

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Ejecución fiscal: no estaba muerta....

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni

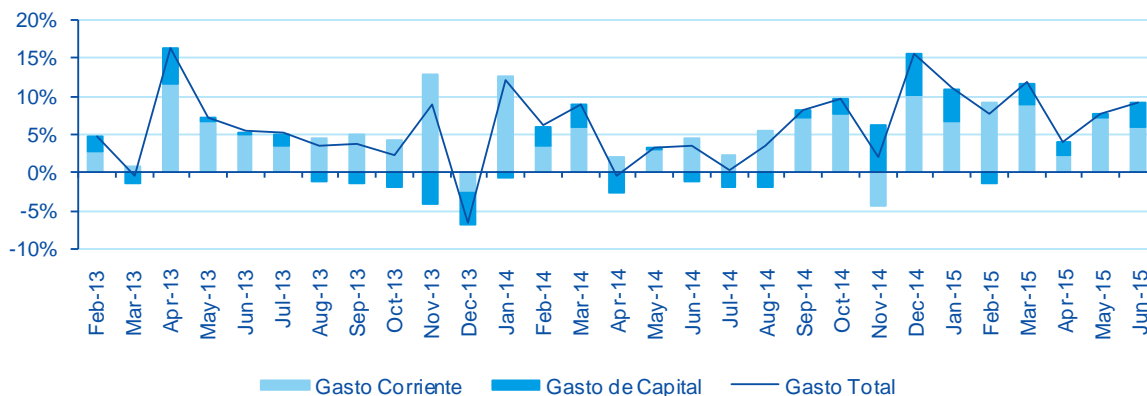
- **Gasto público creció 9,1% real en junio, acumulando un incremento de 8,6% a/a en el primer semestre. Se reanima la inversión pública a fines de 2T15, impulsando el mayor incremento del gasto público desde marzo y poniendo un sesgo alcista a la estimación de Imacec de junio entre 2,2% y 2,7% a/a que levantamos luego de los sectoriales.**
- **Por primera vez desde 2009 (plena crisis *subprime*) se observa un déficit fiscal con las cifras acumuladas a junio. Un déficit efectivo en torno a 3% del PIB se ve cada vez más cerca.**
- **Disminuyen nuestros recursos para hacer frente a escenarios de riesgo. El gobierno retira US\$ 463 millones del FEES para hacer el aporte legal al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP).**

**Pasada la Operación Renta, vuelve a exhibirse la desaceleración en el plano de los ingresos.** Después de tasas de crecimiento destacables en el bimestre abril-mayo en los ingresos tributarios mineros y no mineros, el total de la recaudación impositiva en junio cae 9,4% a/a. Sin duda, los meses de la operación renta fueron impactados positivamente por la Reforma Tributaria, en especial por el aumento en la tasa de Primera Categoría (de 20% a 21%). Pero el mes de junio, se observa una caída explicada por impuestos a productos específicos (tabaco y combustible), aranceles, impuestos pagados por la gran minería y otros impuestos. Respecto a los menores ingresos del cobre, no solo obedecerían a la caída en el precio del metal en parte compensado por el aumento del tipo de cambio, sino también a un menor impuesto adicional, relacionado directamente con menores remesas al extranjero. Por último, el efecto de la reforma tributaria sigue reflejándose en los PPM, los cuáles en total aumentaron 2,2% a/a en junio, cifra que en parte se ve compensada por los efectos del menor crecimiento observado durante el año.

**Gasto público creció 9,1% real en junio, acumulando un incremento de 8,6% a/a en el primer semestre.** En 2T15 el aumento del gasto fue 7,0% a/a, inferior al incremento de 10,3% a/a observado en 1T15 y ambos componentes del gasto (corriente y capital) tuvieron un dinamismo menor. Sin embargo, en junio el gasto de capital o inversión pública se expandió un notable 18,5% a/a, aportando 3 pp al crecimiento del gasto (gráfico 1). Esperamos que este mayor crecimiento del gasto contribuya positivamente a la actividad agregada de junio que estimamos se expandirá en la parte alta del rango que levantamos luego de conocidos los sectoriales, entre 2,2% y 2,7% a/a.

Gráfico 1

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



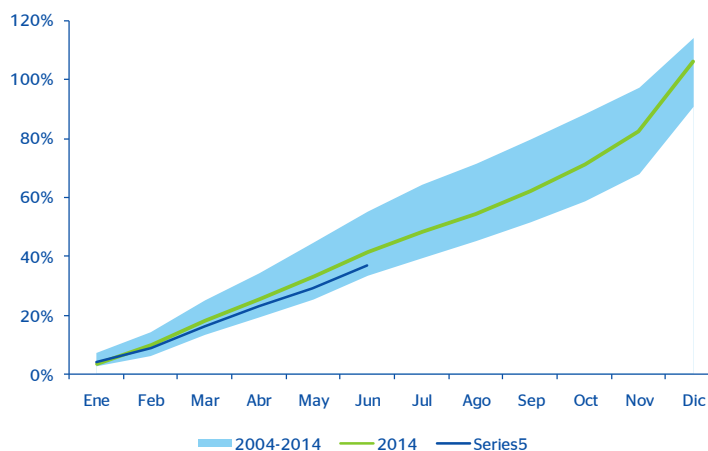
Fuente: Dipres, BBVA Research

El gasto presupuestario totalizó un avance de 45,4% en el primer semestre, cifra muy similar al avance de igual período del año anterior (45,5%), lo que permite anticipar que el gobierno no tendrá problemas para ejecutar el 100% del Presupuesto este año y quizá algo más. El incremento del gasto presupuestario durante el primer semestre fue 8,4% real anual, lo que constituye el mayor incremento para este lapso de los últimos seis años.

Crecimiento de la inversión pública del gobierno central presupuestario alcanza 12,3% real anual en 1S15 pese a un más lento ritmo de ejecución (gráfico 2). Con un avance de 37% al primer semestre (41,4% en igual período del año anterior), el incremento de la inversión pública sigue estando muy rezagada en Salud (ejecución 16,2%) y Educación (21,5%) y genera dudas razonables de que se pueda terminar el año ejecutando el 100% de lo presupuestado.

Gráfico 2

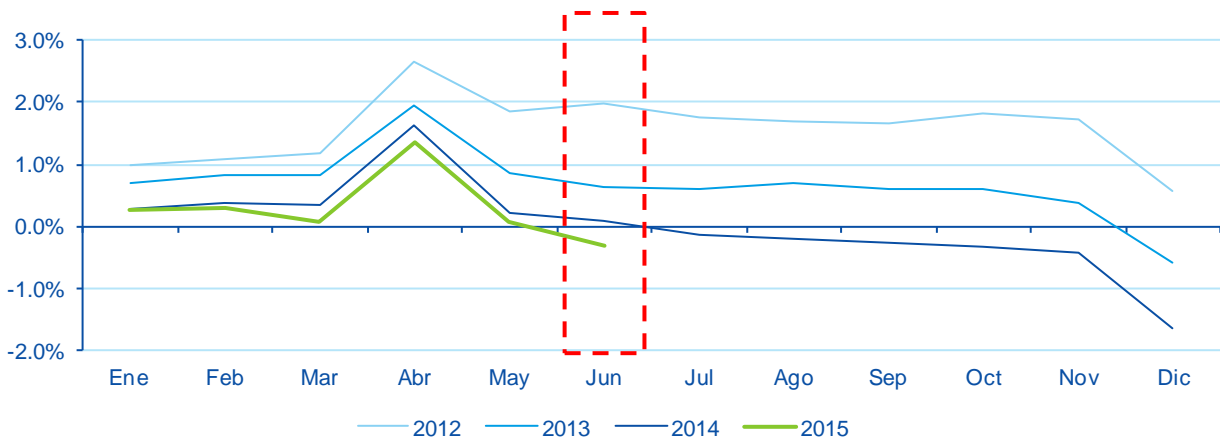
**Ejecución de la inversión pública acumulada (% de avance)**



Fuente: Dipres, BBVA Research

Por primera vez desde 2009 (plena crisis subprime) se observa un déficit fiscal con las cifras acumuladas a junio. Un déficit efectivo en torno a 3% del PIB se ve cada vez más cerca (gráfico 3).

Gráfico 3  
Balance fiscal acumulado en el año (% del PIB)



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Gobierno retira US\$ 463 millones del FEES en junio para hacer el aporte legal al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP).** Por su parte, las pérdidas de capital registradas en 2T15 implicaron un retroceso del valor agregado de ambos fondos de US\$ 103 millones en el trimestre. Además de este movimiento, otros activos en pesos del gobierno se redujeron en US\$ 852 millones en junio, posiblemente para financiar el déficit de ese mes, mientras que otros activos en dólares se incrementaron en US\$ 321 millones. Este es segundo año consecutivo en que el gobierno debe retirar fondos del FEES para financiar la obligación que entrega la Ley de Responsabilidad Fiscal de aportar al menos 0,2% del PIB anualmente al FRP, dando cuenta de la menos holgada disponibilidad de recursos del Fisco.

**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.**