

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Gobierno logra su primer objetivo de recaudación de 0,3% del PIB (USD 840 millones) vinculado a la Reforma Tributaria, y ejecuta 101,2% del gasto presupuestario

Unidad Chile

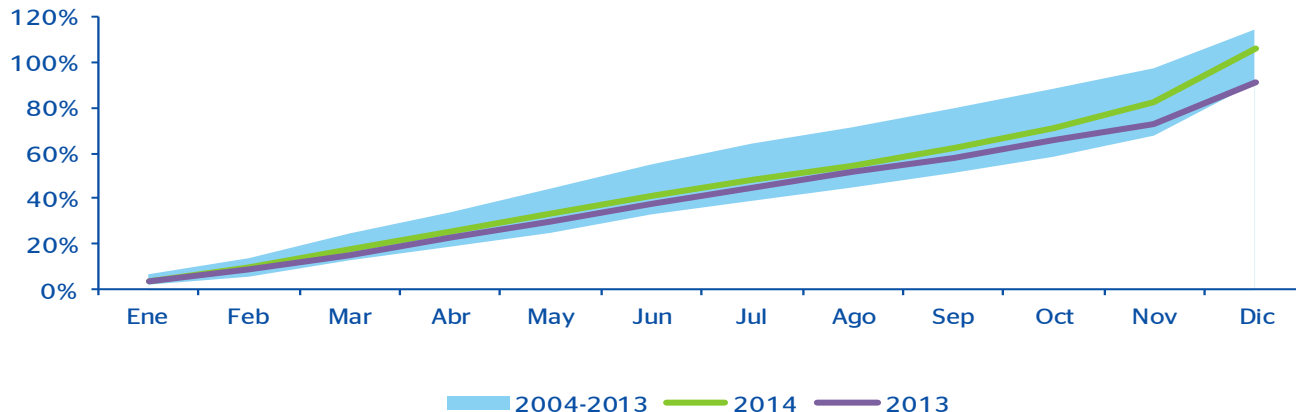
- El informe financiero de la Reforma Tributaria estimaba una mayor recaudación de 0,3% del PIB para 2014, lo que se corrobora al conocerse las cifras de cierre de año. Esto entrega un primer voto de confianza a la capacidad del gobierno de recaudar 3% del PIB hacia 2018.
- El gasto público creció 15,6% a/a en diciembre, con un componente de inversión pública total creciendo 21,4%. Se reafirma nuestra proyección de Imacec sobre 2% a/a en diciembre.
- Se revierten tres años consecutivos de subejecución del presupuesto, y déficit fiscal termina en 1,6% del PIB (déficit estructural de 0,5% del PIB), muy en línea con nuestra proyección de 1,7% del PIB.

**La Reforma Tributaria (RT) comienza con buen pie. Los ingresos del gobierno central total cierran 2014 con un incremento de 1,5% real impulsados por la recaudación de IVA.** Caída de ingresos proveniente de la minería (privada y Codelco) fue contrarrestada por un incremento de 2,8% real en la tributación de los contribuyentes no mineros. Dentro de esta última destaca por su incidencia el aumento de la recaudación por IVA (+4,1% real) en un escenario de bajo crecimiento del consumo privado y de caída de la demanda interna. Los motivos tras este incremento no son del todo claros, pero factores como la implementación de la factura electrónica, la mayor fiscalización y la implementación de la reforma tributaria aparecen como potenciales candidatos. En tanto, la tributación por impuesto a la renta de los contribuyentes no mineros cerró el año con una caída de 1% real.

**El sello del ministro Arenas, ex Director de Presupuestos, regresa en gloria y majestad. El gasto público creció 6,5% real en 2014 y revierte tres años consecutivos de subejecución del presupuesto.** Ejecución del gasto presupuestario totalizó 101,2%, muy por sobre el 96,7% promedio de los tres años previos. La principal diferencia se registró en gasto de capital donde se ejecutó 106% del gasto aprobado en la Ley, muy por sobre el 92,9% de ejecución promedio en los últimos tres años y, por cierto, del 90,8% ejecutado en 2013 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1

Ejecución del gasto en capital (% de la Ley aprobada)

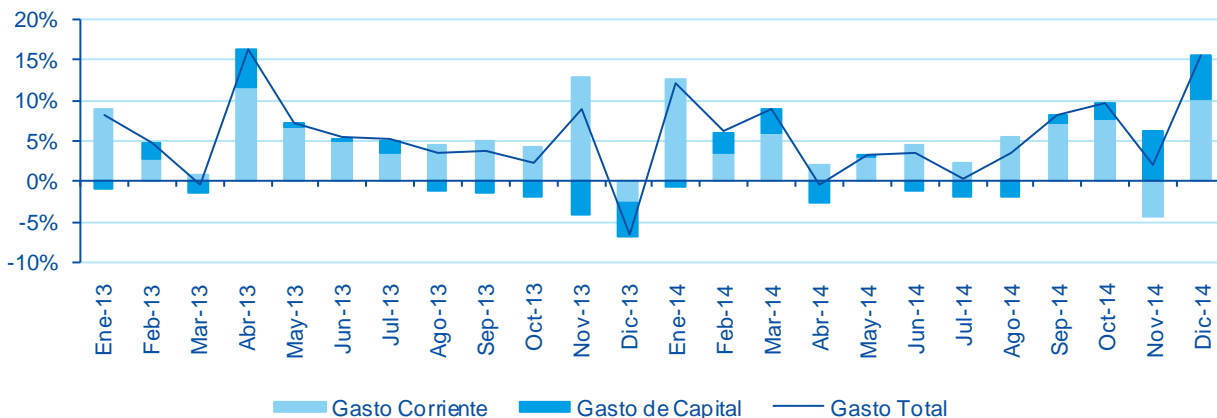


Fuente: Dipres, BBVA Research

**Gasto público creció 15,6% real anual en diciembre, tras relevante incremento del gasto en capital, lo que será parte del Imacec sobre 2% a/a de diciembre.** Como se observa en el Gráfico 2, el gasto en capital contribuyó con más de un tercio del crecimiento del gasto total del mes de diciembre, tras aumentar 21,4% real anual, completando cuatro meses consecutivos de alzas. Por su parte, el gasto corriente creció 13,6% real anual.

Gráfico 2

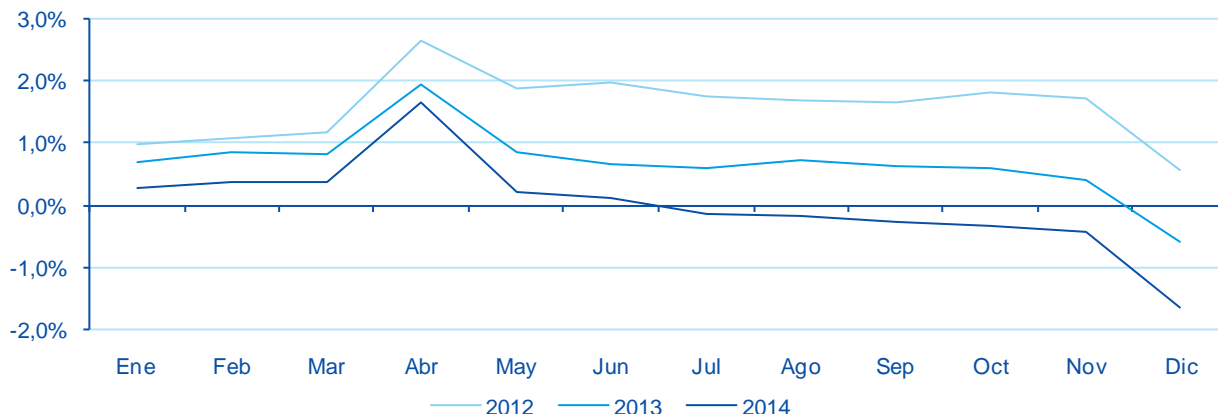
Crecimiento interanual del gasto público (% var. a/a)



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Año 2014 finalizó con déficit fiscal efectivo de 1,6% del PIB y déficit estructural de 0,5% del PIB, en línea con nuestras proyecciones de 1,7% y 0,6% del PIB, respectivamente.** Situación fiscal efectiva mantiene tendencia al deterioro iniciada el año 2012 y registra segundo año de déficit (Gráfico 3). Nuestras estimaciones indican que 2015 cerraría con un déficit de 2,7% del PIB y que la situación deficitaria se mantendría más allá del Presupuesto del año 2018, aún en un escenario de convergencia del balance estructural al equilibrio, como el propuesto por el gobierno, y a pesar de la mayor recaudación tributaria proveniente de la RT.

Gráfico 3

**Balance fiscal acumulado en el año (% del PIB)**

Fuente: Dipres, BBVA Research

**La liquidación de USD aún no se concreta. Fondos soberanos registran cambios leves en el último mes del año. Liquidación de activos fue menor a la prevista como consecuencia de la mayor recaudación tributaria.** El único cambio relevante que registran las estadísticas de los fondos soberanos corresponde a una reducción de US\$ 1.274 millones en los Otros Activos del Tesoro en pesos, parcialmente contrarrestados por un incremento de US\$ 914 millones en los activos en dólares.

### *¿Cuánto aumentó la recaudación en 4T14 por la aprobación de la Reforma Tributaria?*

**Hoy es posible tener el primer termómetro de la recaudación de la Reforma Tributaria (RT). La discusión fue intensa hace unos meses sobre la capacidad del gobierno de recaudar 3% del PIB hacia 2018 en un escenario de desaceleración.** Las estimaciones del informe financiero de la RT indicaban que la recaudación aumentaría ya al siguiente mes de aprobada la ley. Los aumentos de impuesto que se empezaron a aplicar a partir de octubre de 2014 fueron: 1) la mayor tasa de impuesto a los alcoholes y bebidas alcohólicas azucaradas, 2) cambio de impuesto a los cigarrillos y 3) aumento en las tasas de PPM, por aumento en el impuesto de primera categoría. A lo anterior se suma un aumento en recaudación por menor evasión y elusión por mayor fiscalización del SII. Todos estos elementos implicarían, según estimaciones de gobierno, un aumento en la recaudación equivalente a aproximadamente 0,3% del PIB. **¿Se cumplieron dichas estimaciones?**

Antes de cualquier análisis, vale la pena mencionar que no es posible aislar de forma perfecta el real impacto de la RT en la recaudación. Por lo tanto, aquí proponemos dos maneras de acercarnos a dicho resultado.

Como primera aproximación, realizamos una comparación entre la proyección de ingresos tributarios totales entregada por el gobierno en el Informe de Finanzas Públicas (IFP) de octubre y los datos efectivos (ver Tabla 1). Lo proyectado en el IFP ya introducía los efectos de la RT, pero fue elaborado con supuestos macroeconómicos más optimistas a lo que finalmente se dio para el año.

¿Qué debiésemos haber esperado? Que lo efectivo estuviera por debajo de lo proyectado, principalmente por el deterioro de las variables macroeconómicas, independiente de lo que ocurriera con la RT. ¿Qué dicen las cifras? Que la recaudación fue mayor a lo proyectado en el IFP. Y, como se observa, las principales incidencias

de esta diferencia están en los impuestos que se ven afectados por la RT, es decir, renta, IVA y otros impuestos. Este ya es un primer indicio de que la RT cumplió con las expectativas de recaudación del gobierno para 2014.

Tabla 1

**Comparación recaudación tributaria 2014 entre IFP vs. efectivo**

	(1) IFP	(2) Efectivo 2014	Dif. (2)-(1)	Dif. como % del PIB	Incidencia dif.
<b>1. Impuestos a la Renta</b>	<b>9.247.974</b>	<b>9.280.179</b>	<b>32.205</b>	<b>0,02%</b>	<b>14,8%</b>
Minería Privada	1.457.061	1.421.325	-35.736	-0,02%	-16,5%
Resto Contribuyentes	7.790.913	7.858.853	67.940	0,05%	31,3%
<b>2. Impuesto al Valor Agregado</b>	<b>12.029.889</b>	<b>12.133.710</b>	<b>103.821</b>	<b>0,07%</b>	<b>47,8%</b>
<b>3. Impuestos a Productos Específicos</b>	<b>2.205.280</b>	<b>2.224.209</b>	<b>18.929</b>	<b>0,01%</b>	<b>8,7%</b>
Tabacos, Cigarros y Cigarrillos	899.888	856.595	-43.293	-0,03%	-19,9%
Combustibles	1.300.707	1.361.724	61.017	0,04%	28,1%
Derechos extracción pesca	4.685	5.890	1.205	0,00%	0,6%
<b>4. Impuestos a los Actos Jurídicos</b>	<b>256.937</b>	<b>273.559</b>	<b>16.622</b>	<b>0,01%</b>	<b>7,7%</b>
<b>5. Impuestos al Comercio Exterior</b>	<b>323.337</b>	<b>337.839</b>	<b>14.502</b>	<b>0,01%</b>	<b>6,7%</b>
<b>6. Otros</b>	<b>204.428</b>	<b>235.560</b>	<b>31.132</b>	<b>0,02%</b>	<b>14,3%</b>
<b>INGRESOS NETOS POR IMPUESTOS</b>	<b>24.267.846</b>	<b>24.485.056</b>	<b>217.210</b>	<b>0,15%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Dipres, BBVA Research

Como segunda forma de aproximarse, realizamos una estimación de cuánto habría sido la recaudación impositiva sin RT en el cuarto trimestre. Para esto, utilizamos solo la información de ejecución hasta septiembre (último mes sin RT), y proyectamos el total de ingresos tributarios correspondientes a las variables macroeconómicas efectivas para el año pasado<sup>1</sup>. Así, el impacto de la RT es la diferencia entre nuestra estimación de ingresos sin RT y los resultados efectivos.

El Gráfico 4 incluye una trayectoria trimestral, donde 4T14 es nuestra estimación sin RT, y la diferencia con lo efectivo es la recaudación por RT. Dicha diferencia, según nuestros cálculos, equivale a 0,3% del PIB, igual porcentaje a lo estimado por el gobierno en el informe financiero de la RT.

<sup>1</sup> El crecimiento estimado para 2014 que utilizamos fue 1,7%, y una demanda interna cayendo 0,8%. El resto de variables, como tipo de cambio o precio del cobre, ya son efectivas, y fueron rescatadas de las bases de datos del Banco Central y Cochilco.

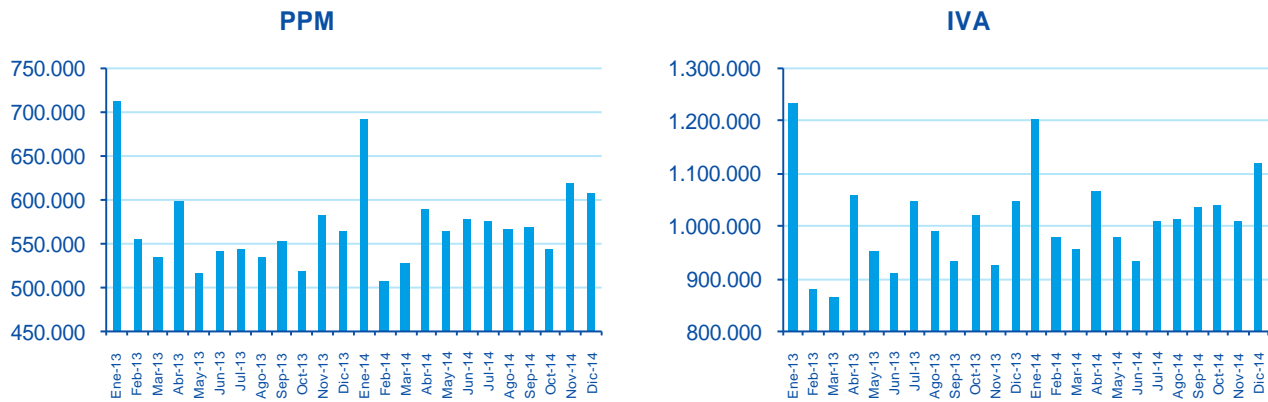
Gráfico 4  
**Recaudación 2013T1 – 2014T4 (millones de pesos de diciembre 2014)**



Fuente: Dipres, BBVA Research

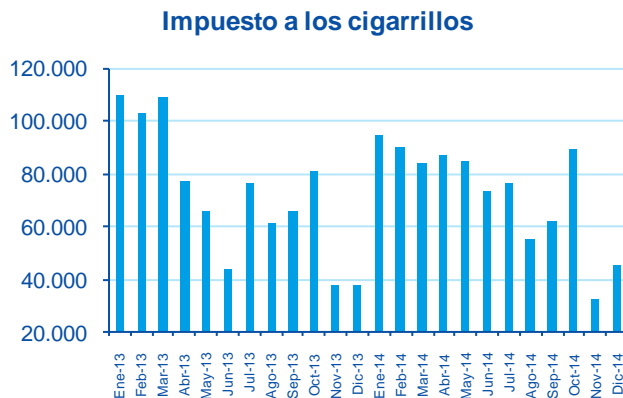
Como indicamos anteriormente, estas aproximaciones adolecen en ciertos aspectos, ya que no son limpias de errores de proyección ni de otros aspectos que puedan estar explicando la mayor recaudación<sup>2</sup>. Sin embargo, un análisis por tipo de impuesto como el que muestra el gráfico 5, permite observar si hubo cambios en el comportamiento de las series con la implementación de la RT<sup>3</sup>.

Gráfico 5  
**Comportamiento de los PPM, el IVA y el impuesto a los cigarrillos Enero 2013 – Diciembre 2014 (millones de pesos de diciembre 2014)**



<sup>2</sup> Por ejemplo, la dinámica del Mepco y las variaciones en el precio internacional del petróleo parecen haberle entregado una mayor recaudación en impuesto a los combustibles al fisco, aunque dicho monto no alcanza a ser significativo al explicar la diferencia de 0,3% del PIB encontrada en nuestro cálculo.

<sup>3</sup> Solo no se grafican los Otros impuestos, por su alta volatilidad.



Fuente: Dipres, BBVA Research

En el caso de los PPM, el cambio en la serie es notorio para los últimos dos meses del año. Para el IVA, el cambio ocurre principalmente en diciembre. **Ambos ratifican la mayor recaudación proveniente de la RT.** Lo más destacable es lo que ocurre con cigarrillos, donde la serie no repunta a pesar del aumento en la tasa impositiva. Por lo tanto, tanto PPM como IVA están contribuyendo a la mayor recaudación por RT, pero el impuesto a los cigarrillos no ha contribuido a una mayor recaudación.

**Si bien no es garantía del logro de recaudación de 3% del PIB hacia el año 2018, con estas cifras el gobierno debiese estar muy satisfecho, dado que comienza con el pie derecho la mayor recaudación por RT.**

**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.**