

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 15 de abril 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

Política fiscal: más expansiva de lo que hasta ahora hemos previsto

- **Los parámetros de referencia y la meta que guiarán la política de Balance Estructural en los próximos años serán los más restrictivos que se han observado desde el inicio de la regla.** Tanto el precio del cobre como el PIB tendencial deberían ser ajustados a la baja en lo sucesivo. Esto, más la reducción del déficit estructural a 0% del PIB en 2018, dejan a la actual administración —al menos en lo que respecta a estos parámetros— en un escenario más estrecho que sus antecesores.
- **Sin embargo, en parte como consecuencia de lo anterior, la reforma tributaria inyectará directamente mayores ingresos estructurales, lo que elevará el tanto el nivel del gasto como su crecimiento anual.** Estimamos que el gasto público crecerá en promedio entre 7-8% para el periodo 2015-2018. La expansión del 2015 sería en torno a 11% real. El último año, el tamaño del estado podría llegar a 25% del PIB, cerca de 8pp por sobre el nivel de 2006
- **Todo en el escenario fiscal para el mediano plazo se conjuga para observar una presión alcista en las tasas de interés.** Mayor crecimiento del gasto, déficits efectivos sucesivos, mayor necesidad de endeudamiento público y cierre de válvulas de financiamiento privado (FUT). Todo en la dirección de presionar las tasas de interés al alza.
- **El tipo de cambio no tendría vientos depreciativos por factores fiscales el 2015 ante la mayúscula expansión de gasto público.** Seguimos viendo gran parte de las presiones depreciativas para el peso durante el 2014, con objetivos en torno a \$570 en los próximos meses.
- **La pérdida de dinamismo del consumo privado que se ha estado viendo en lo reciente continuará empujada por aumentos en el desempleo.** Sin embargo, el 2015 tendremos amortiguadores vinculados al inicio de las transferencias a los hogares de menores ingresos (con mayor propensión marginal a consumo) provenientes de los recursos destinados a Educación dando espacio para gasto en consumo en bienes.

Gasto crecería 6,6% real el 2014 en un escenario macroeconómico que dista del utilizado para la elaboración de la Ley de Presupuestos en septiembre 2013. La desaceleración en la actividad y el menor precio del cobre contraen los ingresos fiscales efectivos de este año, por lo que el déficit efectivo debería situarse en 1,7% del PIB, en vez del 0,9% del PIB del Presupuesto. Sin embargo, los resultados de PIB o precio del cobre efectivos no influyen en los ingresos estructurales, los cuales son estimados en base a parámetros de referencia. Por el contrario, la mayor inflación y el mayor tipo de cambio hacen aumentar dicho nivel de ingresos. Así, de mantenerse el nivel de gasto aprobado en la Ley, el déficit estructural sería de 0,8%, y el crecimiento del gasto sería 5,5% real. En el escenario en que se mantiene la meta de déficit de 1% del PIB, el crecimiento real del gasto sería de 6,6% (Tabla 1).

Tabla 1
Detalle balance efectivo y estructural

Millones de pesos	2014 Minhda (a)	2014 BBVA Research (b)	(a) - (b) [mm de USD]	Principal razón para la diferencia:
Ingresos efectivos	30.840.787	29.712.127	-1.979	
Recaudación tributaria	24.931.494	24.358.870	-1.004	
Impuesto a la renta grandes mineras	1.151.627	1.006.525	-254	Menor precio del cobre
Impuesto a la renta resto contribuyentes	8.502.901	8.329.486	-304	Menor nivel de actividad
IVA	12.326.848	11.950.649	-660	Menor demanda interna
Productos Específicos	2.108.953	2.119.460	18	Nivel similar
Resto	841.165	806.049	-62	Nivel similar
Reforma Tributaria	0	146.701	257	Implementación RT en el último cuarto del año
Codelco	1.643.935	752.459	-1.563	Menor precio del cobre y capitalización por USD 1.200 millones. ¹
Resto	4.265.358	4.600.798	588	Mayor ejecución observada
Ingresos estructurales	30.829.660	31.112.532	496	Mayor tipo de cambio y RT
Gasto total	32.240.551	32.240.551	0	Supuesto de ejecución del 100%
Balance efectivo	-1.399.764	-2.528.424	-1.979	
% del PIB	-0,9%	-1,7%	-0,8%	
Balance estructural	-1.410.891	-1.128.019	496	
% del PIB	-1,0%	-0,8%	0,2%	

Nota: Ambas columnas 2014 fueron llevadas a dólares con el tipo de cambio estimado por BBVA Research
Fuente: BBVA Research

¹ La proyección supone que la capitalización de Codelco se traduce en menores traspasos de la empresa al fisco. Otra opción para traspasar recursos a la minera estatal, sería utilizar recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), tal como lo ha mencionado recientemente una autoridad de gobierno, en cuyo caso los traspasos de la empresa serían mayores en US\$ 1.200 millones a los considerados en esta proyección, incrementando en igual magnitud los ingresos estructurales y los espacios de gasto para este año.

A partir de este año ya se tendría recaudación adicional gracias a la reforma tributaria, pero menos de la mitad de la proyectada por Hacienda/Dipres. Aunque el proyecto estima que durante 2014 se recibirían por la implementación de esta ley 0,29% del PIB de mayores ingresos, estimamos una tramitación más prolongada a la esperada en el parlamento, además de una menor recaudación por menor evasión, por lo que la mayor recaudación en 2014 solo sería del orden de +0,1% del PIB.

Por primera vez, esperamos caída en los parámetros de referencia (Cobre y PIB tendencial) y una meta cada vez más restrictiva. Respecto a lo que va a ocurrir con la política fiscal durante los próximos años, la autoridad se ha comprometido a converger a un balance estructural en 2018. Al respecto, observamos que los principales parámetros de referencia para estimar el nivel estructural de ingresos, es decir, el precio de referencia del cobre y el PIB tendencial, van a mostrar bajas en los próximos años, partiendo tan pronto como en 2014, para el Presupuesto 2015. Dada la situación del mercado del cobre mundial, resulta muy difícil sostener un precio por sobre los USD 3,04 la libra, actual nivel del precio de referencia. Por el contrario, vemos un precio convergiendo gradualmente a sus niveles de largo plazo, que estimamos en USD 2,8 la libra, por lo que el precio de referencia debería tender hacia dicho valor en los próximos años. De igual forma, las cifras de crecimiento hacen pensar en un PIB tendencial entre 4% y 4,5% en vez de 4,8% o 5%. De concretarse este escenario, estaríamos en presencia de algo que no se había dado nunca desde la instauración de la regla: caídas en los parámetros de referencia y una meta cada vez más restrictiva (Tabla 2).

Tabla 2

Proyección principales variables de referencia para cálculo del Balance Estructural

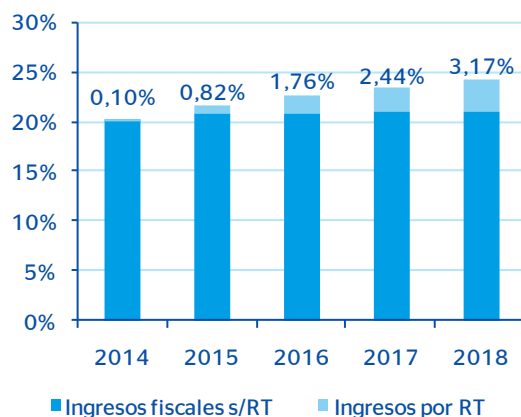
	2015	2016	2017	2018
PIB tendencial (var. a/a)	4,5	4,5	4,5	4,5
Precio del cobre (US\$/lb)	300	295	290	285
Meta de Balance Estructural (% del PIB)	-0,8	-0,5	-0,3	0,0

Fuente: BBVA Research

Aunque lo anterior podría entregar una sensación adversa para la política fiscal en el mediano plazo, la reforma tributaria entra en juego cambiando por completo el panorama. De concretarse la mayor recaudación que el Ministerio de Hacienda estima (Gráfico 1), se observará un aumento tanto en los ingresos efectivos como en los estructurales. Estos últimos son los que determinan el nivel de gasto, por lo que, aunque se vean afectados por las condiciones explicadas en el párrafo anterior, la Reforma Tributaria más que compensa las caídas en los parámetros de referencia. Esto elevaría el crecimiento del gasto promedio para los próximos años a un rango entre 7-8%, con un importante aumento en el año 2015, cuando se empiece a sentir con mayor fuerza el aumento en recaudación por la reforma² (Gráfico 2). Sin embargo, cabe resaltar que esto será un fenómeno transitorio que durará solo hasta que la reforma tributaria esté con su recaudación en estado de régimen. Posteriormente el crecimiento del gasto volverá a estar determinado principalmente por el crecimiento del PIB tendencial y la evolución del precio del cobre de largo plazo, ubicándose nuevamente entre 4-5% real anual.

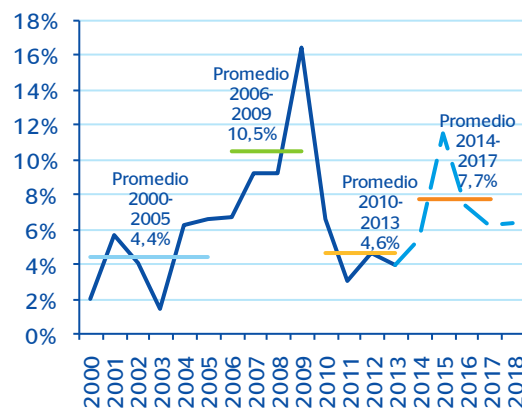
² En nuestras estimaciones, el pronunciado aumento en el gasto también se explica por la capitalización a Codelco, la cual suponemos en USD 1.200 millones para 2014, pero que no se repite en 2015. De suponer una capitalización similar para el próximo año, el crecimiento del gasto sería de 9,5% a/a.

Gráfico 1
Ingresos fiscales efectivos como % del PIB
2014-2018



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del gasto público y promedios por
periodo 2000-2018



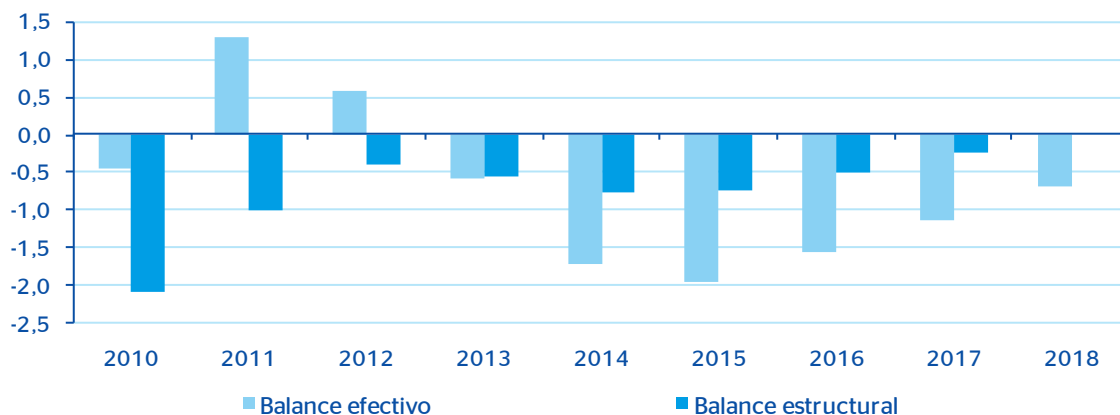
Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

La posibilidad de ubicarse en la parte baja del rango de crecimiento promedio del gasto esperado yace solo y exclusivamente en los riesgos a la baja que observamos en la capacidad recaudatoria de algunas medidas. Por ejemplo, dada la discusión que se ha suscitado, vemos con probabilidad incierta la aprobación del aumento al impuesto de bebidas alcohólicas y analcohólicas. También se ve como demasiado exigente una disminución de la evasión y la elusión de 0,5% del PIB. Lo anterior, sumado a los eventuales cambios de comportamiento que se generen en los contribuyentes, y que no estén considerados en los cálculos de la reforma, hace ver la recaudación total de 3% del PIB con sesgo a la baja.

Si se concretara una menor recaudación a la esperada en la Reforma Tributaria, la meta de reducción del déficit estructural o la reforma educacional (o ambas) se verían en parte afectadas. Al respecto, nuestra visión es que hay dos puntos relevantes una vez que la reforma haya sido aprobada: 1) contar con un mecanismo de seguimiento de la Reforma Tributaria. *Accountability Report* que informe si las metas en recaudación han sido alcanzadas; 2) enfocar la atención en la forma en que se gasten dichos recursos, es decir, en cómo se llevará a cabo la reforma educacional, para así observar el real impacto en el crecimiento a largo plazo que resulte de ambas reformas.

En resumen, aún si la Reforma Tributaria no recaudara un 3% del PIB en estado de régimen, el crecimiento promedio del gasto será mayor al de años anteriores. Esto, sumado a parámetros de referencia más cercanos a sus niveles efectivos y una meta de déficit estructural cerrándose solo en 2018, se traduce en una senda de déficits fiscales efectivos para los próximos años que debe ser explicada con detención a los inversionistas extranjeros (Gráfico 3).

Gráfico 3

Balances efectivos y estructurales 2010-2018 (% del PIB)

Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

Por lo tanto, todo se conjuga para observar una presión alcista en las tasas de interés soberanas: un mayor gasto de gobierno, déficits efectivos sucesivos que harían incurrir al Fisco en mayores niveles de endeudamiento, y la eliminación del FUT, que cierra una fuente de financiamiento y obliga a quienes lo usaban a buscar recursos al mercado financiero.

Por último, el tipo de cambio, por factores fiscales, no tendría vientos depreciativos el 2015. Seguimos viendo gran parte de las presiones depreciativas para el peso durante el 2014, con objetivos en torno a \$570 en los próximos meses. La pérdida de dinamismo del consumo privado que se ha estado viendo en lo reciente continuará empujada por aumentos en el desempleo. Sin embargo, el 2015 tendremos amortiguadores vinculados al inicio de las transferencias a los hogares de menores ingresos (con mayor propensión marginal a consumo) provenientes de los recursos destinados a Educación.

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.