

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Menor precio del cobre hace más probable uso del FEES en 2016

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni

- Con el precio del cobre entre 225-230c/lb. y tipo de cambio en torno a \$700, déficit fiscal efectivo 2015 se mantendría en 3% del PIB (o menos).
- Sin embargo, no debería sorprendernos que el gobierno presente el 30 de septiembre una proyección de déficit efectivo para el presente año en torno a 3,1-3,3% del PIB. Seguir entregando señales de escasez fiscal es una estrategia que ha tomado el nuevo Ministro, de cara a calmar las demandas políticas.
- Necesidades adicionales de financiamiento este año estarían cubiertas con Otros Activos del Tesoro Público en USD y \$, y con la deuda emitida durante el año. Algunos activos en USD probablemente ya estarían siendo liquidados.
- Para el 2016, el Gobierno probablemente proyectará un déficit fiscal efectivo en torno a 3% del PIB en la Ley de Presupuestos, consistente con emisión de deuda soberana en torno a US\$ 9bn, toda vez que sus supuestos asumirán -como es usual- cierta reversión al alza en el precio del cobre.
- Sin embargo, de mantenerse los actuales deprimidos valores de cobre y alto tipo de cambio el próximo año, el déficit efectivo podría incluso empujarse hasta 4% del PIB. En ese caso, las opciones a medio camino serían liquidar otros activos del tesoro público, ya mermados, o más probablemente activos en USD del FEES por hasta US\$ 1.500 millones.

¿Cómo afecta a las cuentas fiscales la caída reciente del precio del cobre? Para aislar dicho efecto, no solo hay ver la caída en el precio, sino también el ajuste en tipo de cambio, toda vez que los ingresos relevantes para el gobierno son en pesos y un mayor tipo de cambio aumenta los ingresos del Fisco. Muchas veces parecen dejarse de lado los beneficios para las arcas fiscales que significa un tipo de cambio más alto.

Año 2015

En primer lugar, el Fisco ya sinceró un escenario de menor precio del cobre y mayor tipo de cambio en su actualización de julio... pero parece haberse quedado corto. La tabla 1 resume los escenarios del gobierno y la proyección BBVA.

Tabla 1

Escenarios fiscales para 2015, Hacienda y BBVA Research

	Hacienda, lo que dijo en:		BBVA Research	Escenario de menor	Escenario de menor
	Ley de Ppto	Julio	Situación 3T	precio del cobre 1	precio del cobre 2
Precio del cobre	312	275	262	250	245
Tipo de cambio	585	630	636	650	660
Déficit efectivo % del PIB	1,9%	3,0%	2,8%	2,9%	3,0%

Fuente: Dipres, BBVA Research

En primer lugar, en nuestro escenario ya contemplábamos un precio del cobre menor y un tipo de cambio mayor a lo estimado por Hacienda. Dado eso, **un escenario de riesgo como el propuesto no hace variar significativamente nuestra estimación de déficit efectivo**. Así, tampoco se generan presiones relevantes sobre las necesidades de financiamiento del Fisco.

En segundo lugar, es probable que el Fisco presente en octubre un déficit efectivo estimado para 2015 mayor al de julio, dado que deberá sincerar un precio del cobre menor, aún cuando dicha corrección se compense con un mayor tipo de cambio. Estimamos que, dadas las anteriores proyecciones del gobierno, **Hacienda presentaría un déficit efectivo entre 3,1% y 3,3% del PIB para 2015 en octubre**.

Año 2016

La tabla 2 resume nuestro escenario base y sensibiliza con distintas proyecciones de precio del cobre y tipo de cambio.

Tabla 2

Escenarios fiscales para 2015, Hacienda y BBVA Research

	Situación 3T	Esc. Riesgo 1	Esc. Riesgo 2
Precio del cobre	268	250	215
Tipo de cambio	625	650	720
Crecimiento real del gasto fiscal	4,6%	5,9%	8,9%
Déficit efectivo % del PIB	2,7%	3,1%	4,0%

Fuente: Dipres, BBVA Research

En todos los escenarios se utilizan los parámetros estructurales entregados por el gobierno y se asume una meta de déficit estructural de 0,8% del PIB. No es sorpresa que el déficit efectivo aumenta a menor precio del cobre, aún a pesar de la compensación que entrega el tipo de cambio, lo que sí puede llamar la atención es que el crecimiento del gasto se eleva en los escenarios de riesgo. Esto obedece a que los ingresos estructurales aumentan ante un mayor tipo de cambio, y son indiferentes a los movimientos del precio del cobre efectivo.

Probablemente, el escenario base del gobierno considerará cierta reversión en la caída del precio del cobre el próximo año y en el aumento del tipo de cambio. Por lo tanto, el déficit fiscal efectivo que presentará en la Ley de Presupuestos 2016 estará en torno a 3% del PIB. Esto es compatible con una emisión de deuda soberana de aproximadamente USD 9.000 millones.

Sin embargo, un escenario como el 2 podría concretarse a lo largo del año, lo que pondría presión a las necesidades de financiamiento del gobierno. Con una emisión de deuda en límite autorizado en la Ley de Presupuestos, y con Otros Activos del Tesoro Público algo disminuidos después del uso que se les dé en 2015, se vuelve a abrir la posibilidad que el gobierno tenga que recurrir al FEES para financiar el gasto el próximo año.

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.