

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Q&amp;A del Presupuesto Fiscal 2016

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

La presentación del proyecto de Ley de Presupuestos 2016 suele generar a varias preguntas a los analistas de mercado. ¿Cuál es la cifra “correcta” de crecimiento del gasto en 2016? ¿Cuál será el impacto en inversión y crecimiento? ¿Cuál es el nivel de deuda pública que contempla la Ley? ¿Bastará con ese monto? ¿Cuáles fueron los cambios metodológicos, y qué implican? Estas y otras preguntas se contestan en el siguiente cuestionario.

### 1. ¿Cuánto crecerá el gasto público el próximo año?

Se han dado dos cifras para el crecimiento del gasto público en 2016: 4,4% y 6,6%, ¿Cuál es la cifra “correcta”? Ambas cifras corresponden al crecimiento del gasto el próximo año, pero lo que cambia es la base de comparación. En el primer caso (crecimiento de 4,4%) la base es lo que Hacienda estima que se gastará este año y en el segundo caso (crecimiento de 6,6%) la base es la Ley de Presupuestos aprobada para el año 2015. Debido a que la Ley fue suplementada con mayores gastos durante el año (por desastres naturales, reajustes del sector público no provisionados, mayor deuda del sector salud, entre otros) es que el gasto público que potencialmente se puede ejecutar este año es mayor al aprobado en la Ley. En **BBVA estimamos que este año habrá algún grado de subejecución respecto del total de gasto permitido (Ley+suplementos), por lo que estimamos que el gasto presentado en la Ley 2016 equivale a un aumento de 5,8% real.** Desde el punto de vista del impacto macro del Presupuesto, no consideramos apropiado hacer la comparación Ley 2016 versus Ley 2015.

### 2. ¿Cuál será el impacto en el crecimiento del PIB 2016 del aumento del gasto anunciado?

El gasto público representa un poco más de 20% del PIB, por lo tanto un crecimiento cercano a 8% como el previsto del año, puede aportar en torno a 1,2 puntos porcentuales de crecimiento, si no se considera el efecto expulsión de gasto privado que puede generar. Si el próximo año el gasto crece 5,8%, su aporte se reduce a aproximadamente 0,6 puntos porcentuales. **Es decir, el menor crecimiento del gasto público previsto para el próximo año, restará del orden de 0,6 puntos porcentuales de crecimiento al PIB en relación con el aporte hecho este año.**

### 3. ¿Cuál será el impacto en el crecimiento de la inversión total en 2016 del aumento del gasto anunciado?

De acuerdo al Presupuesto, la inversión pública se contraerá el próximo año después de crecer, de acuerdo a nuestras estimaciones, 14% real en 2015. Esto impone un enorme desafío al crecimiento de la inversión total en 2016. A modo de ejemplo, para que el próximo año se dé la proyección de crecimiento de la inversión total publicada por el Banco Central en el IPoM de septiembre (1,9%), dada la contracción considerada en el Presupuesto para la inversión pública, se requeriría que la inversión privada crezca del orden de 3%, lo que hoy aparece como una proyección claramente optimista. ¿Qué significa esto? **Que hay un riesgo relevante de que la inversión total crezca más cerca de 1% el próximo año y no se puede descartar un tercer año consecutivo de contracción de este componente del gasto.**

#### 4. ¿El Presupuesto del próximo año puede considerarse como austero, expansivo o contractivo?

Para responder a esta pregunta hay que tener en cuenta al menos dos elementos. Por un lado, los anuncios que se estaban dando antes de la llegada del actual Ministro apuntaban a una mantención del estímulo fiscal durante el próximo año. Es decir se pensaba en no iniciar la convergencia al balance estructural y en mantener un alto crecimiento del gasto público. El Presupuesto presentado recientemente es un avance en estas dos dimensiones, en la línea de una mayor responsabilidad fiscal. Por otro lado, claramente el Presupuesto no es contractivo, porque el tamaño del Estado seguirá creciendo el próximo año (el gasto crecerá por sobre el crecimiento del PIB); es más responsable por cierto, pero sigue siendo un presupuesto expansivo. La contribución positiva del gasto al crecimiento del PIB el próximo año irá más allá de los espacios que da el crecimiento del PIB tendencial, lo que se asocia, en gran medida, a los mayores recursos que se obtendrán por la reforma tributaria. **Si bien se valora la reducción del déficit estructural, lo que implica un menor estímulo fiscal en 2016 con respecto a este año, no está demás preguntarse si el esfuerzo que se está haciendo es suficiente, en especial si se considera que es altamente probable que los parámetros estructurales vuelvan a ajustarse a la baja el próximo año.**

#### 5. ¿Son realistas los supuestos macroeconómicos usados en el Presupuesto 2016?

**El supuesto del crecimiento del PIB parece optimista, mientras que el resto de las variables se ubica dentro de rangos razonables.** En BBVA vemos relevantes riesgos de que la economía crezca más cerca de 2% que de 3% el próximo año, de manera que una cifra de 2,75% la vemos con baja probabilidad de ocurrencia. Ciertamente reconocer un menor crecimiento del PIB implicaría reconocer también un menor crecimiento de la demanda interna y por lo tanto, menor recaudación de impuestos.

Otra variable que se puede considerar como optimista desde el punto de vista de su impacto en los ingresos fiscales es el tipo de cambio. Si el tipo de cambio promedio se ubica bajo \$700 el próximo año, los ingresos fiscales serán menores que los estimados por el gobierno.

#### 6. ¿Cuál será el monto de emisión de deuda pública el próximo año?

**La Ley de Presupuestos autoriza un máximo de US\$ 10.500 millones en emisiones de deuda.** Este monto se compone de US\$ 9.000 millones incluidos en los Ingresos Generales de la Nación, US\$ 500 millones para Organismos Multilaterales y US\$ 1.000 millones para bonos de reconocimiento. Estas emisiones pueden ser en el país o en el exterior y tendremos que esperar hasta inicios de año para saber su composición en términos de plazos y denominación. De cualquier forma, una eventual emisión de deuda en el extranjero deberá tener en cuenta que si bien las tasas de interés en el exterior siguen bajas, el riesgo país de Chile se ha incrementado de forma relevante en el transcurso de este año, de la mano de un deterioro de la percepción respecto de los países emergentes, lo que hace menos favorables las condiciones para este tipo de financiamiento.

#### 7. ¿Está preparado el mercado para absorber estas nuevas emisiones?

**En diversas conversaciones con agentes del mercado hemos percibido que la demanda existe y, por lo tanto, este monto de emisión de deuda podrá ser absorbido sin impactos relevantes en las tasas de interés de largo plazo.** En efecto, serán los inversionistas institucionales (AFP, Compañías de Seguros y

FFMM) los que demandarán este tipo de instrumentos, a los que se sumará la demanda de los bancos, que necesitan este tipo de papeles para cumplir con los requerimientos de liquidez.

#### 8. ¿Cuáles serán los impactos de un sinceramiento del escenario macroeconómico?

Suponiendo que la única diferencia se da en el crecimiento del PIB y de la demanda interna que crecen menos de lo que proyecta Hacienda, el efecto será que el gobierno tendrá menos ingresos efectivos y un mayor déficit fiscal efectivo el próximo año que deberá financiarse. De acuerdo con las cifras conocidas, el monto de emisión de deuda anunciado permite financiar no sólo el déficit fiscal proyectado sino que tiene un “colchón” adicional de unos US\$1.000 millones. Es decir, **el monto de emisión de deuda que considera el Presupuesto da espacios para un escenario de menores ingresos fiscales, por lo que no vemos (por ahora) necesario liquidar el próximo año activos ni Fondos Soberanos, aún en un escenario en que los ingresos fiscales efectivos son menores que los proyectados por el gobierno en el equivalente a US\$ 1.000 millones.**

Suponiendo un escenario macroeconómico más restrictivo que el enunciado por el gobierno para 2016, con un PIB y demanda interna de 2,0%, un precio del cobre cercano a US 2,4 la libra y un dólar promedio en torno a \$650, los ingresos serían menores en aproximadamente US500 millones, lo que ocuparía la mitad de la holgura señalada en el párrafo anterior.

#### 9. ¿Cómo impactará este Presupuesto a la conducción de la política monetaria?

**El impacto de este Presupuesto sobre la política monetaria es neutro.** El Banco Central conocía en términos gruesos cuánto crecería el gasto público total cuando hizo el IPoM de septiembre, por lo que este Presupuesto no fue una sorpresa para su Consejo. Quizás desconocía la composición y de ahí que, como mencionamos antes, hizo una proyección optimista para la inversión total. Pero no creemos que esto tenga efectos de primer orden sobre las decisiones de política monetaria.

Por otro lado, como dijimos, no creemos que las emisiones de deuda vayan a presionar al alza las tasas de interés de mercado, por lo que este anuncio no resta estímulo en la parte larga de la curva. Si lo hiciera, el BC podría evaluar extender por más tiempo el estímulo monetario ya sea postergando el inicio de las alzas o anunciando una TPM terminal menor.

¿Hubiese sido distinto el actuar del BC si el crecimiento del gasto en el Presupuesto fuese significativamente menor? Creemos que no. El BC está muy comprometido con iniciar el proceso de alzas de tasas de interés en el corto plazo y estimamos que esta decisión no depende de forma relevante del crecimiento del gasto público el próximo año. Por cierto que el impacto macro de la política fiscal no es nulo y el gasto fiscal será el componente de la demanda interna con mayor crecimiento el próximo año, pero en un escenario de crecimiento del PIB en torno a 2%, con una demanda privada muy débil, el impacto marginal sobre la inflación si el gasto crece 3% o 5,8% sería relativamente acotado.

## 10. ¿En qué consisten los cambios metodológicos introducidos a la medición del BCA?

Los cambios metodológicos introducidos por Hacienda son básicamente dos:

- i) **Eliminar el ajuste cíclico del molibdeno:** este ajuste permitió desde el año 2006 ahorrar los ingresos extraordinarios provenientes de los ingresos por este mineral que recibía Codelco. A diferencia del cobre, en que el precio de referencia lo define un comité de expertos, en este caso, se definía como un promedio histórico del precio efectivo de un período que fluctuó entre 4 y 7 años. El precio del molibdeno comenzó a retornar a los niveles previos al boom (que se extendió entre 2004 y 2008) después de la crisis del 2009 y hasta ahora se mantenía un ajuste cíclico por este concepto, lo que implicaba en la práctica abultar los ingresos estructurales del gobierno y con ello también los espacios de gasto. Lo anterior ocurría porque el precio de referencia utilizado era mayor que el precio efectivo, al tomar en consideración parte del período de boom. **Eliminar este ajuste permite simplificar la regla fiscal y también reduce los ingresos estructurales en cerca de 0,2% del PIB, lo que implicará un menor crecimiento del gasto en torno a 0,8 puntos porcentuales en 2016.**
- ii) **Actualizar los parámetros de largo plazo (PIB tendencial y precio de referencia del cobre):** hasta ahora los parámetros de largo plazo definidos por los expertos en julio de cada año para el Presupuesto del año siguiente se mantenían inalterados para efecto de calcular el BCA. Esto ocurría a pesar de que en julio del año siguiente se contaba con nueva información. El cambio introducido implica modificar el valor de estos parámetros cuando son reestimados por los expertos.

Así por ejemplo, para este año, la norma hasta ahora era calcular el BCA con los parámetros entregados por los expertos en 2014 y no modificar este cálculo con los parámetros entregados este año por los expertos para el Presupuesto 2016. El cambio introducido implica reestimar el BCA de este año incorporando los nuevos parámetros entregados por los expertos. **Esta modificación permite hacer comparables el BCA de 2015 y 2016 ya que asume las mismas estimaciones de PIB tendencial y de precio de referencia del cobre, lo cual es positivo, pero por otra parte, agrega una dosis adicional de variabilidad al cálculo del BCA, lo que hará más complejo el cumplimiento de la meta fiscal.** Sin ir más lejos, para este año, la meta era un déficit estructural de 1,1% del PIB. Sin este cambio metodológico la meta se hubiese cumplido, sin embargo, con el cambio, la meta no se cumple en gran medida debido al ajuste a la baja en los parámetros de largo plazo. Con esto el déficit fiscal se amplió hasta 1,6% del PIB.

Para el próximo año la meta es 1,3% del PIB, pero ¿qué pasará si los parámetros de largo plazo se vuelven a ajustar a la baja? El déficit estructural será mayor. La parte de la historia que queda pendiente es cómo y a qué velocidad se realiza el ajuste en escenarios como este. Este año, asumiendo el cambio metodológico y las proyecciones de Hacienda, el déficit fiscal terminará siendo cerca de 0,5% del PIB mayor a la meta, por lo que se debió haber implementado algún mecanismo de ajuste fiscal (recortes de gasto) para evitar que esto pasara, o al menos para reducir la magnitud del desvío.

**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](http://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.**