

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Nuevo desafío para Hacienda: ejecutar USD 8.000 millones de inversión pública pendientes

Unidad Chile

- Cifras de ejecución de gasto público en mayo: alto crecimiento de los ingresos fiscales obedeciendo a esperadas menores devoluciones post Operación Renta, vinculadas al aumento en la tasa del impuesto de Primera Categoría decretado por la RT.
- Gasto público total registró una moderada aceleración, pero con un decepcionante incremento y una muy baja ejecución de la inversión pública. Falta dinamizar relevantes proyectos de infraestructura vial, conectividad Austral, grandes y pequeños embalses, entre otros. El dinero está disponible, pero muy probablemente los "lomos de toro" se encuentran fuera del ámbito de acción directa del Ministerio de Hacienda.
- Dado el ritmo de ejecución de la inversión pública se torna más desafiante concretar el gasto de capital contemplado en la Ley de Presupuesto (variación anual de 27,5%). Se han ejecutado aproximadamente USD 3.300 millones de los más de USD 11.000 millones de inversión pública contemplados en la Ley.
- Con todo, el balance acumulado a mayo está en línea con nuestra proyección de déficit efectivo para el año cercano a 3% del PIB.
- Este mes el gasto público volvería a aportar positivamente al desempeño de la actividad económica medida por el IMACEC, empujándolo a la parte alta de nuestro rango entre 1,3% y 1,6% a/a dando cuenta que la inversión pública, menor dentro de la inversión total, juega un rol relevante conteniendo depresiones mayores en el gasto interno ya castigado por el evidente deterioro del mercado laboral (con consecuencias en consumo) y la inversión privada.

## Ejecución de ingresos y gastos

**Sin engañarse: el crecimiento de los ingresos fiscales de 89,2% a/a en mayo, aunque llamativo, era esperable.** La base de comparación que entregaba mayo 2014 era favorable, con una caída de 54,6% a/a y con niveles *negativos* de ingresos por impuestos, lo que es factible en un mes de devoluciones post Declaración Renta. A esto se suma que el alza de la tasa de Primera Categoría se concretó por ley en septiembre de 2014, por lo que solo a partir de octubre los PPM reflejaron la mayor tasa. **En otras palabras, esta Operación Renta (OR) presentó menores devoluciones por el *timing* de implementación de la Reforma Tributaria.** Lo anterior habría impactado directamente en todos los ingresos tributarios, tanto de los contribuyentes mineros como del resto, los que tuvieron la mayor incidencia en el crecimiento de los ingresos fiscales de dicho mes.

Con todo, el crecimiento de los ingresos fiscales más lo informado por el SII sobre la OR hacen pensar que los objetivos de recaudación de la Reforma Tributaria hasta acá se han cumplido. Sin embargo, aún falta por conocer el detalle por impuesto para realizar una evaluación integral respecto a este tema. Por otra parte, la caída de 16,8% a/a de los traspasos de Codelco llega a confirmar la magra participación del cobre en los ingresos totales en lo que va del año.

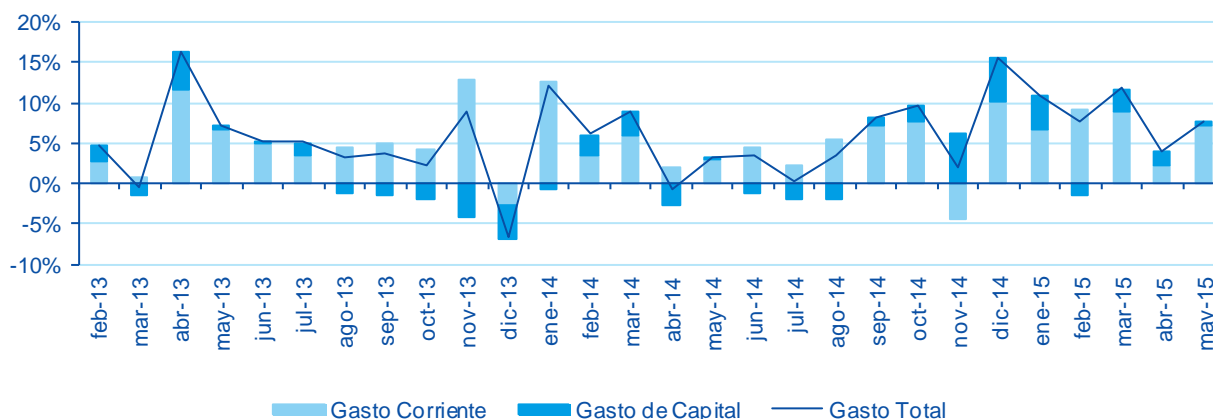
**Gasto del gobierno central total creció 7,7% real anual en mayo, acumulando un incremento de 8,4% en los primeros cinco meses del año.** El incremento del gasto estuvo liderado por el componente corriente, más vinculado a consumo de gobierno, que creció 8,9% real anual, mientras que el gasto de capital o inversión pública creció un magro 1,9% real anual (Gráfico 1). De todas formas, este mes **el gasto público volvería a aportar positivamente al desempeño de la actividad económica medida por el Imacec, ubicándose en la parte alta de nuestro rango entre 1,3% y 1,6% a/a.**

**Ejecución del gasto presupuestario alcanzó 7,6% en mayo y se ubica nuevamente bajo la ejecución de igual mes del año anterior.** A mayo se ha ejecutado un 37% del Presupuesto, cifra levemente inferior a lo acumulado en igual lapso de 2014 (37,2%). La ejecución de la inversión alcanzó 29,2% de lo presupuestado, el registro más bajo desde el año 2012 (Gráfico 2).

**Con todo, estimamos que sigue siendo posible alcanzar el objetivo de una ejecución marginalmente superior a 100% del Presupuesto, en cuyo caso, el gasto total cerraría el año con una expansión levemente inferior a 8% real anual.** Sin embargo, dado el ritmo de ejecución de la inversión pública a la fecha, se torna cada vez más desafiante concretar el gasto de capital contemplado en la Ley de Presupuesto (variación anual de 27,5%). A la fecha, se han ejecutado aproximadamente USD 3.300 millones de los más de USD 11.000 millones de inversión pública contemplados en la Ley. Hay mucho trabajo pendiente.

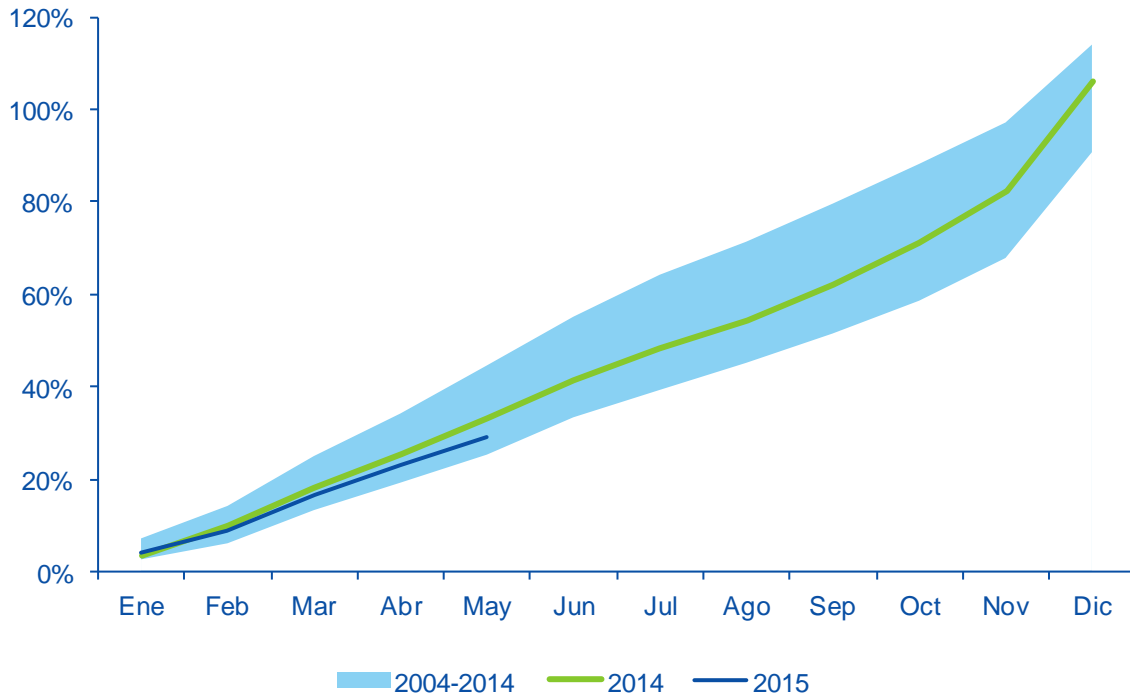
Gráfico 1

**Incidencias del gasto corriente y de capital en el crecimiento del total (var real anual, %)**



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 2  
Ejecución de la inversión pública acumulada (% de avance)



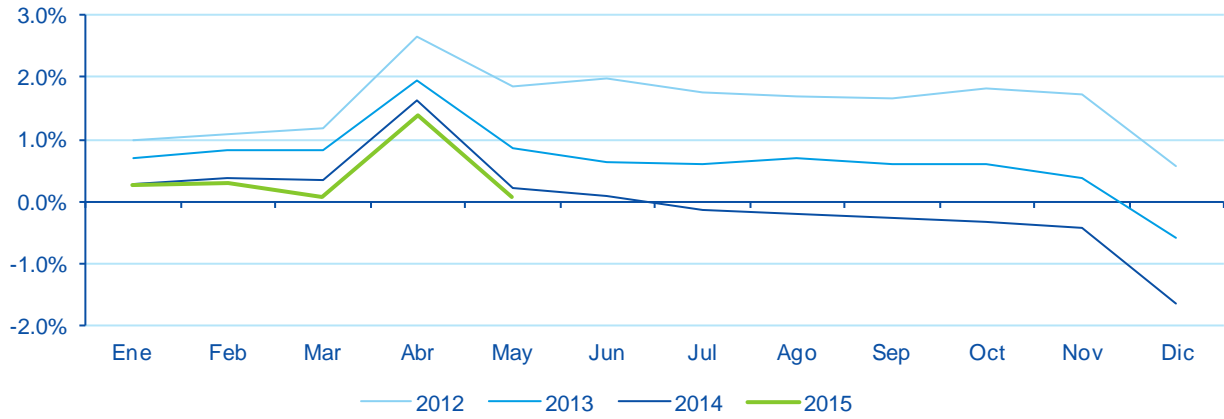
Fuente: Dipres, BBVA Research

### Balance y evolución activos del Tesoro

El superávit acumulado a mayo se mantiene, como porcentaje del PIB, por debajo de lo exhibido en 2014, lo que es consistente con un déficit cercano a 3% del PIB a final de año, ratificando nuestra estimación realizada hace ya varios meses. En base al análisis de avance de la ejecución, a partir del segundo semestre debería empezar a observarse cifras deficitarias (gráfico 3).

Finalmente, los Activos Consolidados del Tesoro Público registraron un incremento de US\$ 1.228 millones en el mes de mayo, explicados mayoritariamente por el incremento de los Otros Activos en dólares, asociados a la emisión de deuda soberana realizada en el extranjero.

Gráfico 3  
Balance fiscal acumulado en el año (% 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.**