

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Presupuesto fiscal 2015 con foco en inversión pública y haciendo uso del FEES

Unidad Chile

- Estimamos menores ingresos fiscales en comparación a lo proyectado por el gobierno, principalmente por diferencias en el escenario macroeconómico. Esto elevaría los déficits efectivos de 2014 y 2015 y las presiones de financiarse con liquidación de activos en dólares. Ya es un hecho incluso reconocido implícitamente por la autoridad, y este año la liquidación de USD sería por entre US\$500 y \$1.300 millones. Para el 2015, estimamos se hará uso del FEES por en torno a US\$2.500 millones.
- A pesar del lento ritmo de ejecución presupuestaria de este año, no descartamos que se termine ejecutando algo más del 100% del Presupuesto. Con una ejecución de 101%, el gasto crecería 7% real anual en el último cuatrimestre y 5,4% en el año con incidencia relevante sobre el PIB de los últimos meses de este año.
- Con el gasto creciendo 8,8% real el próximo año, estimamos que el fisco dispondrá de menores ingresos por el equivalente a US\$1.800 millones respecto de lo previsto en el Informe de Finanzas Públicas, con lo cual el déficit efectivo sería de 2,7% del PIB, en vez del 1,9% del PIB estimado por la autoridad.
- Insistimos: sea cual sea el resultado en 2015, el techo de deuda de US\$ 7,5bn contenido en la Ley de Presupuesto no alcanzaría y se debería incurrir a liquidación de activos.

Con la publicación del Informe de Finanzas Públicas (IFP), el gobierno ha entregado todos los antecedentes necesarios para estimar el impacto macroeconómico del gasto público en lo que queda de 2014 y durante 2015. En dicho informe se revela el detalle sobre el escenario macroeconómico esperado por el Ministerio de Hacienda, el gasto proyectado para 2014 y 2015, y la estimación de activos financieros del Fisco a finales de año, entre otros aspectos. Con esto es posible analizar las implicaciones de las cifras entregadas por la autoridad y los efectos que existirían de concretarse un escenario macroeconómico distinto al presentado por Hacienda (tabla 1).

Tabla 1
Variables macroeconómicas y fiscales para 2014 y 2015

	2014		2015	
	MinHda	BBVA	MinHda	BBVA
Escenario macroeconómico				
PIB (var. anual)	2,1	1,9	3,6	3,1
Demanda interna (var. anual)	-0,1	-0,1	3,9	3,2
IPC (var. prom/prom)	4,2	4,3	3,0	2,9
Tipo de cambio (\$/US)	565	569	585	581
Precio cobre (US/lb)	315	308	312	287
Precio molibdeno (US/lb)	12,5	12,1	13,0	11,2
Escenario fiscal				
Gasto (var. anual)	6,4	5,4	7,8	8,8
Déficit efectivo (% del PIB)	-1,8	-2,1	-1,9	-2,7
Déficit estructural (% del PIB)	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1

Fuente: Dipres, BBVA Research

Mientras el Fisco proyecta un déficit efectivo de 1,8% del PIB en 2014, menores ingresos harían más negativo dicho resultado, aunque atenuado en parte por un menor gasto. Nuestra estimación es de un déficit efectivo de 2,1% del PIB, lo que equivale aproximadamente US\$ 5,5bn. La diferencia radica en menores ingresos por: 1) un escenario macroeconómico menos dinámico que el proyectado por Hacienda, y 2) una menor recaudación de la Reforma Tributaria que la estimada para este año (Dipres: 0,3% del PIB, BBVAe: 0,1% del PIB). Este resultado se compensa en parte dado que vemos con una baja probabilidad que el gobierno cumpla con el gasto proyectado en el IFP, lo cual implicaría una ejecución de 101,9% y una tasa de crecimiento promedio del gasto de 9,3% real anual en el último cuatrimestre del año. A pesar del lento ritmo de ejecución presupuestaria de este año, no descartamos que se termine ejecutando algo más del 100% del Presupuesto. Así, con una ejecución de 101,0%, el gasto crecería 7% real anual en el último cuatrimestre y 5,4% en el año.

Un mayor déficit efectivo en 2014 intensifica la necesidad de liquidar activos para financiar las obligaciones del gobierno. La liquidación de USD el 2014 se ubicaría entre US\$500 y US\$1.300 millones, en tanto el 2015 se liquidarían dólares FEES por en torno a US\$2.500 millones. En el IFP, el gobierno considera para el año una liquidación de activos por un total aproximado de US\$ 3.160 millones, alcanzando así a final de año un cierre de Otros Activos del Tesoro Público (OATP) de US\$ 722. No considera para este año un uso del FEES¹. Sin embargo, en BBVA Research estimamos un mayor déficit efectivo que elevaría la necesidad de liquidar activos en US\$ 730 millones adicionales. Con este monto, el Fisco aún tiene espacio para liquidar sus otros activos sin recurrir a los fondos soberanos el 2014 (tabla 2). Con información a agosto, los OATP alcanzan los US\$ 4.787 millones, y están compuestos en un 72,2% por moneda local y 27,8% por moneda extranjera.

Tabla 2
Fuentes y usos de recursos fiscales 2014 y 2015

	2014		2015	
	IFP	BBVA	IFP	BBVA
Fuentes	7.277	8.008	8.187	10.069
Endeudamiento bruto	4.118	4.118	7500	7500
Venta de activos financieros	3.160	3.891	687	2.569
Usos	7.277	8.008	8.187	10.069
Déficit efectivo	4.759	5.490	5.187	7.069
Amortizaciones regulares	1.079	1.079	2000	2000
Bonos de reconocimiento	1.439	1.439	1000	1000

*Nota: Las cifras están expresadas en dólares utilizando los tipos de cambio del IFP. Algunas cifras están redondeadas.

Fuente: Dipres, BBVA Research

Para 2015 también proyectamos un escenario de menores ingresos efectivos y mayor déficit, como consecuencia de las diferencias con el escenario macro supuesto por Hacienda. Manteniendo como gasto total la cifra contenida en la Ley de Presupuesto (es decir suponiendo un 100% de ejecución), y suponiendo que la Reforma Tributaria recauda el monto estimado de 0,97% del PIB para 2015, un escenario macroeconómico como el supuesto por BBVA Research es consistente con menores ingresos efectivos. Así, con el gasto creciendo 8,8% real el próximo año, estimamos que el fisco dispondrá de menores ingresos por el equivalente a US\$1.800 millones respecto de lo previsto en el IFP, con lo cual el **déficit efectivo sería de 2,7% del PIB, en vez del 1,9% del PIB estimado por la autoridad fiscal.**

Sea cual sea el resultado en 2015, el techo de deuda de US\$ 7,5bn contenido en la Ley de Presupuesto no alcanza, y se deberá incurrir en liquidación de activos. Aún si el déficit fuera de 1,9% del PIB (US\$ 5.187 millones en cifras de Hacienda), la amortización de deuda por US\$ 2.000 millones contemplada para 2015 y el pago de bonos de reconocimiento por US\$ 1.000 millones hacen que escaseen cerca de US\$ 700 millones, los cuales deberían provenir de liquidación de activos. A estas cifras podría

1: Cabe recordar que la ley 20.759 se destinaron US\$ 400 millones de la ley reservada del cobre a gasto relacionado con la reconstrucción en el norte y en Valparaíso. Aunque esta modificación no implica cambios en los ingresos totales, sí repercute en una mayor liquidación de activos dado que, probablemente, por ley reservada dicho monto se habría utilizado para financiar gasto en moneda extranjera (los denominados COSUDENA).

sumarse la eventual capitalización de Codelco por US\$ 1.000 millones, la cuál sería financiada con mayor deuda, y un mayor déficit efectivo por US\$ 1.800 millones que se deduce de nuestro escenario macro, pudiendo totalizar hasta US\$ 3.500 millones de necesidad de fondos adicionales. Si consideramos que una parte significativa de los Otros Activos del Tesoro Público se liquidarán este año, no es descartable que en 2015 se deban usar recursos del FEES para financiar el Presupuesto. **Esta necesidad de liquidación de activos que observamos para el próximo año se suma a la visión contenida de la depreciación del peso por factores externos, y consecuentemente, seguimos viendo la paridad caminando a niveles de \$570 a mediano plazo.**

Los cambios en el escenario macroeconómico no repercuten en la estimación de déficit estructural, por lo que el cumplimiento de la meta no se vería alterada por este aspecto. El objetivo de la regla es precisamente asegurar un déficit fiscal ajustado por el ciclo y un nivel de gasto en función de la meta que no se vea afectado por los cambios cíclicos en la economía. Solo para 2014 vemos un mayor déficit, dado que esperamos una menor recaudación de la Reforma Tributaria para este año. De todas formas, ya hemos mencionado que retrasar marginalmente el cumplimiento de la meta estructural no debería tener mayores costos en términos del costo de la deuda soberana para el país ([Sostenibilidad y regla fiscal en Chile: proyecciones y comparación internacional](#)).

Los riesgos que observamos para 2015 en parte se compensan, y están relacionados a la recaudación de la Reforma Tributaria y a la ejecución del gasto. Gran parte de la mayor recaudación de 0,97% del PIB está asociada a menor evasión y al cierre de algunos *loopholes*, por lo que existen riesgos patentes de que la recaudación por estos conceptos resulte ser menor a lo estimado. Compensando este aspecto, los posibles problemas estructurales que existen en la ejecución del Presupuesto, podrían extender la lenta ejecución de este año al próximo, poniendo en riesgo la ejecución presupuestaria en 2015.

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.