

22 de febrero, 2021

Chile | Revisión parámetros estructurales, buenos ingresos tributarios y Fondo COVID permitirían nuevo paquete fiscal

Nuevo paquete fiscal de entre 1 pp. y 2 pp. del PIB parece inminente en marzo

La presión por un nuevo retiro de fondos de pensiones aún está presente en parte del Congreso. Si bien el gobierno está avanzando en un acuerdo para concretar la Reforma de Pensiones lo antes posible, consideramos que aquello no eliminaría la presión política del ala de izquierda más revolucionaria para un nuevo tercer retiro de fondos a pesar de que el Tribunal Constitucional ya ha señalado su inconstitucionalidad.

El gobierno cuenta con al menos dos alternativas para financiar un nuevo paquete fiscal de entre 1 pp y 2 pp. del PIB. Por un lado, el precio del cobre referencial para el Balance Cíclicamente Ajustado se revisó en agosto 2020 a USD 2,88/lb. en momentos en que el precio spot se ubicaba en USD 2,8/lb. Sabemos que el precio spot presenta alta correlación con el precio referencial, por lo que un nuevo llamado al Comité de Expertos para determinar el precio referencial llevaría a una relevante revisión al alza de este parámetro que determina el espacio de gasto público. En principio, **si el precio del cobre referencial se revisa a un guarismo en torno a USD 3,3/lb. se abriría un espacio de incremento de gasto de USD 2.000 millones considerando que cada centavo adicional de precio referencial del cobre significa en torno a USD 45 millones extra de recaudación.**

Asimismo, el PIB tendencial fue revisado en momentos en que la economía se encontraba con contracciones interanuales, cuarentenas estrictas y una fuerte caída de la inversión. La situación ha cambiado claramente en estas dimensiones, y las expectativas de consenso ha mejorado persistentemente ubicando el crecimiento del PIB sobre 5%, en tanto nuestra expectativa de expansión del PIB la reafirmamos en “no menos” de 6% para el 2021. **Siendo esta la situación coyuntural, cabe también revisar el PIB tendencial, donde un aumento de 1 pp. en este parámetro significaría un incremento en el espacio de gasto de USD 1.000 millones.**

Entonces, como primera alternativa, tenemos un espacio adicional de gasto condicionado a la revisión de los parámetros referenciales por algo en torno a USD 3.000 millones (superior a 1 pp. del PIB.).

La segunda alternativa, no excluyente de la revisión de los parámetros estructurales anteriores, hace referencia a utilizar parte del abultado nivel de activos del tesoro producto proveniente de una mejora en la recaudación tributaria no cobre, en conjunto con otros factores. En efecto, a diciembre de 2020 el Tesoro Público tiene USD 3.221 millones en Otros Activos, de los cuales USD 2.536 millones están invertidos en pesos, y USD 685 millones en dólares.

Una tercera alternativa para allegar recursos puede ser enmarcado en el Fondo COVID creado el año pasado dentro del marco de entendimiento firmado entre el gobierno y la oposición. Este fondo de emergencia transitorio (Fondo Covid), se creó con el objetivo de financiar programas fiscales para solventar la crisis por un máximo de USD 12.000 millones, de los cuales cerca de un 84% ya se encuentra comprometido, lo que dejaría también un espacio en torno a USD 1.900 millones para nuevos programas de ayuda. **Es decir, el Gobierno cuenta con espacio, incluso sin la revisión de parámetros, para un nuevo paquete fiscal, aunque de tamaño menor al que esperamos se anuncie en marzo.**

Cabe recordar también que el nivel de endeudamiento aprobado para la Ley de Presupuesto 2021 es holgado. Es decir, el gobierno además tiene aprobado un endeudamiento de USD 21.000 millones, de los cuales sólo USD 11.860 se requieren para financiar déficit efectivo y el resto para amortizaciones de deuda (USD 7.600 millones) y otros requerimientos de capital (USD 4.500 millones), lo que resulta relativamente holgado dada la recuperación en la recaudación tributaria no cobre que hemos visto los últimos meses.

La principal dificultad política para implementar un nuevo paquete fiscal sería el marco de entendimiento firmado entre el gobierno y la oposición (14 de junio), donde entre otros se definió el monto del presupuesto 2021 (crecimiento real del gasto nulo en 2021) y se acordó el tamaño del impulso fiscal que se aplicaría en 2021, todo esto con el objetivo de dar certezas sobre la convergencia fiscal a mediano plazo y evitar alcanzar una senda de endeudamiento excesivo. **Sin embargo, hay recursos disponibles que no implican romper este marco de entendimiento, por ejemplo los recursos disponibles del Fondo Covid, en complemento con el uso de otros activos.**

Con todo la situación económica y social actual, donde se comienza a hablar de un tercer retiro de fondos previsionales, el bajo dinamismo en la creación de empleo y una muy posible tercera ola de contagios post-vacaciones, podrían abrir espacio para un nuevo impulso fiscal adicional de carácter transitorio, financiado ya sea con el Fondo Covid, otros activos del tesoro público y/o revisión de parámetros estructurales.

Efecto de mercado: alza de tasas, mayor apreciación del peso y cierta presión inflacionaria sobre servicios, pero un BC aun manteniendo un sesgo altamente estimulativo hasta el 3T21

De concretarse nuestro call de un nuevo paquete fiscal que permita una mejor transición ante la aún ausente recuperación de ingresos laborales en los hogares más afectados, esperamos efectos apreciativos adicionales sobre el peso y nuevos aumentos en las tasas de interés cortas y largas nominales. Con la recuperación en los ingresos de los hogares, sumado a un proceso gradual de menores restricciones de movilidad, se daría un mayor impulso al sector servicios, lo que añadiría presiones inflacionarias a mediano plazo.

El Banco Central aún tendría espacio para mantener el discurso estimulativo ante la relevante brecha en la creación de empleo de calidad. Sin embargo, el reciente aumento en la inflación, si bien es de carácter eminentemente transitorio, comenzaría a incomodar al BC hacia mediados de año, especialmente si se concreta un nuevo paquete fiscal y la inflación no cede como esperamos en nuestro escenario base. En ese contexto, si bien no anticipamos cambios en el *forward guidance* del BC en el corto plazo, podríamos observar reflexiones algo más *hawkish* en los comunicados por parte de la autoridad monetaria en un escenario donde la economía comience a mostrar cifras de crecimiento que podrían incluso ubicarse sobre lo proyectado en su escenario base. En efecto, el rápido proceso de vacunación que permitiría mayor concreción de inversión pública y privada hacia el segundo semestre, el alto precio del cobre y cierta mayor calma social serían ingredientes que podrían poner “nervioso” al BC hacia el tercer trimestre.

Todo lo anterior en un “ambiente social” algo menos tenso, dado el apoyo directo y focalizado a los hogares de menos ingresos del nuevo paquete fiscal, sería propicio para una recuperación relevante en los castigos que tienen los activos chilenos. Coronando este eventual ambiente de mayor calma, estaría una no descartable sorpresa de la elección de Constituyentes de abril 11, donde una elección de Constituyentes similar a la participación política del congreso podría generar nuevos descansos e incluso retrocesos en la incertidumbre política.

CONTACTS**Jorge Selaive | Chief Economist**

jorge.selaive@scotiabank.cl

Waldo Riveras

waldo.riveras@scotiabank.cl

Carlos Muñoz Cárcamocarlos.munoz@scotiabank.cl

DISCLAIMER

This report has been prepared by Scotiabank Economics as a resource for the clients of Scotiabank. Opinions, estimates and projections contained herein are our own as of the date hereof and are subject to change without notice. The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy or completeness. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, employees or affiliates accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

These reports are provided to you for informational purposes only. This report is not, and is not constructed as, an offer to sell or solicitation of any offer to buy any financial instrument, nor shall this report be construed as an opinion as to whether you should enter into any swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. The information contained in this report is not intended to be, and does not constitute, a recommendation of a swap or trading strategy involving a swap within the meaning of U.S. Commodity Futures Trading Commission Regulation 23.434 and Appendix A thereto. This material is not intended to be individually tailored to your needs or characteristics and should not be viewed as a “call to action” or suggestion that you enter into a swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed this report and may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this report.

Scotiabank, its affiliates and any of their respective officers, directors and employees may from time to time take positions in currencies, act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to securities or related derivatives. As a result of these actions, Scotiabank may receive remuneration. All Scotiabank products and services are subject to the terms of applicable agreements and local regulations. Officers, directors and employees of Scotiabank and its affiliates may serve as directors of corporations.

Any securities discussed in this report may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate any issuer and security discussed in this report, and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment.

This report and all information, opinions and conclusions contained in it are protected by copyright. This information may not be reproduced without the prior express written consent of Scotiabank.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable.

Scotiabank, together with “Global Banking and Markets”, is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate.
