

# Observatorio Económico

## Chile

Santiago, 12 de diciembre de 2011  
Análisis Económico

*Economista Jefe*  
Alejandro Puente  
apuente@bbva.com

Felipe Jaque  
fjaques@bbva.com

Karla Flores  
kfloresm@bbva.com

## Presupuesto 2012 muestra poco avance en reducción de déficit estructural

- **El presupuesto fiscal 2012 aprobado por el Congreso lleva a un déficit efectivo de 0,4% y estructural de 1,5% del PIB**  
Esto se compara con el superávit efectivo estimado por el gobierno de 1,2% y el déficit estructural de 1,6% del PIB en 2011. Preocupa el poco avance a la meta de rebajar el déficit estructural a 1% del PIB en 2014, año en que asume un nuevo gobierno.
- **El presupuesto supone un escenario económico favorable**  
El presupuesto se elaboró bajo un escenario en que la economía chilena muestra una desaceleración en línea con su potencial de largo plazo y un escenario externo relativamente estable.
- **Mayor déficit estructural limita los espacios para un impulso fiscal**  
Si las condiciones globales se deterioran y cae la demanda interna, el gobierno podría impulsar una política fiscal expansiva, pero dado que se inicia con un déficit estructural significativo, tiene menos espacios que en 2008.
- **Sin mayores efectos en el corto plazo, aunque a mediano plazo se presionaría el tipo de cambio y las tasas de interés**  
En el corto plazo, la dinámica del gasto público, dada la desaceleración esperada para el resto de la demanda interna, no generaría mayores presiones inflacionarias, mientras la emisión de deuda será similar a la de este año, con escaso efecto en tasas de interés. Sin embargo, la mantención de un déficit estructural presionaría a una apreciación del tipo de cambio y a tasas de interés algo más altas en el mediano plazo.

## Presupuesto y perspectivas de la política fiscal

En línea con la mayoría de las proyecciones del mercado al momento en que se preparó el presupuesto del sector público para 2012, el escenario económico interno contempla una desaceleración de la actividad hacia su potencial de largo plazo, mientras el escenario externo tendería a estabilizarse, disipándose en parte la incertidumbre en los mercados. En este sentido, tanto el tipo de cambio como el precio de cobre considerado se encuentran en el rango optimista de las proyecciones actuales de los analistas.

Adicionalmente, el presupuesto contempla un descenso de los ingresos reales totales de 1,4% a/a, por el menor precio del cobre para 2012 versus 2011, lo que se verá parcialmente compensado por los mayores impuestos a pagar por las mineras privadas a comienzos del 2012. El resto de los ingresos aumentan levemente, en línea con la moderación en el crecimiento de la actividad económica. Por su parte, los gastos reales crecerían 5,3% a/a respecto del presupuesto ajustado de 2011, lo que estimamos es consistente con una leve subejecución para este año.

Cabe mencionar que tras la extensa discusión del presupuesto en el Congreso, a nivel agregado esto implicará un mayor déficit por cerca de US\$150 millones, algo menor a 0,1% del PIB. Las únicas dos partidas que no fueron aprobadas por el Congreso corresponden al Fondo de Educación por US\$ 4.000 millones y la glosa que permitía la utilización de US\$ 1.100 millones por parte de la CORFO, impidiendo su inversión en instrumentos financieros. De esta manera, el presupuesto fiscal 2012 aprobado implica un déficit efectivo de 0,4% y un déficit estructural de 1,5% del PIB. Esto representa un deterioro importante respecto del superávit efectivo de 1,2% estimado por el gobierno para este año y un casi nulo progreso en la reducción del déficit estructural respecto del 1,6% proyectado por el gobierno para 2011. Así, el mayor esfuerzo de ajuste fiscal para llevar el déficit a la meta de 1,0% se concentraría entre 2013 y 2014, algo que resultará complicado por el ciclo político, ya que corresponde realizar elecciones presidenciales a fines de 2013.

Con todo, estas cifras están en línea con nuestras últimas estimaciones, las que consideran un déficit efectivo de 0,3% del PIB y un déficit estructural de 1,4% del PIB para 2012, considerando un precio del cobre y un crecimiento económico algo menores a los supuestos utilizados por el gobierno, pero un tipo de cambio más elevado.

### La convergencia a un balance estructural sostenible

El gobierno apunta a lograr un déficit estructural de 1% del PIB en 2014. Como hemos mencionado anteriormente, esta meta nos parece poco ambiciosa, ya que en la práctica implica que  $\frac{3}{4}$  del impulso fiscal de 2008-09 se convierte en permanente, lo que limita la posibilidad de aplicar respuestas contracíclicas si se deteriora el panorama internacional. No resulta sorprendente entonces que surja con tanta fuerza el debate sobre una reforma tributaria para aumentar la recaudación.

Por otra parte, si en el futuro disminuyen los ingresos del cobre se requerirá de un ajuste mayor de gastos o impuestos para retornar a una meta de equilibrio fiscal estructural.

### ¿Cuánto espacio deja este presupuesto para un escenario adverso?

En el último tiempo ha aumentado la probabilidad de un escenario externo más adverso, en el que la economía chilena podría verse afectada en una magnitud significativa, aunque menor a la observada en 2009. Bajo este escenario, la política fiscal podría aplicar un estímulo adicional, como en 2009. En esa oportunidad el paquete de estímulo alcanzó a US\$4.000 millones (2,8% del PIB) y se cambió el objetivo de superávit estructural.

En términos de los recursos disponibles, el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y los activos líquidos en el Tesoro Público llegarían en diciembre del 2011 a cerca de US\$24.000 millones, lo que se compara con los casi US\$23.000 millones disponibles a fines del 2008, antes de estallar el episodio de Lehman Brothers.

Sin embargo, previo a la crisis del 2009, el nivel de gasto público a PIB se mantenía bajo el 20%, en términos nominales. Producto del plan de estímulo fiscal aplicado ese año, el gasto llegó al 24% del PIB, nivel en el que se ha mantenido en los últimos dos años. De ser necesaria una nueva respuesta de política económica ante un rebrote de la crisis internacional, el gasto como proporción del PIB volvería a aumentar, obligando a ajustes adicionales en los siguientes periodos. Hacia el mediano plazo, un alza de impuestos sería casi inevitable, ya que cabría esperar un deterioro del déficit estructural del orden de 2% o más del PIB, que sin ajustes en los gastos u otras fuentes de ingresos, debería llevar a un aumento en la carga tributaria.

El deterioro adicional de los ingresos fiscales ante una menor demanda interna y una caída del precio del cobre, hace más adecuado utilizar la política monetaria para hacer frente a un escenario adverso, dada su mayor flexibilidad y espacio de maniobra que implica el estar actualmente cerca del nivel de tasa de interés neutral.

### Gasto público mantendría presión sobre el tipo de cambio

El presupuesto aprobado para 2012 no incorpora un retiro del estímulo fiscal durante el próximo año y, según el Informe de Finanzas Públicas 2012, éste sería solo gradual dado un crecimiento real del gasto promedio entre 2013 y 2015 sería de 3%, algo que tendría que ser gestionado por el próximo gobierno. A pesar de esto, la moderación esperada de la demanda interna y algún efecto del deterioro del escenario global evitarían presiones inflacionarias. Por otro lado, esperamos que se repita la emisión de deuda pública en pesos por el equivalente a US\$ 6 mil millones de los últimos dos años, y en moneda extranjera por US\$ 500 millones. La mantención de la coordinación de la Tesorería con el Banco Central en materia de emisiones determinaría un impacto marginal sobre la estructura de tasas de interés.

Sin embargo, la mantención de un déficit estructural en el mediano plazo implicaría una presión constante sobre el tipo de cambio y no se podrían descartar presiones al alza en las tasas de interés de largo plazo, sobre todo considerando que previo a la crisis la regla fiscal correspondía a una superávit de 0,5% del PIB.

## 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 sujetos 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 (high yield securities) 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.