

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Política Fiscal Fórmula 1

Unidad Chile

- Reiteramos liquidación de USD 3bn de activos este año para financiar el déficit fiscal efectivo. No es descartable que dicha liquidación ya haya comenzado.
- El costo de la desaceleración en los ingresos estructurales 2015: los nuevos parámetros estructurales –PIB tendencial 4,3% y Precio del cobre USD 3,07/lb –, restan USD 1,2bn de ingresos estructurales, **la mitad** de los ingresos adicionales provenientes de reforma tributaria.
- Dependiendo de la meta de déficit estructural que defina la autoridad, tendremos el 2015:
 - Déficit fiscal efectivo de a lo menos USD 5,5bn y tan alto como USD 6,7bn.
 - Emisiones soberanas TGral de a lo menos USD 10,5bn y tan altas como USD 11,7bn. Se incorporan vencimientos, bonos de reconocimiento y capitalización de Codelco.
 - Crecimiento real del gasto fiscal no inferior a 6,7% y tan alto como 9,0%.
- Sin reforma tributaria, el crecimiento real del gasto habría estado limitado a un rango entre 2% y 4%.
- Estimamos que endeudamiento fiscal privilegiaría instrumentos en UF vs. pesos. Se emitiría bono en el exterior por USD 2bn. Banco Central emitiría no más de USD 500 millones u optaría simplemente por no emitir. Composición estimada por BBVA Research del endeudamiento TGral se encuentra en el documento.

Situación fiscal 2014: Liquidación de USD ya habría comenzado

Los ingresos fiscales efectivos de 2014 mostrarán una caída más pronunciada a la informada por el gobierno en julio del presente año. Tomando como base un escenario macroeconómico cercano al publicado recientemente por el Banco Central en el IPoM, junto a la ejecución de ingresos y gastos al mes de julio, estimamos una caída en los ingresos efectivos totales de 1,3% real anual (Dipres: -0,4% anual). Esta caída está mitigada por los recursos de la Reforma Tributaria, los que estimamos para el año en curso con techo en 0,1% del PIB (Dipres: 0,3% del PIB). De hecho, la caída en los ingresos efectivos sin Reforma Tributaria alcanzaría a 1,8% anual. Las mayores disminuciones se dan en los ingresos fiscales asociados al cobre, es decir, la gran minería privada y Codelco.

Aún con los recientes anuncios de planes de reactivación vía mayor gasto de capital, proyectamos que el gasto total no será distinto a lo publicado en julio por la Dipres. Esto implicaría un crecimiento del gasto de 6,6% real anual, con una ejecución del 101,9% del presupuesto. La presente estimación tiene un sesgo a la baja, dado el ritmo de ejecución del gasto que se observa a julio, donde solo un 53,6% del gasto presupuestario se ha ejecutado. Sin embargo, dado el compromiso del Ministerio de Hacienda de ejecutar todo el presupuesto e incluso algo más, mantenemos la proyección de gasto fiscal realizada hace algunos meses.

Respecto a los ingresos estructurales, estimamos que estos también se han deteriorado, en particular en lo referente a los impuestos indirectos, toda vez que estos han disminuido en una magnitud mayor a la brecha del PIB, relacionándose en mayor medida con una menor demanda interna.

El déficit estructural de este año se encontrará en 1,2% del PIB, mientras que el déficit efectivo se ubicaría en 2,2% del PIB. Lo anterior equivale a un déficit efectivo cercano a los USD 6bn. Esto, más los vencimientos de deuda (USD 1bn) y el pago de bonos de reconocimiento (USD 2bn) **nos hacen reafirmar**

una liquidación de activos en lo que resta del año por USD 3bn, dado que las necesidades de financiamiento superarán el límite de endeudamiento de USD 6bn.

Parámetros estructurales y efectos sobre la política fiscal en 2015: La meta de déficit estructural determinará si la expansión del gasto real es alta o ultra-expansiva

El ajuste en los parámetros estructurales para 2015 respecto a 2014 implicaría menores ingresos estructurales en cerca de USD 1.200 millones. Finalmente, el crecimiento del PIB tendencial se fija en 4,3% para 2015 y el precio de referencia del cobre sube marginalmente a USD 3,07/lb. Además, estimamos que el precio de referencia del molibdeno se reducirá a USD 16/lb. **¿Por qué tanto como USD 1.2bn? Puede que algunos realicen el ejercicio de considerar un ajuste de 4,8% a 4,3% (-0,5 pp), cuyo efecto sería menor y compensado por el marginal aumento en el precio del cobre. Sin embargo, aquello estaría errado.** El nivel de PIB tendencia sufrió un *mayúsculo* ajuste a la baja dado que también se corrigió el crecimiento tendencial para el PIB 2014. El cálculo entonces debe reconocer la menor base. Estimamos la siguiente descomposición para el cambio en los ingresos estructurales: (1) -USD 1.160 millones por menores ingresos tributarios no mineros; (2) +USD 190 millones por mayor precio cobre largo plazo; (3) -USD 170 millones precio molibdeno; (4) -USD69 millones por cotizaciones de salud.

Como hemos planteado en ocasiones anteriores, para conocer la magnitud del presupuesto 2015 no solo los parámetros estructurales son clave, también lo son la meta de déficit estructural -que será conocida con la entrega de la Ley de Presupuesto el 30 de septiembre- y la recaudación adicional de la reforma tributaria que afectará en similar proporción los ingresos efectivos y los estructurales.

Dado lo anterior, esperamos que el gasto fiscal crezca entre 6,7% a 9,0% real anual durante 2015, dependiendo de la meta de déficit estructural que elija el gobierno. La tabla 1 contiene distintos escenarios de balance fiscal efectivo, crecimiento del gasto y límite de endeudamiento dependiendo de la meta de déficit estructural que el gobierno establezca. Recordemos que la actual administración ha comprometido converger a balance estructural, aunque se ha reservado el camino para tal convergencia.

Tabla 1

Resultados fiscales 2015 en base a la meta de déficit estructural

| Meta déficit estructural (% del PIB) | -0,75 | -1,00 | -1,25 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|
| Balance efectivo (% del PIB) | -2,1% | -2,3% | -2,6% |
| Balance efectivo (USDbn) | -5,5 | -6,1 | -6,7 |
| Crecimiento del gasto (var. a/a real) | 6,7% | 7,9% | 9,0% |
| Límite de endeudamiento (USDbn) | 10,5 | 11,1 | 11,7 |

Nota: Se utilizan las elasticidades públicas entregadas en varios informes de la Dipres y Hacienda, en conjunto con estimaciones propias.

Fuente: BBVA Research

Esperamos que el presupuesto sea elaborado con una recaudación por reforma tributaria de un 0,97% del PIB (aprox. USD 2.500 millones). Colocamos un riesgo bajista a esta recaudación lo que entrega espacio para eventual utilización de recursos FEES. En efecto, de concretarse los riesgos de menor recaudación, el mayor déficit que se generaría durante el 2015 sería financiado con liquidación de activos, dado que el límite de endeudamiento quedará definido en la discusión del presupuesto en el Congreso (vemos difícil que el ejecutivo recurra a solicitar aumentos del endeudamiento a mitad del 2015). Como dato anecdótico, si no se contara con los ingresos de la reforma tributaria, el gasto solo podría crecer entre 2,0% y 4,0% real el próximo año.

Las cifras de endeudamiento soberano contienen los vencimientos para 2015 (USD 2bn), una estimación de bonos de reconocimiento (USD 2bn) y una fracción de la capitalización de Codelco que se financiaría con deuda (USD 1bn) junto al déficit efectivo que resulte de la elección de la meta estructural.

Detalle de emisiones del Fisco para 2015: US\$2bn en el exterior

A fines de septiembre conoceremos el límite de endeudamiento y a fines de año su composición. Como se observa en la tabla 2, estimamos que el grueso de este endeudamiento (70%) será en deuda en UF, mientras que el 30% restante será en papeles nominales. Esta composición considera el vencimiento BTU5s por el equivalente a USD 1,5bn a inicios del próximo año, el cual estimamos sería parcialmente reemplazado con nuevas emisiones a ese plazo. Por otra parte, la composición considera el habitual mayor apetito por papeles indexados en el mercado local con la composición promedio UF/pesos de los últimos años.

Considerando el bajo nivel de deuda soberana emitida en el exterior y las aún favorables condiciones financieras, estimamos conveniente y muy probable que el gobierno retome las emisiones en el extranjero por un monto cercano a los USD 2bn el próximo año. Solo 15% de la deuda soberana total está bajo legislación extranjera (US\$5,1bn/US\$33bn), lo que se compara muy favorablemente respecto a la OECD y otras economías emergentes. En efecto, el *stock* de deuda soberana externa vigente se ubica en la parte baja de economías emergentes y sería un factor que probablemente empujará a retomar las emisiones en los mercados externos en esta administración.

Tabla 2

Estimación composición emisiones TGral, límite de endeudamiento de USD11b (Mill. USD)

| BTP | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 5 años | 10 años | 20 años | 30 años |
| 500 | 1.000 | 800 | 400 |
| BTU | | | |
| 5 años | 10 años | 20 años | 30 años |
| 1.000 | 2.300 | 1.800 | 1.200 |
| Bono exterior | | | |
| 2.000 | | | |

Fuente: BBVA Research

Emisiones del Banco Central serían nulas o muy pocas el 2015

El Banco Central no participó licitando instrumentos de plazos sobre 1 año el 2014 (BCU/BCP). La decisión fue sorpresiva para el mercado en ese momento, y no es descartable que sea parte de la causa de escasez de instrumentos financieros en el mercado local que explique en parte el nivel actual de las tasas de interés a plazos largos ([link al informe](#)).

El 2015 tendremos otro año en que el Banco Central estará relativamente ausente en la oferta de instrumentos de deuda. Al menos dos razones explicarían este comportamiento: (1) Una renovada preocupación por el negativo patrimonio del Banco Central; (2) Bajos vencimientos de papeles. El perfil de vencimientos de instrumentos del Banco Central daría cuenta que los vencimientos más importantes se concentrarían desde el 2016 en adelante, muy vinculados al proceso de esterilización de las intervenciones cambiarias del 2008 y 2011 (Tabla 3). **En un contexto en que la base monetaria estimamos crecerá entre 10% y 15% (US\$800-US\$1.000 millones), la emisión de BCP/BCU sería nula o muy menor. Emisiones sobre US\$500 millones nos parecen por ahora muy difíciles de observar cuando se entregue el calendario a fin de este año.**

Tabla 3

Vencimientos Banco Central (Mill. USD)

| | BCP | BCU | Total |
|------|-------|-------|-------|
| 2015 | 1.270 | 331 | 1.601 |
| 2016 | 1.207 | 2.705 | 3.912 |
| 2017 | 603 | 1.353 | 1.957 |
| 2018 | 989 | 2.746 | 3.735 |
| 2019 | - | 40 | 40 |
| 2021 | 810 | 1.821 | 2.631 |
| 2022 | 603 | 1.297 | 1.901 |

Fuente: Banco Central, BBVA Research

En un contexto de mayor oferta relativa TGral, seguiremos viendo castigos relativos a esta deuda soberana respecto a la BCCh.

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.