

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Gasto fiscal se siente: efectos en empleo, tipo de cambio e inversión

Unidad Chile

- La Reforma Tributaria sostiene el crecimiento de los ingresos fiscales totales, en un contexto de desaceleración y caída del precio del cobre.
- En momentos en que el tipo de cambio se ubicaba en torno a \$640, el Fisco habría liquidado USD 490 millones en dólares para financiar el déficit efectivo del mes.
- La ejecución del gasto fiscal alcanzó 21,9%, lo que confirma la posibilidad de una ejecución de 100% o superior para este año. Nos encaminaríamos a un déficit efectivo cercano a 3% del PIB.
- La inversión pública habría contribuido a la creación de 259 mil empleos el primer trimestre (+18% respecto a 1T14), en tanto algunos programas de empleo con apoyo fiscal presentan crecimientos cercanos a 30%. Esto contribuye a explicar parte de la resiliencia en la destrucción de empleo ante un magro crecimiento como el observado en los últimos trimestres.

Ejecución de ingresos y gastos

Se confirman nuestras sospechas: los impuestos afectados por la Reforma Tributaria (RT) sostienen, prácticamente, el crecimiento de los ingresos fiscales totales (4,3% a/a). Al tener el detalle de cada impuesto, es posible detectar que la suma de PPMs, IVA e impuesto a los cigarrillos explican casi el 70% del aumento en recaudación tributaria en el primer trimestre. Estos tres son los principales impuestos afectos directa o indirectamente a la RT hasta marzo del presente año. Los PPM aumentan por la mayor tasa de Primera Categoría que pagaron las empresas en la Operación Renta (de 20% a 21%), la recaudación IVA aumenta por las alzas en tasas de los impuestos a productos específicos (como las bebidas alcohólicas) y por la menor evasión (donde gran parte, de acuerdo a Dipres, también está siendo explicado por la implementación de factura electrónica) y los cigarrillos por el alza en la tasa materializada en octubre pasado). Finalmente, teniendo presente que los ingresos tributarios son los que poseen una incidencia determinante en el aumento de los ingresos totales, no es irresponsable afirmar que es la RT la que sostiene a los ingresos fiscales, en el actual escenario de desaceleración y de caída del precio del cobre.

¿Qué hubiese ocurrido con los ingresos fiscales sin Reforma Tributaria? Dada la acentuada caída de los ingresos relacionados al cobre, probablemente los ingresos totales también habrían caído. La caída de los traspasos de Codelco (Cobre bruto), aunque explicada en parte por una alta base de comparación generada en marzo 2014, también obedece al retroceso en el precio del cobre observada durante el primer trimestre, e incluso podría estar reflejando una disminución en los márgenes asociada a costos. Los ingresos de la minería privada caen principalmente por menores remesas (menor impuesto adicional) y menor PPM del impuesto específico (menor precio del cobre), pero los PPM asociados a Primera Categoría suben, lo cual, nuevamente, es por el efecto de la RT.

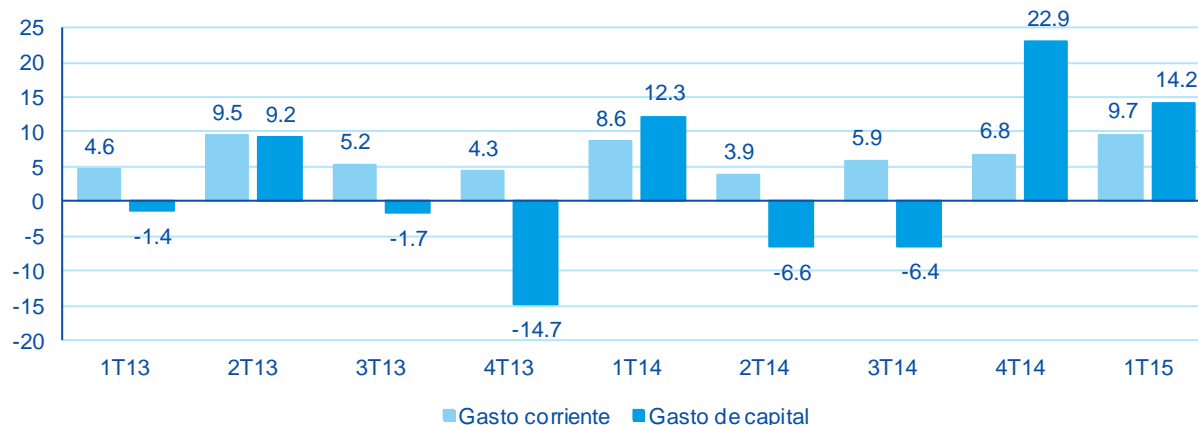
Por otra parte, los impuestos no mineros, asociados a la actividad económica habrían mostrado aumentos más acotados sin alzas en las tasas por Reforma Tributaria. Por ejemplo, el IVA creció 4,6% en 1T15, aumento menor al 5,3% de 1T14, evidencia del deterioro macroeconómico observado en el último tiempo. Así, aunque no es posible afirmarlo con total certeza, no es descartable la posibilidad de que, sin ajustes en tasas impositivas relacionadas a la Reforma aprobada en septiembre pasado, los ingresos fiscales hubiesen tenido un crecimiento nulo o negativo.

Con todo, aún no podemos establecer con certeza la efectividad recaudadora de la Reforma Tributaria, la cual tendrá su primera evaluación exigente en la Operación Renta 2015. Al respecto, no tendremos resultados antes de junio.

Se confirma fuerte incremento del gasto público en 1T15 y un elevado dinamismo de la inversión pública. Gasto del gobierno central total creció 10,3% real anual, con un aumento de 9,7% real anual en el gasto corriente y de 14,2% en el gasto de capital o inversión pública. Esperamos que el dinamismo del gasto público se mantenga en el transcurso del año y que las tasas de crecimiento de la inversión pública se aceleren en los próximos trimestres. Con todo, proyectamos que el gasto público total crecerá cerca de 8% real este año.

Ejecución del gasto presupuestario alcanzó 21,9% del Presupuesto, lo que confirma posibilidad de ejecutar 100% o más este año. Avance de la ejecución se compara favorablemente con los últimos años, incluso con el avance de 2014 cuando se terminó ejecutando un 101,2% del gasto presupuestario. Por componente del gasto, la ejecución del gasto corriente supera al de igual trimestre del año anterior, mientras que en la inversión pública la ejecución es menor (gráfico 1).

Gráfico 1

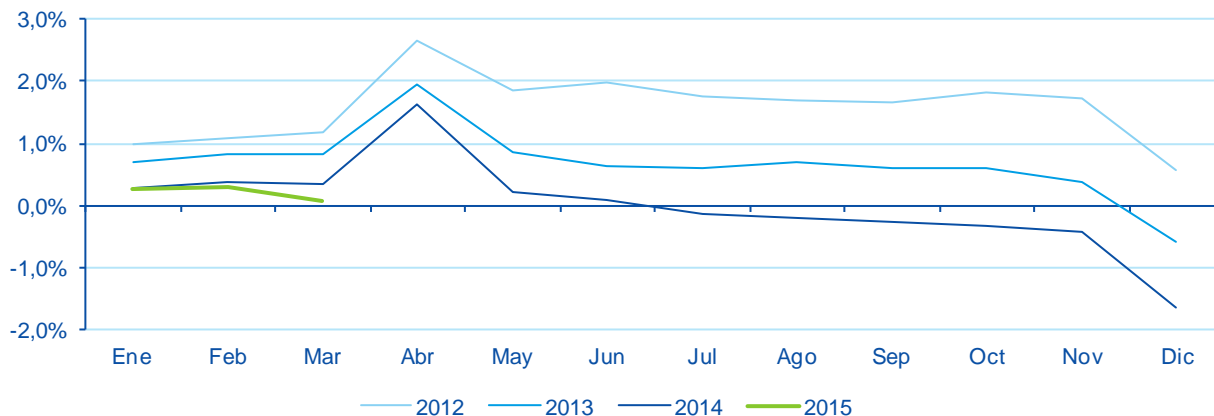
Crecimiento del gasto por componentes (var real anual, %)

Fuente: Dipres, BBVA Research

Balance y evolución activos del Tesoro

Con las cifras al primer trimestre, se reafirma nuestra proyección de un déficit efectivo cercano a 3% del PIB. Antes de marzo, la dinámica del déficit efectivo era similar al del año anterior, pero las cifras al tercer mes del año permiten perfilar un déficit más pronunciado que el de 2014, el cual habría cerrado en 1,6% del PIB (gráfico 2).

Gráfico 2

Balance fiscal acumulado en el año (% del PIB)

Fuente: Dipres, BBVA Research

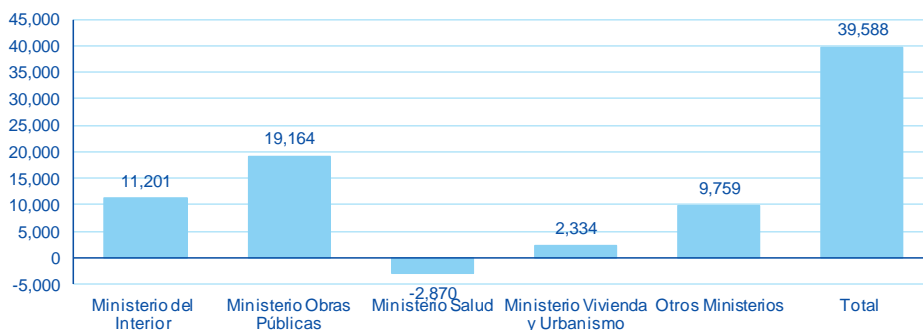
Liquidación de activos en marzo por un monto aproximado de USD 540 millones, de los cuales casi USD 490 millones fueron en dólares, en momentos en que el tipo de cambio rozaba los \$640. De acuerdo con la información de ejecución, no hubo en marzo amortizaciones de deuda significativas, ni otros gastos financieros inusuales. Por lo tanto, entendemos que esta liquidación está orientada a financiar el déficit efectivo del mes. Este escenario se volverá a repetir durante el año y, aunque el monto de otros activos del Tesoro Público (OATP) con los que cuenta el fisco más la emisión de deuda de USD 7.000 millones debiesen bastar para financiar un déficit cercano al 3% del PIB, no descartamos el uso del FEES durante el año. Luego de la liquidación de marzo, los OATP disponen de USD 1.070 millones en moneda extranjera, que estimamos se liquidarán en el transcurso del año, probablemente aprovechando coyunturas depreciativas del peso, como lo ocurrido en marzo recién pasado.

Total de activos del Tesoro disminuyen USD 805,21 millones en marzo, de los cuales USD 540 millones corresponden a OATP y el resto a pérdidas de capital de los Fondos Soberanos (FEES y FRP). En febrero y marzo, el FEES acumula una pérdida de capital de USD 337 millones, mientras que el FRP solo en marzo tuvo una pérdida de capital de USD 112 millones, que es más que todo lo perdido en 2013 (USD -94,6 millones) y 2014 (USD -75,9 millones).

Programas de empleo con apoyo fiscal

La inversión pública habría contribuido a la creación de 259 mil empleos en 1T15, un 18% más que en igual período de 2014. De acuerdo con estimaciones del gobierno, la mayor inversión pública estaría aportando significativamente a la generación de empleos, principalmente en las áreas de Obras Públicas y Vivienda. En 1T15, este tipo de empleos se habría incrementado en cerca de 40 mil en relación con igual trimestre del año anterior, principalmente en el área de Obras Públicas donde se generó el 48% de los nuevos puestos (gráfico 3).

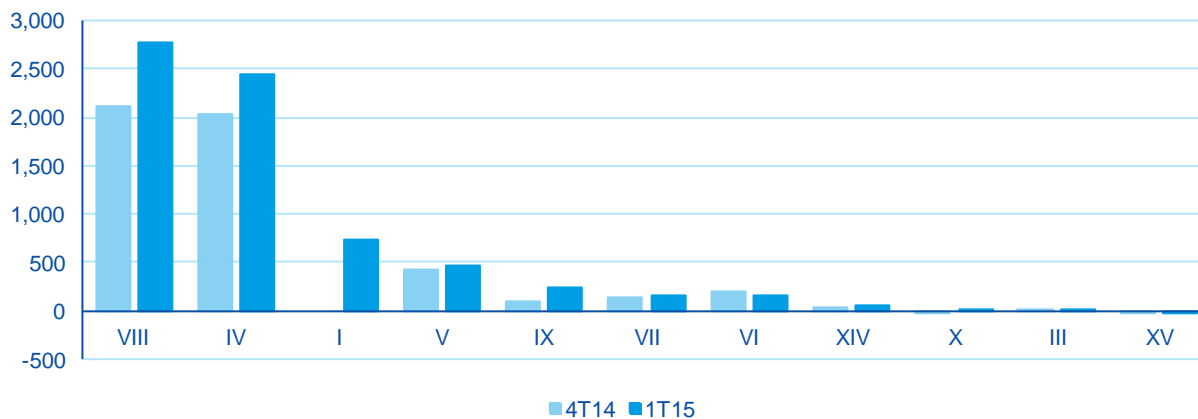
Gráfico 3
Empleos asociados a la inversión pública
 (variación interanual en número de empleos)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Los programas de empleo de Coyuntura Económica continuaron aumentando en el primer trimestre del año: 37,1% a/a. Los programas de empleo de Coyuntura Económica promediaron 25.978 cupos en el primer trimestre, cifra que representa un incremento interanual de 7.034 cupos respecto de igual trimestre del año anterior. Los incrementos se concentraron, al igual que en 4T14, en las regiones VIII y IV, con un total de 5.220 puestos (gráfico 4). Estas dos regiones son, junto con Antofagasta, las que presentan la mayor tasa de desocupación a nivel nacional -7,8% y 7,6%, respectivamente- según las cifras publicadas hoy por el INE¹.

Gráfico 4
Programas de empleo de coyuntura económica (variación interanual en número de empleos)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Por otra parte, los empleos denominados de Fomento a la Capacitación e Inserción Laboral, registraron un incremento interanual de 27,5%. En esta categoría se crearon directamente 5.321 puestos de forma directa, principalmente concentrados en el Programa de Mejoramiento Urbano con 4.180 empleos (3.400 en

1: Cabe recordar que la cobertura de estos empleos se decide en un comité, en razón de la evolución esperada de la tasa de desempleo, entre otros factores, según consigna el reporte trimestral dado a conocer por la Dipres.

1T14). Estos programas de empleo registraron un incremento interanual de 1.149 en comparación con igual trimestre del año anterior, lo que representa un alza de 27,5%.

Finalmente, se constata un descenso interanual de los programas de empleo de fomento al microemprendimiento. Estos programas promediaron 14.821 en el primer trimestre, un descenso de 1.488 o 9,1% respecto de igual trimestre de 2014.

Con todo, se observa un positivo impacto del gasto público en la creación de empleo que explica parte de la resiliencia en la destrucción de empleo esperada ante un crecimiento bajo potencial como el observado durante los últimos trimestres. Esperamos que este dinamismo en la creación de empleo vinculado al gasto público continúe al menos todo el 2015.

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 / 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.