

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Las 10 Preguntas sobre Política Fiscal que debería hacerse un inversionista

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni

A mediados de mayo, el gobierno anunció que los ingresos fiscales serían US\$ 2.000 millones menores de lo considerado en la Ley de Presupuestos, lo que se explicaba en parte por el cambio abrupto que sufrió el escenario macroeconómico desde fines de 2013. El crecimiento económico y el precio del cobre son dos variables claves en la determinación de los ingresos fiscales efectivos por lo que un escenario macro más negativo reduce las holguras del gobierno e incrementa las necesidades de financiamiento. La proyección presentada por el gobierno suponía, entre otros, que este año el PIB crecería 3,4% (4,9% en el Presupuesto), que la demanda interna se expandiría 3,1% (5,4% en el Presupuesto) y que el precio del cobre sería US\$ 3,05 la libra (US\$ 3,25 en el Presupuesto).

Sin embargo, en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, el Banco Central proyecta un escenario aún más negativo que el presentado por el gobierno, y más cercano al consenso de mercado, estimando que este año la economía crecería en torno a 3% y que la demanda interna aumentaría solo 1,7%. A continuación, revisamos las implicancias fiscales de este nuevo escenario y otras preguntas que consideramos indispensables para un inversionista que sigue la economía chilena.

1. ¿Cuánto se reducirán los ingresos fiscales con un crecimiento del PIB centrado en 3% y una demanda interna que crece 1,7% como estima el Banco Central en su último IPoM?

La reducción sería del orden de USD 370 millones tanto en ingresos efectivos como en ingresos estructurales. Esta baja está explicada principalmente por el menor crecimiento de la demanda interna, que afecta los impuestos indirectos, como el IVA, que son los que explican gran parte de la recaudación impositiva durante el año.

2. ¿Debiese haber un ajuste del gasto público debido a estos menores ingresos?

Este escenario reduce los espacios de gasto. El gasto fiscal de este año depende de los ingresos cíclicamente ajustados o estructurales, los cuales no se modifican con cambios en variables como el PIB o el precio del cobre. Sin embargo, el menor crecimiento de la demanda interna sí impacta a los ingresos estructurales y, en consecuencia, disminuye los espacios de gasto para una meta dada de balance estructural.

3. ¿De dónde se podrían sacar recursos para financiar gasto? ¿Mayor deuda o Fondos soberanos?

El gobierno ha manifestado preferencia por liquidar activos en vez de emitir nueva deuda soberana para financiar el mayor déficit efectivo que significa este cambio en el escenario macro. Además, usará recursos de la Ley Reservada del Cobre para financiar los gastos asociados a la reconstrucción del terremoto del norte del país y al incendio de Valparaíso. En nuestra opinión, la opción de emitir más deuda no debe descartarse dado el alto apetito por este tipo de papeles soberanos y las necesidades estructurales por deuda soberana del mercado. De cualquier forma, el financiamiento del déficit tendrá implicancias apreciativas sobre el CLP. En efecto, tanto la utilización de los fondos soberanos, como la utilización de recursos de la Ley Reservada del

Cobre implican que el fisco debe liquidar dólares en el mercado local. De igual forma, un aumento de las emisiones podría tener un impacto alcista en las tasas de interés y, por esa vía, también tener efectos apreciativos sobre el CLP.

4. ¿Cómo se verá afectado el déficit fiscal efectivo y estructural en este nuevo escenario?

Para un mismo nivel de gasto, tanto el déficit efectivo como el balance estructural se reducirían entre 0,1% a 0,2% del PIB por lo menores ingresos. Sin embargo, cabe considerar la posibilidad de un ajuste del gasto, dado que, de acuerdo al espíritu de la regla fiscal, el gasto se debiese adecuar al nivel de ingresos estructurales disponibles para alcanzar la meta preestablecida de -1% del PIB.

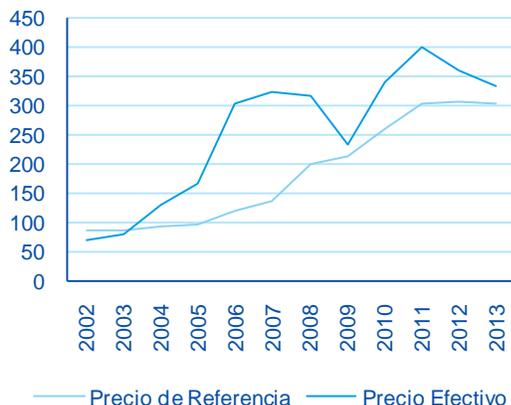
5. Hasta ahora, la depreciación del peso ha entregado mayores ingresos para el fisco ayudando a compensar el escenario macro-fiscal menos beneficioso. ¿Cuál es el efecto en los ingresos de una eventual apreciación del peso de 4%?

Una disminución del tipo de cambio a niveles por ejemplo de \$530/USD en lo que resta del año, reduciría el nivel promedio de \$560 a \$540, es decir, -3,6%. Esto afectaría negativamente los ingresos en dólares del Fisco, particularmente los ingresos del Codelco y la recaudación de la minería privada, en cerca de USD 200 millones tanto para los ingresos efectivos como para los estructurales. Lo anterior implicaría, a un nivel de gasto constante, un mayor déficit efectivo y estructural equivalente a 0,1% del PIB.

6. ¿Cómo se ajustarán las variables de largo plazo del Presupuesto (PIB tendencial y precio de referencia del cobre)?

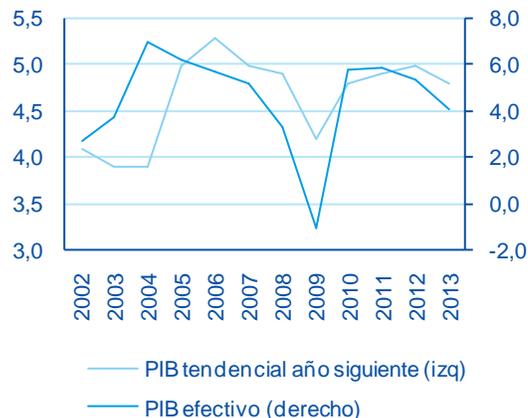
El PIB tendencial ha tenido históricamente un comportamiento procíclico y el precio de referencia del cobre se ha tendido a estabilizar en torno a US\$ 3 la libra (ver gráficos 1 y 2). En el escenario más probable, ambas variables se ajustarán a la baja. En el caso del PIB, existe un relativo consenso que es muy difícil sostener cifras en torno a 5% para el crecimiento tendencial y algunas voces se han movido hacia estimaciones en torno a 3,5%. Si bien la magnitud del ajuste no es fácil de anticipar, en BBVA Research no compartimos estas visiones más pesimistas y consideramos como más probable un ajuste desde 4,8% a una cifra en el rango 4%-4,5%. En el caso del precio de referencia del cobre, el ajuste sería a una cifra cercana a US\$ 3 la libra o levemente bajo ese valor.

Gráfico 1
Precio de referencia del cobre (US\$ cent./libra)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 2
PIB tendencial y efectivo (porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BCCh, BBVA Research

7. ¿Cuál es el impacto que tendrá este ajuste de las variables de largo plazo sobre los ingresos cíclicamente ajustados o estructurales y sobre los espacios de gasto en 2015?

Tomando como referencia el crecimiento del PIB tendencial de 4,8% para 2015 entregado por el último Comité de Expertos convocado por el Ministerio de Hacienda, el siguiente cuadro sensibiliza a distintos escenarios de crecimiento tendencial y precio del cobre de referencia. Un escenario muy negativo para el Gobierno sería que los expertos estimaran un PIB tendencial de 4% y un precio del cobre de largo plazo de US\$2,9/lb, dado que llevaría a US\$1.400 millones menos de ingresos, algo no lejos de la recaudación adicional proveniente de la Reforma Tributaria.

Tabla 1
Menores ingresos estructurales en 2015 a distintos niveles de crecimiento tendencial y precio de referencia del cobre (millones de dólares)

PCu* \ PIB*	4,5	4,25	4,0
3,04	-200	-330	-530
3,00	-440	-580	-775
2,90	-1.050	-1.200	-1.400

Fuente: BBVA Research

8. ¿Cuál es la proyección del gasto y balance fiscal para el año 2015?

La respuesta depende de cuáles sean los parámetros de largo plazo que los Comités independientes provean, y la meta de balance estructural para el próximo año que defina el gobierno. Sin embargo, tomando como base los puntos medios de los rangos del cuadro anterior (PIB* = 4,25% y PCu* = USD 3,0/lb), junto con una meta de déficit estructural de 0,75% del PIB, estimamos que el gasto debería crecer 7,6% real con un déficit efectivo de 1,7% del PIB. Estos resultados toman en consideración que la Reforma Tributaria espera recaudar en 2015 aproximadamente 0,8% del PIB según el Informe Financiero, lo que aumenta tanto los ingresos efectivos como los ingresos estructurales del gobierno.

9. ¿En qué medida el retroceso en los parámetros de largo plazo compensarán la mayor recaudación de la Reforma Tributaria?

La Reforma Tributaria (RT) espera recaudar 0,8% del PIB (USD 2.200 millones) en el año 2015, pero los menores parámetros de referencia implican una reducción de los ingresos estructurales, en el escenario que BBVA Research considera el más probable, de USD 580 millones. Por lo tanto, los menores ingresos estructurales por el cambio de parámetros representan un 26% de la recaudación adicional estimada por la RT. Un cuarto de lo que se ganaría con la RT se perdería por la reducción de los parámetros.

10. ¿Cuánto crecería el gasto en 2015 sin Reforma Tributaria?

Estimamos que si no hubiese recaudación por Reforma Tributaria, el gasto público solo podría crecer 3,6% real el próximo año.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.