

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Ejecución fiscal se ralentiza en julio en un contexto de caída en los ingresos fiscales. Liquidación de USD sería un hecho el 4T14

Unidad Chile

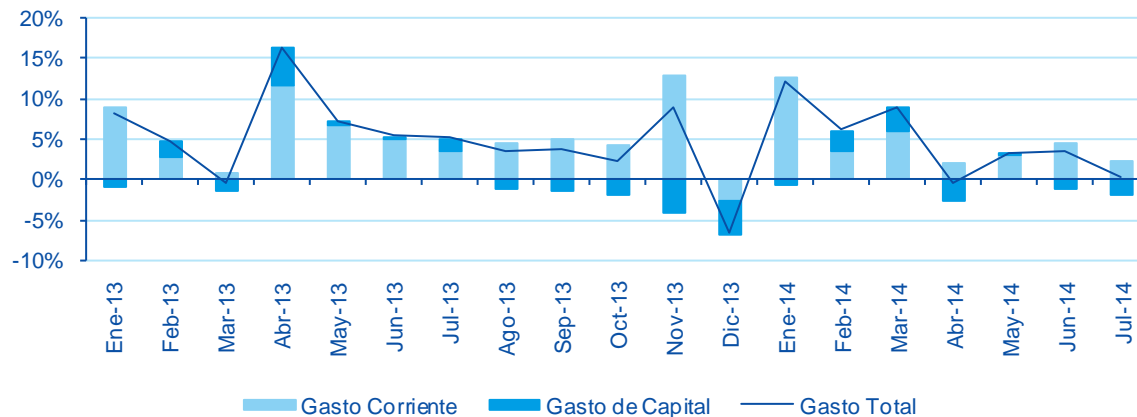
¿Y dónde está la ejecución? El Ministro de Hacienda ha reafirmado el compromiso por ejecutar todo el presupuesto, lo que ha sido bienvenido por analistas y políticos. Sin embargo, con las cifras reveladas hoy por la Dirección de Presupuestos a julio recién pasado el gasto en capital cayó 12,3% a/a y la ejecución total no dista materialmente de la realizada por el gobierno anterior a la misma fecha del año pasado. Abajo algunas implicancias de la modesta ejecución fiscal, particularmente en inversión pública:

**1. La ejecución de julio y el cambio del escenario macroeconómico anticipan un ajuste a la baja en la proyección de ingresos fiscales.** Los ingresos totales en julio cayeron 11,2% a/a, acumulando al séptimo mes una disminución de 1,8% a/a. Aunque la principal incidencia en la caída del acumulado sigue recayendo en los menores ingresos relacionados al cobre, con una variación negativa aproximada de 18% a/a, en el mes de julio la tributación de los contribuyentes no mineros cayó 9% a/a, lo que debe estar explicado por una menor recaudación de los impuestos indirectos (IVA, específicos, etc.), determinados por el deterioro de las condiciones macroeconómicas. Así, la última proyección entregada en julio por el gobierno de una caída anual de los ingresos de 0,4% debiese tener una actualización a la baja. Es más, si se realiza el supuesto exigente de que los ingresos caerán al mismo ritmo que julio los últimos cinco meses del año, el resultado son menores ingresos por US\$1.000 millones respecto de la última proyección oficial. Por supuesto, las proyecciones para el año se verán modificadas al momento de aprobarse la reforma tributaria.

**2. Gasto público creció un pobre 0,3% a/a real en julio, acumulando en el año un incremento de 4,6%.** La ejecución fiscal decepciona en julio y se pone cuesta arriba el compromiso del gobierno de ejecutar el 100% del Presupuesto, especialmente en lo que se refiere al gasto en inversión pública. En efecto, el **gasto en capital (inversión pública) cayó 12,3% a/a real en julio y acumula en el año un retroceso de 1,2%**. Por su parte, el gasto corriente moderó su crecimiento, aumentando 2,7% real en julio y acumulando en año un incremento de 5,6% (ver gráfico 1).

Gráfico 1

## Incidencias mensuales crecimiento del gasto corriente y de capital en el total (var. real a/a, %)



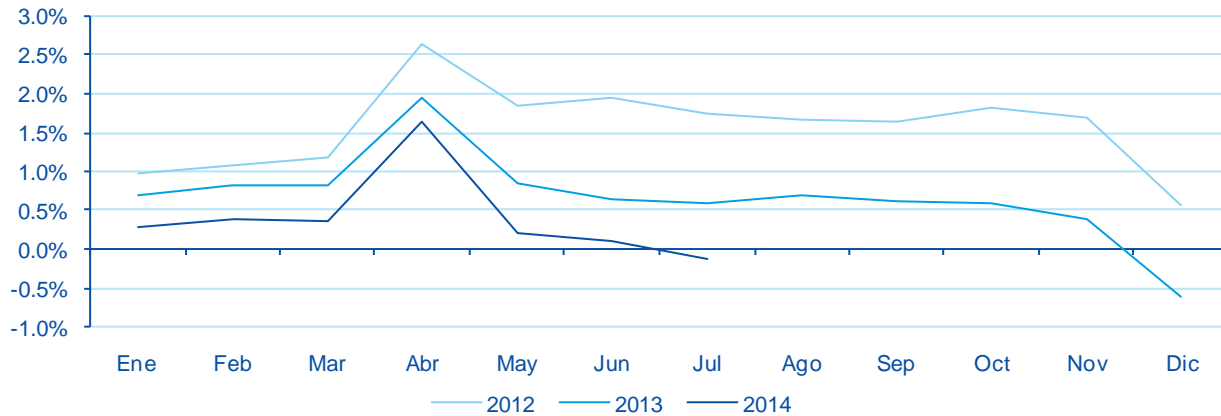
Fuente: Dipres, BBVA Research

**3. La ejecución del mes de julio equivale a 8,1% del Presupuesto del año, idéntica cifra a la ejecutada en el mismo mes del año pasado.** En el año, se ha ejecutado un 53,6% del Presupuesto, cifra que no dista mayormente del 52,2% acumulado en igual mes del año anterior, cuando se terminó ejecutando solo un 96,2% del Presupuesto. **El compromiso de ejecutar el 100% del Presupuesto este año requiere un potente estímulo fiscal en agosto-diciembre, meses en los que el gasto debería crecer alrededor de 9% real para alcanzar el objetivo que se planteó la autoridad.**

**4. Este bajo nivel de gasto en nada contribuye a dinamizar la demanda interna e incrementa en el margen la probabilidad de un registro de Imacec negativo en julio (BBVAe: -0,1% a/a).** Esperamos que, por el contrario, las cifras de actividad de agosto a diciembre reciban alguna ayuda de este componente del gasto.

**5. El balance fiscal efectivo acumulado a julio equivale a -0,1% del PIB, cifra que se compara con un +0,6% del PIB a igual mes del año pasado (ver gráfico 2).** De esta forma, **esperamos que al cierre de año las cuentas fiscales registren un déficit en torno a 2,3% del PIB, alrededor de US\$ 6.000 millones.**

Gráfico 2

**Déficit fiscal acumulado como porcentaje del PIB**

Fuente: Dipres, BBVA Research

**6. Se viene una liquidación de dólares sí o sí, cuyo *timing* probablemente sea el 4T14.** Respecto a las necesidades de financiamiento del Fisco, los US\$ 6.000 millones están financiados con el espacio de deuda autorizados por la Ley de Presupuesto. Sin embargo, a esto debemos sumar US\$ 1.000 millones de vencimientos, que deberían financiarse vía liquidación de activos en el escenario base. **En un escenario de riesgo, en el cual la demanda interna no se recupera de manera relevante en 4T14, veríamos que las necesidades de liquidación de activos se incrementarían hasta los US\$ 2.000 millones de dólares.**

**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 (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.**