BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 6 de mayo de 2014
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Hermann González
Economista Principal
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

Cristóbal Gamboni
Economista Senior
cristobal.gamboni@bbva.com

Emisiones de papeles soberanos por US$6.000 millones serían insuficientes para este año

- **Emisiones de bonos soberanos de la Tesorería se ratifican en US$6.000 millones.** Aprovechando la aún alta -pero decreciente- demanda por bonos indexados a inflación, se licitan con mayor intensidad dichos bonos en el muy corto plazo.
- **Proyectamos que la Operación Renta mostraría un incremento en la recaudación en torno a 5% en los ingresos fiscales sustentada en recuperación de utilidades de empresas y mayor precio del cobre promedio.** Sin embargo, gastos extraordinarios vinculados a los recientes desastres naturales y bonos extraordinarios no contemplados llevan a una muy estrecha relación entre fuentes y usos de fondos.
- **No vemos necesidad de elevar el déficit fiscal estructural de la meta de 1% del PIB establecida para este año.**
- **Nuestra expectativa es que posterior a ser conocido el resultado de la Operación Renta en junio próximo, y con mayores avances en las negociaciones parlamentarias sobre la Reforma Tributaria, el Gobierno acudiría a solicitar entre US$500 y US$1.000 millones adicionales de endeudamiento local.** Vemos baja la probabilidad de emisión en el exterior y/o utilización de recursos del FEES para financiar gasto corriente.

Hacienda ratifica la composición y monto de emisiones de papeles de Tesorería para el 2014 (Tabla 1). Se emitirían US$3.200 millones de papeles en pesos y US$2.800 millones en UF. Una marginal concentración de emisiones en lo que queda del primer semestre privilegiando papel UF daría cuenta de al menos dos aspectos: (1) Necesidad de caja para ejecutar gasto; (2) Oportunidad de emisiones en UF ante apetito institucional por dichos papeles. El segundo aspecto podría colocar algo de piso a la caída en las tasas de interés en UF, particularmente en la parte de 10 años que concentra el 44% de las emisiones indexadas.

Tabla 1
Emisiones soberanas por denominación (millones US$)

Mes	BTP	BTU	Porcentaje Emisiones Totales	Porcentaje $ mensual del total	Porcentaje UF mensual del total
Mayo	670	756	24%	20%	28%
Junio	453	335	13%	14%	12%
Julio	292	215	8%	9%	8%
Agosto	255	215	8%	8%	8%
Septiembre	377	224	10%	11%	8%
Octubre	406	291	12%	12%	11%
Noviembre	415	380	13%	13%	14%
Diciembre	434	313	12%	13%	11%

Fuente: Ministerio Hacienda, BBVA Research

El anuncio del calendario de emisiones, sin mayores cambios respecto de lo anunciado para bonos *benchmark* por el anterior gobierno, respondería más a las presiones del mercado por la demora que a un genuino convencimiento de que no se necesitarán recursos adicionales para este año. En efecto, la sola reevaluación del nuevo escenario macroeconómico por parte del Ministerio de Hacienda, que aun no se ha dado a conocer, tendría impactos sobre las cuentas fiscales, y una consecuente mayor necesidad de financiamiento para este año.

Ingresos fiscales con vientos poco favorables llevarían a solicitud de mayor endeudamiento por a lo menos US$1.000 millones el segundo semestre, aunque la alternativa de emisión de un bono soberano en el exterior también está presente. En efecto, si bien el Presupuesto de este año consideró un déficit fiscal efectivo de 0,9% del PIB, los supuestos con lo que se hicieron las proyecciones de ingresos fueron optimistas a la luz de lo que hoy conocemos. Particularmente, el menor crecimiento del PIB y de la demanda interna respecto de lo previsto, reducirán los ingresos por impuesto a la renta, IVA e impuestos específicos, mientras que el menor precio del cobre incidirá negativamente en los ingresos asociados a la minería. Estimamos que el cambio de escenario macro reducirá los ingresos fiscales efectivos en cerca de US$ 880 millones (0,3% del PIB).

Emitir en el exterior es una alternativa abierta para el Fisco, pero cualquier colocación durante los próximos trimestres sería a un *spread* significativamente superior a los vistos en años recientes. Se validaría un escenario de mayores costos de endeudamiento para empresas en el exterior. En una coyuntura donde la Reforma Tributaria apunta precisamente a estimular el endeudamiento como consecuencia inherente de la eliminación del FUT, esta opción nos parece poco probable.

No vemos necesario aumentar el déficit estructural de 1% del PIB para el presente año. Los ingresos estructurales aumentarían al menos USD 900 millones respecto a lo proyectado en el Presupuesto (0,3% del PIB). Esto obedecería tanto al mayor tipo de cambio (BBVA: $560 vs. Ley de Presupuesto: $522) como a mayores otros ingresos que ha estado percibiendo el Fisco, en base a lo observado en la ejecución del primer trimestre. Bajo este escenario, si el gasto se

ejecutase en un 100%, el déficit estructural sería 0,7% del PIB. Por lo tanto, el gobierno tiene espacio para aumentar su gasto respecto al presupuestado y aún ubicarse en la meta de déficit estructural de 1% del PIB. Además, este análisis no toma en consideración otros aspectos que podrían elevar los ingresos estructurales, como mayores márgenes por parte de las empresas mineras o un mejor resultado de la operación renta, tema que se aborda más adelante.

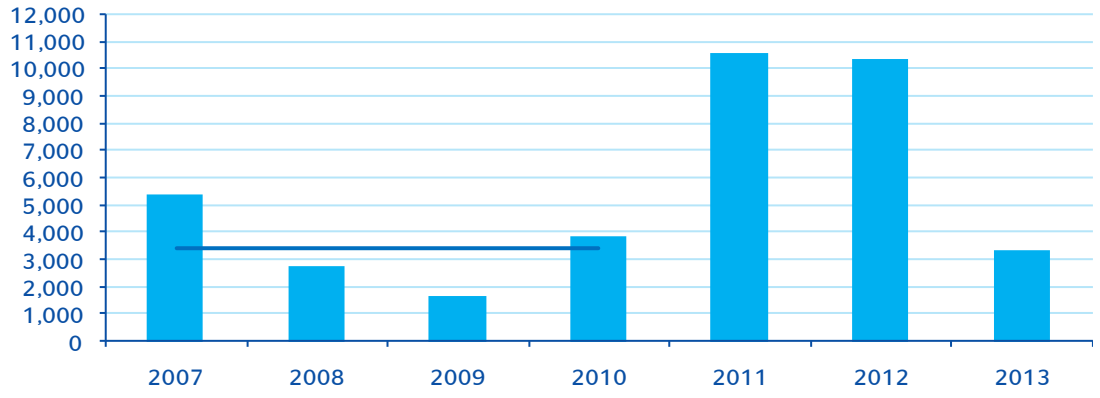
La reconstrucción del terremoto del norte y de las viviendas afectadas por el incendio de Valparaíso requerirá recursos adicionales. Si a eso sumamos los bonos marzo y el aumento de cobertura del bono de invierno (US$ 300 millones) y otros que puedan venir, nos movemos nuevamente a un escenario en que el déficit estructural cierra este año en torno a 1% del PIB. **Esta cifra es consistente con un déficit fiscal efectivo del orden de 1,9% del PIB, equivalente a US$ 5.300 millones.**

Vemos con bastante menor probabilidad hacer uso del FEES para financiar gasto dado que ya se tendrían contemplados entre US$1b y US$2b para capitalizar a Codelco. Utilizar el FEES para capitalizar Codelco puede tener argumentos a favor y pocos detractores, pero simultáneamente extraer recursos de dicho fondo para financiar gasto corriente parece un escenario reñido con el discurso de "menos a más" para la economía. ¿Qué sentido tendría extraer recursos de dicho fondo cuando la economía recuperaría posición cíclica hacia el último trimestre del año?

En relación con las fuentes de financiamiento para este año, al monto de emisión de deuda (US$ 6.000 millones) se debe agregar unos US$ 500 millones que provendrían del uso de Otros Activos del Tesoro (OATP). En este caso suponemos que de los US$ 3.350 millones que habían en estos recursos al cierre de 2013, se usa un monto tal que estos fondos llegan al nivel que tenían el año 2008 (Gráfico 1). Drenar dicho fondo y llevarlo a niveles inferiores a un "*buffer*" histórico nos parece bastante disonante con un manejo fiscal prudente. Por su parte, desde el punto de vista de los usos de fondos, tenemos el financiamiento del déficit fiscal, que como se dijo lo estimamos en torno a US$ 5.300 millones y US$ 1.800 millones correspondientes a los vencimientos y cupones que el Fisco deberá pagar este año (Tabla 2).

En suma, estimamos que la situación actual de financiamiento del Fisco este año no luce con holguras, por lo que no descartamos que se solicite al Congreso espacio para financiamiento adicional, lo que tendría efecto una vez que el gobierno cuantifique los efectos del nuevo escenario macro y de los gastos extraordinarios sobre las variables fiscales.

Gráfico 1
Otros Activos del Tesoro Público (MM de US$)*



* En 2013 se traspasaron US$ 4.000 millones al Fondo para la Educación.
Fuente: Dipres, BBVA Research

Tabla 2
Emisiones soberanas por denominación (millones US$)

Necesidades de Financiamiento año 2014	
Fuentes de Fondos	**6.500**
Emisión de deuda anunciada por el Gobierno	6.000
OATP	500
Saldo a 12/2013	*3.300*
Saldo mínimo estimado por BBVA Research	*2.800*
Usos de Fondos	**7.100**
Déficit Fiscal estimado por BBVA Research	5.300
Vencimientos y cupones estimado por BBVA Research	1.800
Necesidad de Financiamiento	**600**

Fuente: BBVA Research

Finalmente, dados los favorables resultados empresariales de 2013, estimamos que la Operación Renta de este año será positiva para el Fisco con un incremento en la recaudación en torno a 5% respecto al año anterior. Por el lado de las empresas no mineras estimamos un incremento interanual de la recaudación en el rango de 5% a 10%, cifra que sería marginalmente superior a lo estimado por el gobierno para este año, considerando que las proyecciones de la autoridad usaron como supuesto en su proyección un crecimiento del PIB de 4,5% para el año recién pasado. En cuanto a las empresas mineras, la caída de 7,8% del precio del cobre en 2013 debería incidir negativamente en sus resultados, pese al esfuerzo de contención de costos que han realizado estas compañías. Respecto de la proyección del gobierno, cabe lugar para que el resultado observado sea **"levemente"** mejor, apoyado en parte dado que la autoridad supuso un precio del cobre de US$ 3,29 la libra para el promedio de 2013 (precio efectivo fue US$ 3,32, un 1% mayor al previsto).

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.