

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

El escenario fiscal se sincera: la plata no alcanza para todo

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni

- Sinceramiento rápido y sin anestesia es la estrategia del Ministro de Hacienda. Se realiza un relevante ajuste a la baja en la proyección de crecimiento del PIB más realista incluso que la del Banco Central.
- Consideramos el escenario macroeconómico delineado por Hacienda de un sinceramiento razonable e indispensable de frente a bancadas políticas ansiosas de continuar profundizando las reformas pensando en una billetera fiscal sin fondo. Más aún, tal como lo señaló el Ministro, vemos algunos riesgos bajistas que se traducirían en menores ingresos efectivos (por unos US\$ 200 millones / 0,1% del PIB).
- Fuera de las manos de Hacienda, estimamos que el crecimiento del gasto público sería de 7,8% (8,8% estimado por la autoridad) ante lomos de toro que aún deben limarse para permitir una ejecución total de la inversión pública en algunos ministerios, siendo Salud y Educación los más emblemáticos. Asimismo, estimamos algo más de ingresos estructurales (0,2% del PIB) que en conjunto nos llevan a estimar un déficit estructural de 0,7% del PIB.
- Lo anterior no implica una convergencia fácil a balance estructural el 2018 debido a diversos elementos que seguirán presionando las arcas fiscales en los siguientes años. El escenario fiscal debería dejar claro que los recursos son escasos, deben priorizarse y no alcanzan para todo, al menos hasta recuperar un robusto crecimiento que sostenga los ingresos fiscales.
- Retiramos nuestro *call* de liquidación de USD del FEES para financiar el déficit del 2015.

En la reciente actualización de proyecciones macroeconómicas y fiscales entregadas por el Ministerio de Hacienda y la Dipres destacan, entre otros aspectos, una estimación de variables macro más deterioradas en comparación a los supuestos de la Ley de Presupuesto 2015, más cercanas a las estimaciones de mercado, y como resultado de lo anterior, junto con un mayor gasto, un déficit fiscal efectivo más pronunciado.

En este Observatorio Económico analizamos en detalle el nuevo escenario fiscal 2015 e identificamos algunos aspectos que podrían poner en riesgo la proyección del gobierno.

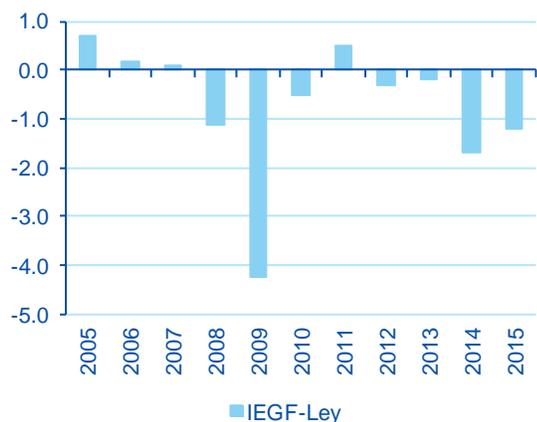
Análisis del escenario macroeconómico

Este es el segundo año consecutivo en el cual, entre el envío de la Ley de Presupuestos y la actualización de mediados del año siguiente se realiza un relevante ajuste a la baja en la proyección de crecimiento del PIB. En el Informe publicado este lunes por el Ministerio de Hacienda, la proyección de crecimiento del PIB para este año se ajustó a la baja en 1,1 puntos porcentuales, **desde 3,6% a 2,5% con sesgo a la baja**. Habitualmente estos ajustes son más acotados, con la sola excepción del bienio 2008-2009, años de condiciones excepcionales a raíz de la crisis global (gráfico 1).

Una segunda característica que tiene este ajuste en la proyección de crecimiento es ubicarse "delante de la curva" respecto a la proyección central del Banco Central (2,75%), algo inusual en perspectiva

histórica. Consecuentemente, el próximo IPoM probablemente seguirá de cerca esta proyección contrario a la práctica usual (IPoM de septiembre proyectará sin mucho esfuerzo técnico un rango entre 2% y 2,5% para el 2015 y entre 3% y 4% para el 2016). Como se observa en el gráfico 2, lo habitual es que la proyección de Hacienda sea más optimista, como ocurrió en 2005-2007 y en 2011-2014 o idéntica a la del Banco Central, como en 2009-2010. Para encontrar un año en que la proyección de medio año de Hacienda fue menor a la proyección vigente del Instituto Emisor, tenemos que remontarnos a 2008, nuevamente un año excepcional. Más aún, si tomamos el “sesgo a la baja” que introdujo el Ministro a su proyección de crecimiento para el año, la diferencia con la proyección del Banco Central se amplía aún más. Vale la pena destacar el esfuerzo de la actual administración por entregar proyecciones que se encuentran más alineadas con la expectativa más realista y menos voluntarista del mercado.

Gráfico 1
Diferencia en proyección de PIB real entre IEGF y la Ley de presupuestos*



*IEGF: Informe de Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público. Proyección de crecimiento en el proyecto de Ley de presupuestos para el año en curso.
Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 2
Diferencia en proyección de PIB real entre IEGF y el IPoM*



*Entre los años 2005 y 2009 se considera la proyección de crecimiento del IPoM del mes de mayo, en adelante se considera la proyección del IPoM de junio.
Fuente: Dipres, BCCh, BBVA Research

Consideramos que el escenario macroeconómico delineado por Hacienda para este año, constituye un sinceramiento razonable, pero tal como lo señaló el propio Ministro, aún mantiene algunos riesgos bajistas que de acuerdo con nuestras estimaciones se traducirían en menores ingresos efectivos por unos US\$ 200 millones (0,1% del PIB). En efecto, nuestras estimaciones apuntan a que tanto el crecimiento del PIB como el crecimiento de la demanda interna podrían ser inferiores a lo supuesto por la autoridad, lo mismo que el precio del cobre, particularmente tras el fuerte ajuste experimentado en los últimos días y que por el momento desconocemos por cuánto tiempo se extenderá.

Análisis del escenario fiscal

Corrección del déficit efectivo

El deterioro del panorama macroeconómico impacta directamente en los ingresos efectivos, tanto en los ingresos mineros como en los no mineros. A lo anterior se suma un importante aumento en la proyección del gasto total, lo que eleva la estimación de déficit efectivo de 1,9% a 3,0% del PIB.

Vale la pena destacar el avance en transparencia hecho por la Dipres al presentar la desagregación completa de los mayores gastos que se estiman para este año en comparación a la Ley de Presupuesto.

En las estimaciones, identificamos riesgos tanto en ingresos como en el gasto. En lo referente a los ingresos efectivos, vemos riesgos en ambas direcciones. Por un lado, como ya se mencionó, dadas las noticias en el margen sobre actividad y caída generalizada en el precio de los commodities, la concreción de un escenario macroeconómico aún más deteriorado podría significar un nivel menor de ingresos efectivos. Por otra parte, el ritmo de ejecución que han mostrado algunas partidas de ingreso, como los traspasos de Codelco o el conjunto de ingresos que no se corrigen por el efecto del ciclo económico (ingresos de operación, otros ingresos y rentas de la propiedad), permiten proyectar un nivel mayor a lo estimado por el Ministerio de Hacienda. **En BBVA Research estimamos que ambos efectos tenderían a compensarse, dejando el total de ingresos en un nivel similar a lo informado por la autoridad fiscal. De todas maneras, lo anterior es importante de mencionar, toda vez que el efecto en los ingresos estructurales es diferente, lo que se abordará más adelante.**

Por otra parte, vemos riesgos bajistas a la concreción del total de gasto estimado para el presente año, principalmente relacionados a la ejecución del gasto de capital. Como mencionamos en un Observatorio reciente¹, aún faltan por ejecutarse USD 8.000 millones en inversión pública para los meses de junio-diciembre. **Aún cuando la inversión suele ejecutarse con mayor fuerza en la segunda parte del año, estimamos que la ejecución del gasto de capital no alcanzará el 100%, incluido el mayor gasto en inversión comprometido durante el año con motivo de los desastres en el norte.**

La tabla 1 separa la inversión pública entre sus dos principales componentes: iniciativas de inversión y transferencias de capital. El porcentaje de ejecución corresponde a la razón entre el gasto de capital efectivo respecto a lo estimado en la Ley de Presupuesto. El gasto de capital efectivo suele incorporar las nuevas partidas de gasto de inversión que se van sumando durante el año, como ocurrió en 2010 con la reconstrucción post terremoto, o el 2014 con el terremoto en Iquique y el incendio en Valparaíso. Por lo tanto, el análisis es comparable a este 2015, donde se ha adicionado gasto de capital al contemplado en el presupuesto por los desastres en el norte.

¹ [Nuevo desafío para Hacienda: ejecutar USD 8.000 millones de inversión pública pendientes](#)

Tabla 1

Avance de ejecución en inversión pública: iniciativas de inversión, transferencias de capital y total

	Iniciativas de inversión			Transferencias de capital			Inversión pública total		
	Ejecución a mayo	Junio-diciembre	Total año	Ejecución a mayo	Junio-diciembre	Total año	Ejecución a mayo	Junio-diciembre	Total año
2006	25,8%	73,1%	99,0%	40,1%	69,7%	109,7%	31,4%	71,8%	103,2%
2007	27,7%	74,0%	101,8%	31,4%	72,0%	103,4%	29,0%	73,3%	102,3%
2008	29,9%	66,2%	96,1%	44,3%	84,3%	128,5%	34,7%	72,3%	107,0%
2009	39,0%	63,1%	102,0%	54,5%	81,3%	135,9%	44,5%	69,5%	114,0%
2010	28,4%	60,0%	88,4%	45,9%	75,2%	121,1%	35,2%	65,9%	101,1%
2011	20,4%	67,7%	88,1%	31,2%	69,7%	100,9%	25,2%	68,5%	93,7%
2012	24,1%	64,3%	88,4%	33,2%	68,3%	101,5%	28,2%	66,1%	94,3%
2013	26,9%	60,9%	87,8%	33,6%	61,1%	94,7%	29,8%	61,0%	90,8%
2014	27,7%	67,8%	95,5%	40,8%	80,1%	120,9%	33,1%	72,9%	106,0%
2015	24,7%			35,6%			29,2%		

Fuente: Dipres, BBVA Research

Como se observa, el componente Iniciativas de inversión suele terminar el año con una subejecución². Dados algunos porcentajes importantes de subejecución en este ítem a mayo en algunos Ministerios clave (como Salud y Educación), estimamos que la ejecución de este componente no alcanzará al 100%. En base a un criterio histórico, cuando la ejecución a mayo de este ítem se encontró en niveles similares al de este año, proyectamos una ejecución de 90%. Esto deja de manifiesto que aún existiría espacio para limar los lomos de toro administrativos en la cadena completa de la ejecución del gasto en capital.

Distinto es el caso del componente Transferencias de Capital. Este ítem suele mostrar una sobre ejecución a final de año, y este 2015 no sería la excepción. Nuevamente tomando un criterio histórico, comparando la ejecución a mayo de este año con el de años anteriores, estimamos una ejecución de 105,3%.

Dado lo anterior, la estimación de gasto total de BBVA Research se estructura de la siguiente manera:

- 1. Una destacable ejecución del gasto de capital de 96,4%, que se descompone en una ejecución de 90% en Iniciativas de inversión y de 105,3% en Transferencias de Capital.**
- 2. Incorporamos por completo el mayor gasto informado por Dipres en lo que a gasto corriente se refiere.**

Lo anterior arroja un gasto menor al estimado por el Fisco en aproximadamente USD 580 millones. Por lo tanto, tomando la inflación promedio proyectada por Hacienda de 3,9%, **el crecimiento del gasto público 2015 sería de 7,8%, en vez del 8,8% informado por la autoridad. La nueva mano del Ministro de Hacienda puede cambiar nuestra proyección hacia una mayor y más efectiva ejecución fiscal, aspecto que veremos durante los próximos meses.**

Lo anterior también tiene implicancias en el déficit efectivo: en vez de 3% del PIB, estimamos un déficit de 2,8% del PIB. Lo anterior implicaría una liquidación de activos de aproximadamente USD 1.800

² El análisis de la ejecución de la inversión pública por componentes y las razones detrás de ello las abordamos en el Observatorio [“El desafío de ejecutar la inversión pública: Implicancias para el Presupuesto 2015”](#). Ya en ese documento estimábamos una subejecución en el total del gasto de capital.

millones. Dado el nivel de Otros Activos del Tesoro Público, no estimamos probable que el gobierno recurra este año a los fondos soberanos, particularmente el FEES.

Déficit estructural

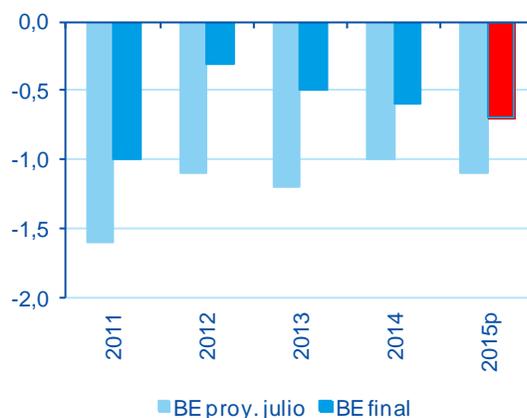
El Ministerio de Hacienda informó un déficit estructural de 1,1% del PIB para 2015, idéntico al implícito en la Ley de Presupuesto. Sin embargo, en base al análisis realizado en el apartado anterior, en BBVA Research **estimamos un déficit estructural algo menor de 0,7% del PIB, pero que no debe ser leído como holguras para aumentar el gasto, sino por el contrario, eventuales ahorros que podrían encaminarnos al menos a cierta cercanía a balance estructural hacia fines de la década.**

El total de la diferencia entre ambas estimaciones, 0,4% del PIB, se descompone en:

1. Mayores ingresos estructurales por 0,2% del PIB. Los mayores ingresos estimados de acuerdo a la ejecución observada a mayo, que no se relacionan con el ciclo económico, impactan positiva y directamente en los ingresos estructurales.
2. Menor gasto total por 0,2% del PIB. Este elemento afecta en la misma cuantía al déficit efectivo y al estructural, toda vez que en los gastos no hay ajustes por el ciclo.

La historia reciente nos indica que es factible esperar un déficit estructural menor al estimado por Hacienda a mediados de año. El gráfico 3 muestra las diferencias entre la proyección del Balance Estructural (BE) a mediados de año y el resultado al cierre de año. **Desde que se posee metodología comparable, sistemáticamente ha existido una sobre estimación del déficit estructural proyectado en julio**, cifras observadas durante la administración de Larraín-Costa. Aunque en años anteriores esto obedecía a una combinación entre menor gasto y mayores ingresos estructurales al final del año, en 2014 vuelve a repetirse el mismo suceso, pero esa vez solo por mayores ingresos estructurales. Cabe mencionar en todo caso, que la diferencia entre la proyección de julio y la cifra al cierre es algo menor en la única observación de esta administración (Arenas-Granados).

Gráfico 3
**Balance Estructural:
proyección a julio y cifra al cierre**



Fuente: Dipres, BBVA Research

Finalmente, aún cuando se concretase un menor déficit estructural en 2015, esto no implica necesariamente una convergencia fácil a un balance estructural en 2018. La consecución del objetivo estructural planteado por el Gobierno dependerá principalmente de los parámetros estructurales con los que cuente para los próximos años, la eficacia en la recaudación de la Reforma Tributaria, y la debida contención de gastos que pueda hacer la autoridad en los próximos años. **El escenario fiscal debería dejar claro que los recursos son escasos, deben priorizarse y no alcanzan para todo, al menos hasta recuperar un robusto crecimiento que sostenga los ingresos fiscales.**

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (highyieldsecurities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000

(promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la “orden”) o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán “personas relevantes”). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.