

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

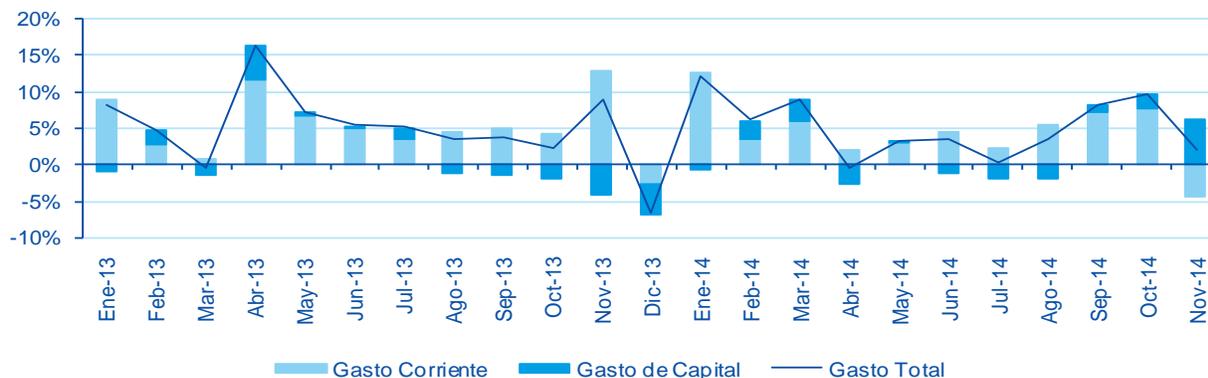
# Menor crecimiento del gasto fiscal en noviembre no pondría en riesgo compromiso de ejecución del gobierno

Unidad Chile

- Bajo crecimiento del gasto público en noviembre (2,0% a/a), muy explicado por la base de comparación 2013, no pondría en riesgo compromiso de gobierno para 2014.
- Corregimos levemente a la baja el déficit fiscal efectivo para 2014 a 1,7% del PIB principalmente por mayores ingresos, y estimamos que la liquidación de activos habría sido relevante durante diciembre.

**Sorprendente bajo crecimiento del gasto en noviembre, muy explicado por bases de comparación y con una fuerte diferenciación en composición.** Después de dos meses con crecimientos anuales del gasto en torno a 9%, el crecimiento de noviembre fue solo 2% a/a, la más baja desde julio. Sin embargo, el análisis de esta cifra debe darse en dos dimensiones. La primera es que noviembre fue uno de los meses con mayor crecimiento anual en 2013 (9,0%), solo superado por abril. Eso explica gran parte del menor dinamismo en el crecimiento del gasto este año. Como segundo aspecto, este es el primer mes en mucho tiempo donde el gasto de capital posee la mayor incidencia en el crecimiento del gasto total, y el gasto corriente presenta una incidencia negativa (gráfico 1). Nuevamente, esto se asocia en parte a las bases de comparación, con un crecimiento muy alto en noviembre 2013 en compra de bienes y servicios de consumo que no se repiten en 2014, y con caídas en inversión y transferencias de capital que se revierten con fuerza para este año. Cabe mencionar que el principal responsable del aumento del gasto en capital en noviembre fueron las transferencias de capital, componente de la inversión pública que en general es de más fácil ejecución porque en su mayoría corresponde a traspasos de recursos a los gobiernos regionales para proyectos que se concretarán en meses posteriores.

Gráfico 1

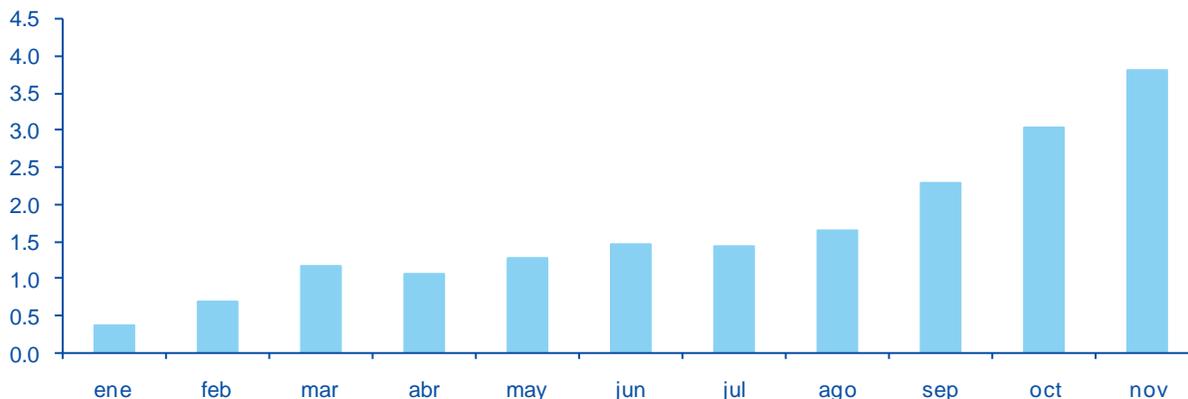
**Incidencias mensuales crecimiento del gasto corriente y de capital en el total (var. real a/a, %)**


Fuente: Dipres, BBVA Research

**A pesar del bajo crecimiento en noviembre, el ritmo de ejecución sigue haciendo factible el cumplimiento del gasto comprometido por el gobierno.** En noviembre se ejecutó un 8,7% del presupuesto anual (7,9% en noviembre de 2013), mayor al 8,4% de octubre, acumulando 87,1%. Con estas cifras, el ritmo de ejecución se sigue acelerando en comparación a 2013 (gráfico 2), y para encontrar cifras similares hay que remontarse hasta 2010, donde a noviembre la ejecución del gasto total alcanzaba 88,2%. Para alcanzar el nivel de gasto comprometido por el gobierno, equivalente a una sobreejecución de 102%, el crecimiento del gasto en diciembre debe ser entre 13%-14%, cifra que se ve posible dada la baja base de comparación que representa diciembre 2013. Por último, en lo referente a la ejecución de inversión pública, las transferencias de capital ya alcanzan un 96,7% de ejecución, y la suma de este componente más inversión alcanza 82,4%, superior a la de los últimos cuatro años, por lo que estimamos bastante probable una ejecución de 100% en ejecución del total de inversión pública, compuesto por una sobreejecución de transferencias de capital y una subejecución del componente inversión.

Gráfico 2

**Diferencia en ejecución acumulada gasto presupuestario entre 2014 y 2013 (pp)**



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Ingresos del gobierno crecen 9,6% real en noviembre, acumulando un 0,6% en el año.** La reforma tributaria sigue apuntalando los ingresos tributarios en este último trimestre, siendo estos los de mayor incidencia en el crecimiento total de los ingresos. A pesar de lo anterior, los ingresos tributarios de la gran minería privada cayeron levemente (-3,3%), lo que puede estar asociado al menor precio del cobre. Por otra parte, por segundo mes consecutivo los ingresos que aporta Codelco muestran una variación positiva (34,4%), lo que puede estar asociado a un aumento en el *quantum* de ventas. Por último, solo al cierre del año 2014 podremos evaluar si los mayores ingresos por la Reforma Tributaria alcanzan el 0,3% del PIB indicado por el gobierno, pero hasta el momento los ingresos han ganado en dinamismo en esta última parte del año.

Con las cifras de ejecución a noviembre, y en especial dado el crecimiento exhibido por los ingresos fiscales, estimamos que el déficit efectivo 2014 será de 1,7% del PIB, en vez del 1,9% proyectado con anterioridad (gráfico 3). Esto reduciría la liquidación de activos que evaluábamos necesaria para financiar el déficit, acercándose más a lo que el gobierno proyectó en el Informe de Finanzas Públicas (IFP). En noviembre el fisco habría liquidado US\$ 465 millones de sus activos en moneda extranjera. Al cierre de ese mes los Otros Activos del Tesoro Público cerraron en US\$ 5.137 millones, lejos de los US\$ 722 millones proyectados al cierre de 2014 en el IFP, por lo que estimamos se realizó una liquidación importante de activos –mayormente en pesos- en el último mes del año.

Gráfico 3  
Déficit fiscal acumulado como porcentaje del PIB



Fuente: Dipres, BBVA Research

**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.**