

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Con el cobre en US/lb 2,0 o menos: ¿alcanza la billetera fiscal?

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- El presupuesto en trámite en el Congreso estimamos tiene holguras suficientes como para soportar un precio del cobre promedio de USD1,8/lb sin afectar de forma significativa las necesidades de financiamiento. Incluso una significativa desaceleración de la demanda interna causaría acotados estragos en las necesidades de financiamiento.
- Gobierno solicitó un espacio de emisión de deuda equivalente a US\$ 8.500 millones para financiar un déficit que se estimó por la propia autoridad en US\$ 7.740 millones, lo que genera una holgura para enfrentar escenarios más negativos sin necesidad de liquidar dólares FEES o solicitar más espacio para emitir deuda.
- El crecimiento del gasto fiscal 2016 estaría en gran medida determinado por la recaudación adicional esperada proveniente de la Reforma Tributaria, sobre la que ciertamente existen riesgos relevantes, pero aún es temprano para modelarlos.

El precio del cobre ha caído 10% solo en los últimos 30 días, transándose al cierre de este informe en US\$ 2,14 la libra. Sin entrar en los detalles, es claro que las negativas noticias provenientes de China y la proximidad de la primera alza de tasas de la Fed están entre los principales motivos de este ajuste que puede aún no estar concluido.

Pericia del Ministro de Hacienda en la elaboración del presupuesto en trámite no haría necesario mayor financiamiento si cobre se ubica en USD1,8/lb

Efectivamente si este retroceso del precio se extiende hacia el próximo año, aumentaría (como es esperado y en alguna medida obvio) las necesidades de financiamiento del gasto fiscal. El Presupuesto 2016 se elaboró considerando un precio promedio del cobre de US\$ 2,5 la libra y un tipo de cambio promedio de \$700. Consistente con estos valores y con los parámetros de largo plazo que entregaron los expertos del cobre y del PIB se estimó que el gasto podría crecer 4,4% real comparando la Ley 2016 con un ejecución completa del gasto este año.

Sin embargo, para aquellos preocupados por las implicancias fiscales, debe consignarse que el presupuesto actualmente en discusión tiene espacios para financiar un mayor déficit equivalente a US\$ 760 millones. En efecto, se estimó un déficit fiscal efectivo equivalente a 3,2% del PIB o US\$ 7.740 millones usando un tipo de cambio de \$700 pero –con pericia– se solicitó autorización para emitir deuda pública por el equivalente a US\$ 8.500 millones para financiar el déficit efectivo.

¿Qué pasa si el cobre retrocede hasta USD 1,8/lb. y se estabiliza en esos niveles? Las holguras se cierran, pero las necesidades de financiamiento adicional serían muy acotadas. Para cuantificar cuánta mayor deuda o cuánto menor gasto significarían estos escenarios de riesgo, en la Tabla 1 presentamos dos alternativas para el precio del cobre promedio en 2016: US\$ 1,8 y US\$ 2,0/lb y dos escenarios para el tipo de cambio que consideramos consistentes: \$715 y \$730. Recordemos que alzas del tipo de cambio representan aumentos en los ingresos efectivos y estructurales.

Tabla 1

Escenarios de precio del cobre y espacio para completar el límite de deuda de US 8.500 millones (USDmm)

| Cobre (US\$/lb) / Tipo de cambio | 715 | 730 |
|----------------------------------|------|-----|
| 200 | 70 | 100 |
| 180 | -123 | -96 |

Nota: En todos los casos se considera que los aportes de Codelco *tienen un piso* dado por los traspasos asociados a la Ley Reservada del Cobre y que la producción de la minería privada se reduce en un no menor 10%, como consecuencia de la caída del precio (ya sea por cierre de plantas como por ajustes planificados en la producción).
Fuente: BBVA Research

Los resultados de estas estimaciones muestran que el gobierno podría financiar el gasto 2016 sin necesidad de recurrir a financiamiento adicional de ninguna índole si el precio del cobre promedio del próximo año es US\$ 2 la libra, mientras que si el precio promedio cae a US\$ 1,8 la libra, las necesidades de financiamiento adicional a los US\$ 8.500 millones, serían cercanas a los US\$ 100 millones, lo que puede ser fácilmente solucionado con ajustes de gastos o retiros de otros activos del Tesoro Público, y sin necesidad de recurrir a solicitud de financiamiento adicional.

Nuestros resultados dan cuenta de un aspecto bastante intuitivo. La importancia de la recaudación minera se ha reducido significativamente durante los últimos años, representando apenas 4,3% de los ingresos estimados en 2016 por el gobierno. Una caída del cobre, aún con recortes relevantes en la producción minera privada, tendría impactos de segundo orden sobre las necesidades de financiamiento más allá de las holguras que dejó el Ministro Valdés (quizás previendo algo como lo que vemos hoy en el mercado del cobre).

Una desaceleración relevante de la demanda interna también tendría impactos acotados en los ingresos tributarios.

El Gobierno estima un crecimiento real de 2% en la demanda interna el 2015, estimamos compatible con un crecimiento del consumo total muy similar al que se espera termine el 2014. No se tendrían contempladas desaceleraciones adicionales que son un riesgo ante un deterioro adicional del mercado laboral. Al simular los impactos de una demanda interna creciendo un modesto 1% el 2015, se obtiene un impacto en los ingresos tributarios, particularmente el IVA, en torno a US\$ 300-400 millones, ajustables para el Gobierno ralentizando parcialmente la expansión del gasto y nuevamente sin necesidad de recurrir a financiamiento adicional. Acá entonces no estarían fuentes relevantes de riesgo que dejen cortos los recursos provenientes de la emisión de deuda proyectada.

¿Por qué un precio del cobre tan bajo y una demanda interna tan deteriorada hace tan poco daño en los ingresos fiscales?

La respuesta estaría en que los ingresos tributarios del 2016 están fuertemente apalancados en los ingresos provenientes de la Reforma Tributaria. Medidas anti-elusión y evasión como la entrada de factura electrónica, eliminación de la exención al IVA de la construcción y un nuevo incremento de la tasa de impuesto corporativa explicarían la resiliencia de los ingresos tributarios y soportarían la expansión del gasto público. **Sería entonces en la recaudación tributaria proveniente de la Reforma Tributaria donde deberían estar focalizadas las preocupaciones.** Una RT entregando menos recursos, ya sea porque el ciclo no acompañe la recaudación o por otros factores llevaría efectivamente a la necesidad de utilizar FEES, emitir más deuda o ralentizar de manera importante el gasto. **Nuestra visión es que el Gobierno optaría en ese escenario por ralentizar gasto evitando recurrir al Congreso a pedir aumentos en endeudamiento. Como alternativa que por ahora descartamos estaría la utilización del FEES.**

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 (high yield securities) 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.