarding the degree of importance for the economy and the impact over the Chilean sovereign risk spread that may have the potential occurrence of each point already addressed. This in order to determine the course of national public discussion in light of period 2004-2006.

It is not compulsory to answer all the questions, so just reply those of interest to you and those of areas of your competence.

Given it is difficult to read handwritten answers and those sent by fax, we would appreciate if you send us your feedback by email to guarantee that your opinion would be properly received. This questionnaire can also be downloaded from the site <http://www.analytyka.com/spread>. To fill in the questionnaire it is not necessary to be online all the time. Once downloaded in your PC, you can fill in the answers in the form and just go online whenever you are ready and willing to send it by email. Another way to respond the questionnaire is writing down the answers (it is not necessary to write down the questions) along the question number:

Section 1:

1. #

1.1 #

1.2 #

1.3 #

1.4 Additional option of answer

2. #

2.1 #

2.2 #

2.3 #

Section 2:

Institutional affiliation and occupation

Please send us your feedback **by June 25, 2003**, along with your personal data, institutional affiliation and position, postal mail address, email, and fax number.

All answers are strictly confidential.

PROSPECTIVE ANALYSIS - BUDGETARY SITUATION CHILE 2004-2006

First round - Questionnaire

Section 1.

Taking the scales provided as base, please state your opinion regarding the importance for the economy and impact over the evolution of Chilean spread during the period 2004-2006 that would mean each of the following points in order to settle the debate of Chilean budgetary situation in 2004-2006. Please consider yourself as a conscious mediator that is trying to solve one of political-economical issues of our country.

Take as reference the following value scale to give us your view about conditions and measures presented below:

Economic Policy Relevance

5 = Very positive

4 = Positive

3 = Neutral

2 = Negative

1 = Very negative

POSSIBLE SOLUTIONS	
1. Between solutions proposed below, ¿what importance do you attribute to each solution proposed?	SIGNIFICANCE FOR ECONOMIC POLICY
1.1 Reduction of public expenses	
1.2 Tax increase	
1.3 Temporary reduction of the goal for structural surplus	
1.4 Additional comments:	

<p>Impact on the evolution of Chilean sovereign risk spread over period 2004-2006 (base points)</p> <p>5= 0 4= 1-25 3= 26-50 2= 51-75 1= over 75</p>	
<p>EVALUATION OF SPREAD RANGES</p>	
<p>2. Suppose the Government picks as solution a temporary reduction of the 1% rule for structural surplus, ¿what do you think would be the impact on the evolution of the Chilean sovereign risk spread?</p>	<p>RANGES OF SPREAD (IN BASIS POINTS ACCORDING TO THE ABOVEDESCRIBED SCALE)</p>
<p>2.1. Effective fiscal deficit is financed by selling non-core (dispensable) assets.</p>	
<p>2.2. Effective fiscal deficit is financed with a bond issue in international markets.</p>	
<p>2.3. Effective fiscal deficit is financed with a bond issue in domestic market.</p>	

Section 2.

2.1 Please describe your primary institutional affiliation (organism where you belong) and address:

(No attributions will be taken into account. However, please state the address where you want results and debate scenarios report for 2004-2005 to be sent):

Name and surname:

Profession:

Position:

Organization:

Address:

City:

State:

Postal Code:

Email:

ANEXO 2
SEGUNDA RONDA
PROSPECTIVE ANALYSIS NATIONAL
BUDGETARY SITUATION
CHILE 2004-2006

The objective of the following document is to present the results obtained in the first round questionnaire done between June and July 2003. The former document called international experts to collect their opinions that permitted the assessment of the evolution and range of Chilean sovereign risk under certain scenarios of the decision making process, on the part of the Government, regarding the national budget.

It was designed based on a prospective methodology, specifically the Delphi Method, intended to reach a consensus opinion within a group based on a specific question. This technique aims to obtain and decant the knowledge of the group of experts regarding the matter in hand, thereby obtaining reliable data for the decision making process.

Below, the results are set out as the scores that showed biggest consensus among the experts followed by a development of them. Finally, you will find additional options voiced by the experts. We invite you to score these additional options using the proposed ranks.

We invite you to participate in this Delphi's methods second round that should take you only around five minutes

We thank you for your time and cooperation in attention to your status as an expert in the subject.

PROSPECTIVE ANALYSIS - BUDGETARY SITUATION CHILE 2004-2006

Second round - Questionnaire

A. First Round results

Economic Policy Relevance

- 5 = Very positive
- 4 = Positive
- 3 = Neutral
- 2 = Negative
- 1 = Very negative

POSSIBLE SOLUTIONS	
1. Between solutions proposed below, what importance do you attribute to each solution proposed?	SIGNIFICANCE FOR ECONOMIC POLICY
1.1 Reduction of public expenses	4 ⁷
1.2 Tax increase	3
1.3 Temporary reduction of the goal for structural surplus	2

According with the results, the "temporary reduction of the goal for structural surplus" seems to be seen in a negative way if it is compared with the two other options proposed. At the same time, this option is considered very important as regards the objectives set by the Chilean Government.

Moreover, "reduction of public expenses" is the best valued of the proposed options by virtue of its positive impact.

Finally, a tax rise is considered neutral by reason of its impact as an economic policy.

⁷ The consensus was calculated as the mode of the values (the most frequently occurring value of a group of values). In this case, the mode has the same value of the median.

<p>Impact on the evolution of Chilean sovereign risk spread over period 2004-2006 (base points)</p> <p>5= 0 4= 1-25 3= 26-50 2= 51-75 1= over 75</p>	
<p>EVALUATION OF SPREAD RANGES</p>	
<p>2. Suppose the Government picks as solution a temporary reduction of the 1% rule for structural surplus, ¿what do you think would be the impact on the evolution of the Chilean sovereign risk spread?</p>	<p>RANGES OF SPREAD (IN BASIS POINTS ACCORDING TO THE ABOVE DESCRIBED SCALE))</p>
<p>2.1. Effective fiscal deficit is financed by selling non-core (dispensable) assets.</p>	<p>4⁸</p>
<p>2.2. Effective fiscal deficit is financed with a bond issue in international markets</p>	<p>3</p>
<p>2.3. Effective fiscal deficit is financed with a bond issue in domestic market.</p>	<p>4</p>

According with the results presented above, the team of experts considers the bond issue in the domestic market as the best option as regards its impact on the sovereign risk spread. This option may rise at a maximum level of 25 base points.

The second option, in order of relevance, was the funding of effective fiscal deficit through selling non-core (dispensable) assets, which would result in a maximum rise of 25 base points in the sovereign risk spread.

Finally, a bond issue in the international markets is seen as the worst option in relation to its impact on the spread (26-50 bp).

B. Second Round

According with the results, we ask you to reconsider your preliminary evaluation. Please complete the following table and decide again your marks. In red you will find the statistical consensus as given by the mode and the mean.

⁸It is important to emphasize that the answers to this question are dispersed. The answers regarding the spread go from “tighten by the range 26-50 bp” to “widen by the range 50-75 bp”.

ALTERNATIVAS DE SOLUCIÓN		
	Economic Policy Relevance 5 =Very positive 4 =Positive 3= Neutral 2= Negative 1= Very negative	
1. Between solutions proposed below, ¿what importance do you attribute to each solution proposed?	IMPORTANCIA PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA	
1.1 Reduction of public expenses	4	
1.2 Tax increase	3	
1.3 Temporary reduction of the goal for structural surplus	2	

EVALUATION OF SPREAD RANGES		
	Impact on the evolution of Chilean sovereign risk spread over period 2004-2006 (base points) 5= 0 4= 1-25 3= 26-50 2= 51-75 1= over 75	
2. Suppose the Government picks as solution a temporary reduction of the 1% rule for structural surplus, ¿what do you think would be the impact on the evolution of the Chilean sovereign risk spread?	RANGES OF SPREAD (IN BASIS POINTS ACCORDING TO THE ABOVE DESCRIBED SCALE)	
2.1. Effective fiscal deficit is financed by selling non-core (dispensable) assets.	4 (observed range from -50 until + 75 base points)	
2.2. Effective fiscal deficit is financed with a bond issue in international markets.	3	
2.3. Effective fiscal deficit is financed with a bond issue in domestic market.	4	

At the same time, we ask you to decide about the following affirmations. These propositions are the result of the answers of the first round in section entitled "additional options".

EVALUATION OF SPREAD RANGES	
<p>Given that option "Effective fiscal deficit is financed by selling non-core (dispensable) assets" shows a dispersion from negative marks until 75 base points, the evolution of the spread should be :</p>	<p>Impact on the evolution of the Chilean sovereign risk spread 2004-2006 (base points)</p> <p>5= 0 4= 1-25 3= 26-50 2= 51-75 1= over 76</p>
<p>3.1 If we mean the sale of the oil refinery company, ENAP.</p>	<p>3</p>
<p>3.2 If we mean a medium term economic policy of privatization, that would allow the sale of ENAP, sanitary companies, others.</p>	<p>4</p>

Análisis Prospectivo Situación Presupuestaria Chile 2004-2006

	1. Entre las alternativas de solución propuestas de acuerdo a las desviaciones del cumplimiento de la regla de 1% de superávitabajo, ¿qué importancia atribuye a cada una de las soluciones propuestas?			2. Si Suponga que el Gobierno optara por la solución de una reducción transitoria de la meta de superávit estructural de 1%, ¿cuál cree usted que sería el impacto sobre la evolución del spread de riesgo riesgo soberano chileno?de Chile?		
	1.1 Reducción del gasto público	1.2 Incremento de impuestos	1.3 Reducción transitoria de la meta de superávit estructural	2.1. Se financia el déficit fiscal efectivo con venta de activos prescindibles.	2.2. Se financia el déficit fiscal efectivo con la colocación de un bono en los mercados internacionales.	2.3. Se financia el déficit fiscal efectivo con la colocación de un bono en el mercado doméstico.
Sujeto 1	4	3	2	2	3	4
Sujeto 2	5	2	3	5	3	4
Sujeto 3	4	4	2	4	3	4
Sujeto 4	5	3	1	4	3	4
Sujeto 5	2	3	4	5	3	4
Sujeto 6	3	4	2	4	3	3
Sujeto 7	5	2	2	(Tighten by 3)	5	3
Sujeto 8	4	3	1	4	4	3
Suma	32	24	17	28	27	29
Moda	4	3	2	4	3	4
Mediana	4	3	2	4	3	4