

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

¿Balance Estructural al 2018? Necesaria moderación de la inversión pública

Unidad Chile

- Reafirmar el compromiso del Ministerio de Hacienda de converger a balance estructural en 2018 implicaría una reducción significativa en el ritmo de crecimiento del gasto público. Más específicamente, en BBVA Research estimamos que sería la inversión pública la que tendría que ajustarse en mayor medida no descartando tasas de variación negativas en los próximos años. *“Balance Estructural el 2018 y mantención del rol contra-cíclico del gasto público no serían del todo compatibles en el trienio 2016-2018”*.
- Los compromisos de hospitales, carreteras, caminos rurales, embalses, entre otros, tendrán que evaluarse cuidadosamente de manera de cumplir los fuertes compromisos de mayor gasto en capital, pero al mismo tiempo no comprometer el cumplimiento de logro de balance al 2018. Sin dramatizar el no cumplimiento de balance estructural temprano ([ver estudio](#)), ciertamente se abre la puerta para que el gobierno opte por postergar su convergencia para después de 2018 o simplemente eficiente aún más la inversión pública a concretar. *“Alta inversión pública 2016-18 y cumplimiento de balance estructural pueden no ser del todo compatibles”*.
- Dependiendo de los parámetros referenciales que los Comités de expertos entreguen y de la eficacia en recaudar los mayores ingresos asociados a la Reforma Tributaria, el crecimiento promedio del gasto para el trienio 2016-2018 fluctuaría entre 2,9%-4,8%.

En los días previos, con el cambio en el titular del Ministerio de Hacienda junto a la rendición de cuentas públicas de la Presidencia el 21 de mayo, se ha generado información importante para analizar el escenario fiscal en el mediano plazo. Así, mientras en una reciente entrevista el Ministro Valdés ha hecho entrever que no prolongará el estímulo fiscal durante 2016, lo que a nuestro entender implica retomar la reducción del déficit estructural el próximo año, los anuncios presidenciales hablan de una significativa inversión pública en lo que resta del periodo de gobierno.

¿Cuánto espacio tiene el fisco para cerrar el déficit estructural sin comprometer la inversión? En el reciente [Situación Chile Segundo Trimestre 2015](#), publicado por BBVA Research, presentamos un cuadro con el gasto de gobierno promedio necesario para converger a balance estructural en el Presupuesto 2018, bajo distintos escenarios de recaudación de la Reforma Tributaria (RT) y de parámetros referenciales (PIB tendencial y precio del cobre). En aquella ocasión se mostraba que, incluso en el escenario menos adverso, el gasto entre 2016-2018 no podría crecer sobre 5% promedio.

En la presente nota, revisitamos dicho análisis y lo ampliamos a los componentes del gasto que están involucrados. El ejercicio implica (1) suponer una senda de convergencia a balance estructural en 2018, que

en este caso son déficits estructurales de 0,6% del PIB en 2016¹, 0,3% del PIB en 2017 y 0% del PIB en 2018; (2) entregar distintos escenarios de precio del cobre de referencia y de PIB tendencial, los cuáles son provistos por comités de expertos externos; y (3) suponer escenarios de efectividad en la mayor recaudación por RT, alcanzando un porcentaje del objetivo de gobierno plasmado en el Informe Financiero. Los resultados se muestran en la tabla 1.

Tabla 1

Crecimiento promedio del gasto 2016-2018 necesario para la convergencia al balance estructural en 2018 bajo distintos escenarios

		Crecimiento promedio PIB Tendencial					
		4,0			3,8		
		RT: 100%	RT: 80%	RT: 50%	RT: 100%	RT: 80%	RT: 50%
Precio referencia cobre promedio (USc/lb)	290	4,8	4,1	3,3	4,5	3,8	3,0
	280	4,6	4,0	3,2	4,3	3,7	2,9

Nota: Se asume el mismo precio de molibdeno de referencia para todos los escenarios

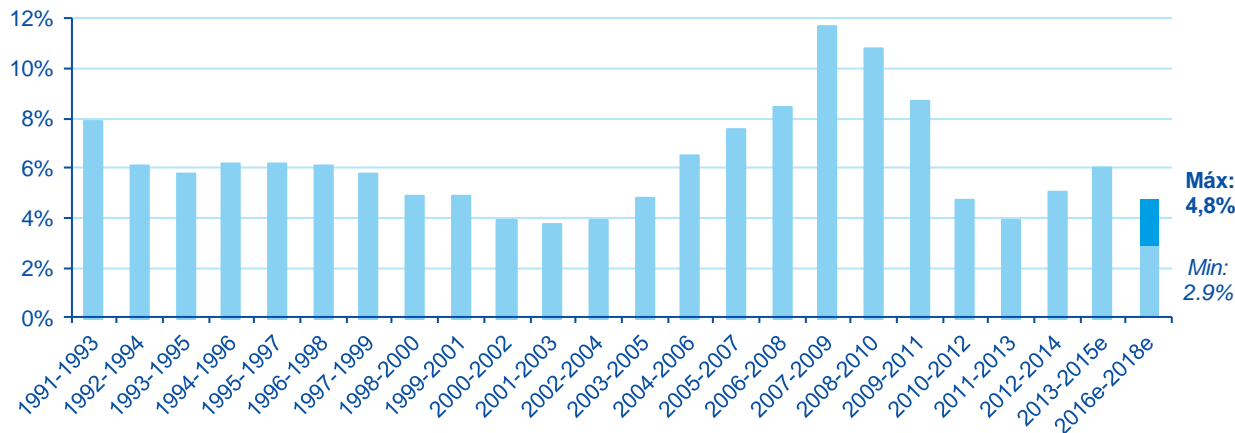
Fuente: BBVA Research

Como se aprecia, el gasto promedio necesario entre 2016-2018 para alcanzar la meta de balance estructural se ubicaría entre 2,9% a 4,8%, dependiendo del escenario. El gráfico 1 muestra las tasas de crecimiento promedio para trienios desde 1991. Allí es posible observar que, aunque los escenarios más adversos se traducirían en un esfuerzo histórico de contención de gastos (nunca ha habido un trienio con un crecimiento menor a 3,8%), los escenarios menos adversos, que estimamos como más probables, son alcanzables. Sin embargo, esto no resta importancia a la dificultad implícita de pasar de tasas de crecimiento en torno a 7% a tasas menores a 5%, sobre todo en un escenario con altos gastos comprometidos, como los relacionados a la Reforma Educacional.

¹ Hemos supuesto esta senda dado que el aporte marginal de la RT en los ingresos estructurales es mayor en 2016 que en 2017, de acuerdo a lo expuesto en el Informe Financiero. Así, un ajuste mayor en el gasto el próximo año entrega a la vez una base favorable para la expansión del gasto en 2017.

Gráfico 1

Crecimiento gasto público por trienio 1991-2015e y proyección para trienio 2016-2018 según escenarios



Fuente: Dipres, BBVA Research

Finalmente, hacemos un llamado a observar la composición del gasto público para el mediano plazo. El gasto corriente, compuesto entre otras cosas por compras de bienes, remuneraciones, subsidios y donaciones, suele tener poco espacio para moderación en comparación al gasto de capital. De hecho, las tasas de crecimiento del gasto corriente desde 1990 presentan una varianza menor a las del gasto de capital, y nunca han mostrado variaciones reales negativas.

Dado lo anterior, nos anclamos en uno de los escenarios de la tabla 1 y simulamos los comportamientos del gasto corriente y de capital necesarios para alcanzar el gasto compatible con la meta de convergencia. Utilizando el escenario de recaudación de 80% de la RT, PIB tendencial de 4% y precio de referencia del cobre de US2,9 la libra, evaluamos dos escenarios de crecimiento del gasto de capital, dado el crecimiento del gasto corriente, el cual, como mencionábamos, es más persistente. Ambos escenarios de crecimiento del gasto corriente están por debajo de su promedio histórico. La tabla 2 entrega los resultados.

Tabla 2

Crecimiento promedio de la inversión pública dado el crecimiento promedio del gasto corriente 2016-2018

	Crecimiento promedio gasto corriente	
	4,5	5,5
Crecimiento promedio gasto de capital	2,7	-1,7

Fuente: BBVA Research

Se observa entonces que, dada la mayor inercia del gasto corriente respecto del gasto de capital, sería la inversión pública la que deberá hacer el ajuste para alcanzar tasas de crecimiento del gasto en promedio menores. Inclusive, la tabla nos muestra que no son descartables tasas de variación negativas en el gasto de capital de los próximos años si es que no se puede recortar el gasto corriente y se desea alcanzar la meta de balance estructural. Esto pone una nueva nota de alerta a los anuncios mencionados durante la cuenta pública, donde se mencionaron proyectos significativos de inversión en obras portuarias y también en materia de salud. También significa que el impulso fiscal, especialmente en inversión, perderá relevancia en los próximos años, por lo que será necesario un mayor impulso privado para sostener el crecimiento económico.

Alternativamente, no es descartable que el gobierno opte por postergar la convergencia al balance estructural, de manera de permitir un ajuste más suave al equilibrio de las cuentas públicas.

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.