

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Parámetros estructurales entregan estrecho margen: crecimiento del gasto 2016 se ubicaría en torno a 4,6%

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni

- **Gobierno publicó los parámetros de largo plazo que se usarán en el Presupuesto 2016. Ambas variables se ajustaron a la baja, como era esperado. Faltando temas por dilucidar, asumiendo una meta de déficit estructural de 0,8% del PIB, estimamos que el Ministro de Hacienda anunciaría una expansión del gasto público de 4,6% real (5,8% ley contra ley).**
- **Menores parámetros reducirán su aporte a los ingresos estructurales en cerca de US\$ 1.200 millones.**
- **Sin vencimientos el próximo año, el déficit fiscal requerirá emitir deuda por entre US\$ 8.000 y 9.000 millones. No sería necesario liquidar activos del FEES.**
- **Estrechez fiscal se acentuaría en 2017-2019 en un escenario de convergencia al balance estructural hacia 2018. Estimamos un modesto crecimiento del gasto, promediando 3% real anual en dicho período, cifra que se podría incrementar si se levanta o posterga la restricción de convergencia.**

Finalmente, dados a conocer los parámetros estructurales, se confirma un escenario para 2016 muy similar al que proyectamos en nuestro reciente informe (ver [Situación Chile Tercer Trimestre](#), capítulo 7). Solo falta por conocer la meta de déficit estructural para 2016 y el escenario macroeconómico que el Ministerio de Hacienda proyecte. En nuestro escenario, que entre otros, supone una meta de balance estructural equivalente a -0,8% del PIB en 2016, el crecimiento del gasto será 4,6%, lo que implicaría un aumento real ley contra ley de 5,8% (cifra que, probablemente, sea la primera que se mencione en los anuncios del Presupuesto 2016).

La tabla 1 contiene nuestros supuestos macro-fiscales para 2016 y las cifras de cierre de 2015 estimadas por Hacienda en su informe fiscal publicado el mes pasado. Cabe destacar que nuestra visión para el cierre de este año difiere con la del gobierno porque consideramos una subejecución del gasto de capital y también mayores ingresos estructurales, de manera que el crecimiento del gasto terminaría siendo menor al proyectado por la autoridad y el déficit estructural también sería más acotado.

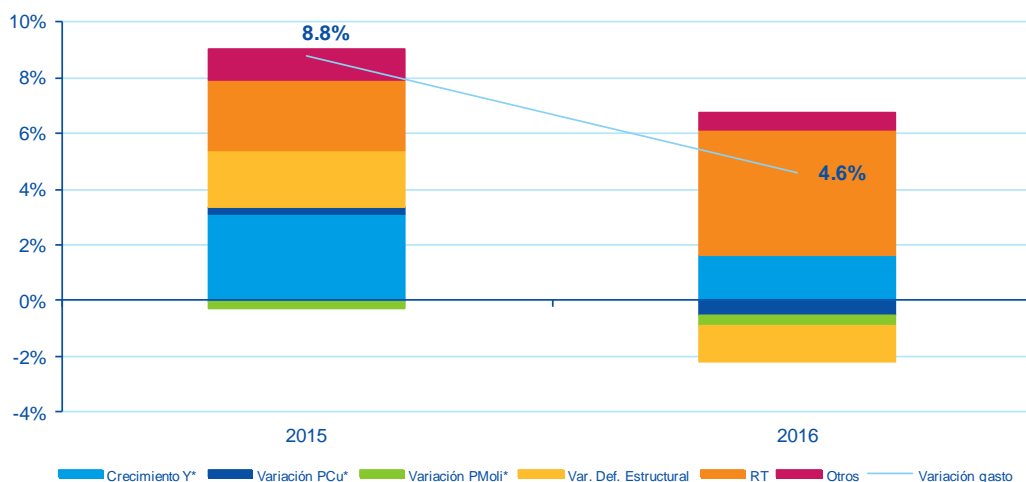
Tabla 1
**Principales variables macroeconómicas
 2015 (Ministerio de Hacienda) y 2016 (BBVA Research)**

| | 2015 Min. de Hacienda | 2016 BBVA |
|----------------------------------|--------------------------|--------------|
| Variables macroeconómicas | | |
| PIB (var. a/a) | 2.5 | 2.7 |
| Demanda interna (var. a/a) | 2.0 | 2.7 |
| IPC (var. prom. a/a) | 3.9 | 2.9 |
| Tipo de cambio (promedio) | 630 | 625 |
| Precio cobre (US\$/lb) | 275 | 268 |
| Precio molibdeno (US\$/lb) | 8.2 | 7.2 |
| Variables fiscales | | |
| Crecimiento del gasto (var. a/a) | 8.8% | 4.6% |
| Balance efectivo (% del PIB) | -3.0% | -2.7% |
| Balance estructural (% del PIB) | -1.1% | -0.8% |

Fuente: Dipres, BBVA Research

El gráfico 1 descompone la incidencia en el crecimiento del gasto de los parámetros estructurales y otras variables relevantes. Allí se aprecia la menor contribución de los parámetros estructurales, que entre el PIB tendencial y el precio de referencia del cobre sumarían aproximadamente USD 1.200 millones. Por otra parte, es principalmente el mayor ingreso por Reforma Tributaria (RT) lo que permite sostener los ingresos estructurales y alcanzar un crecimiento del gasto de 4,6% en 2016.

Gráfico 1
**Incidencias de los parámetros estructurales y otras variables en el crecimiento del gasto
 2015 (estimación Min. de Hacienda) y 2016 (estimación BBVA Research)**



Notas: Crecimiento Y*: variación del nivel de PIB tendencial utilizado para el cálculo estructural de cada año; RT: Reforma Tributaria; Otros: resto de variables macro, como tipo de cambio, inflación, etc.
 Fuente: Dipres, BBVA Research

En nuestro escenario, el déficit efectivo 2016 sería 2,7% del PIB, lo que equivaldría a aproximadamente USD 7.100 millones. Dado que el próximo año no hay vencimientos de deuda, y el monto de los bonos de reconocimiento debería estar en niveles similares a los de este año (aproximadamente USD 1.000 millones), **la emisión de deuda se ubicaría entre USD 8.000 y 9.000 millones.** Con esto, no sería necesaria una liquidación de activos de los fondos soberanos.

Finalmente, entregamos un análisis adicional respecto a cada parámetro de referencia y su efecto sobre los ingresos estructurales y, consecuentemente, sobre el gasto en 2016 y en el mediano plazo.

El PIB Tendencial y la sutileza entre el nivel vs la tasa de crecimiento

El impacto de la corrección del PIB tendencial es mayor de lo que muestra el ajuste en su tasa de crecimiento. El Comité que se reunió el año pasado definió un crecimiento del PIB tendencial para 2015 de 4,3%, lo que equivalía a un nivel de \$123.883.369 millones de pesos encadenados, de acuerdo a lo que consta en el acta de dicho año. De acuerdo a la información revelada hoy, el Comité que se reunió el mes pasado definió un crecimiento del PIB tendencial para 2016 de 3,6%, lo que equivale a un nivel de \$125.789.479 millones de pesos encadenados. Sin embargo, al tomar la diferencia entre los niveles de 2015 y 2016, la tasa de crecimiento es 1,5%, no 3,6%.

¿Por qué ocurre dicha diferencia? Cada año, por la metodología que se utiliza, la serie completa de PIB tendencial, desde 1960 hasta el final de la serie, se reestima con los nuevos supuestos entregados por el Comité de expertos. Dado esto, en el cálculo para el Presupuesto 2016 se reestimó también el PIB tendencial de 2015, disminuyendo su nivel y su tasa de crecimiento con respecto a lo estimado el año pasado. Por eso, el crecimiento de 3,6% se realiza sobre una nueva base 2015. Sin embargo, la cifra que se utiliza es el nivel de PIB, no la tasa de crecimiento. Por eso, en términos prácticos para el cálculo estructural, el PIB tendencial 2016 presenta un crecimiento de solo 1,5%. Lo anterior acota aún más el crecimiento de los ingresos estructurales, en particular de los tributarios no mineros.

Precio del cobre de referencia y áreas de incidencia

El precio de referencia del cobre de ajusta a la baja por segunda vez desde que existe el Comité de expertos. Pero parte de este efecto se verá atenuado por los ingresos de la operación renta del próximo año y por el mayor tipo de cambio. Respecto del primer punto cabe recordar que los ingresos estructurales de la operación renta se ajustan por el precio de referencia del año pasado; así, los ingresos de la operación renta de 2016 estarán asociados al precio de USD3,07 la libra en vez de USD2,98 la libra. No ocurre así con Codelco, cuyos ingresos son ajustados por completo con el nuevo precio de referencia publicado hoy día.

El silencioso pero significativo efecto del precio del molibdeno

El precio de referencia del molibdeno genera un aporte relevante a los ingresos estructurales. Solo falta un dato (el precio promedio de agosto) para poder calcular el precio de referencia del molibdeno, el cual debería estar levemente sobre USD 12,6 la libra. Esto se compara con el precio efectivo del metal, que en junio promedió USD 5,88 la libra. Aun suponiendo un incremento en el precio hacia fines de año y el próximo, con un precio promedio efectivo en torno a USD 7,2 la libra, el mayor precio de referencia con respecto al efectivo en 2016 aumenta los ingresos estructurales en aproximadamente 0,2% del PIB. Este efecto, que ya se ha repetido durante algunos años, seguirá entregando espacio al crecimiento del gasto, toda vez que el precio efectivo no repunte y el de referencia siga demorando su convergencia a un nivel menor.

En términos simples, si se eliminara el ajuste cíclico por molibdeno, se disminuirían los ingresos estructurales en USD 500 millones. Para ejemplificar, esto equivale a la construcción de dos hospitales por año.

Efectos de parámetros de referencia en crecimiento del gasto de mediano plazo

Finalmente, para el mediano plazo, el escenario fiscal se aprecia aún más estrecho. El ajuste en el crecimiento del PIB tendencial hacia 2019 se reduce a 3,7% promedio. Por el lado del precio del cobre, dada su reciente evolución, son probables futuros recortes al precio de referencia del metal. Esto afectará los ingresos estructurales de 2017 en adelante.

Si bien se cuenta con los mayores recursos que inyectará la Reforma Tributaria, estamos a la espera de las modificaciones que se introduzcan y que han sido anunciadas durante esta semana. En especial, queda por observar si los ajustes permitirán alcanzar el objetivo de recaudación en régimen de 3% del PIB.

Sumado a lo anterior, el gobierno debe confrontar las presiones en el gasto con el compromiso de avanzar en la reducción del déficit estructural. Estimamos que, bajo un escenario de convergencia al balance estructural en 2018, el crecimiento promedio del gasto 2017-2019 estaría en torno a 3%. Esta cifra, a nuestro entender, no sería consistente con los mayores niveles de gasto en los que el gobierno debiese incurrir para cumplir con sus compromisos de programa. Por lo tanto, seguiremos con mucha atención qué opción se privilegiará: financiar los gastos comprometidos relacionados al programa de gobierno o cumplir, incurriendo en costos no menores, con la meta de balance estructural. Muy probablemente se optará por una estrategia mixta, que renuncie solo parcialmente a ambos objetivos.

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.