

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Gasto público continúa fuerte y con liquidación de USD

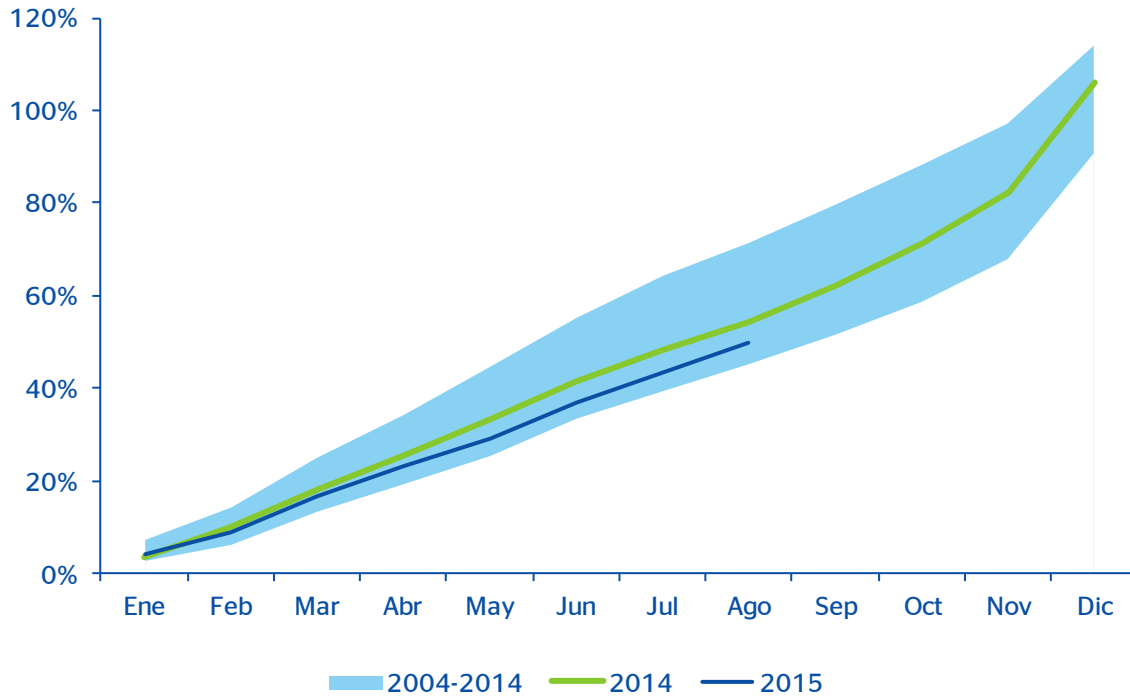
Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- Gasto público se acelera en agosto de la mano de una mayor incidencia del gasto corriente. Inversión pública se mantiene dinámica, pero con un bajo ritmo de ejecución respecto de lo presupuestado. IMACEC de agosto sería favorecido por lo anterior.
- Reforma tributaria permite sostener un alto crecimiento de los ingresos fiscales, especialmente en lo relativo a los contribuyentes no minero. En el acumulado, los ingresos crecen 6,5% real, pese al bajo crecimiento de la economía.
- Reducimos nuestra estimación de crecimiento del gasto de 7,8% a 7,4% real este año con déficit efectivo de 3,0% del PIB. Este año no será necesario liquidar Fondos Soberanos, pero sí continuar con la liquidación de Otros Activos del Tesoro. Ratificando lo anterior, en agosto el Fisco habría liquidado en torno a US\$ 800 millones de activos en dólares, dando cuenta que niveles de \$700 son apetecidos por las arcas fiscales.
- Gasto público aportará menos al crecimiento el próximo año con una caída relevante de la inversión pública, la tercera desde 1990. La inversión privada tendría que crecer 3% el 2016 para llegar al crecimiento de 1,9% considerado en el IPoM para FBKF... ¿realista u optimista?

Ingresos fiscales crecen 14,9% real en agosto, nuevamente explicado por la tributación de los contribuyentes no mineros. Reforma tributaria parece estar teniendo un muy buen efecto en la recaudación y está permitiendo contrarrestar los efectos de la desaceleración económica. En un mes como agosto, donde los principales ingresos tributarios están relacionados a impuestos mensuales (PPM, IVA), y dado el actual contexto de debilidad económica, aparece como explicación más probable al aumento de 21,3% a/a de este ítem los efectos de la Reforma Tributaria. Queda por conocer el detalle de cuánto se debe a medidas anti elusión o por mayores tasas de impuesto de 1ª Categoría (que se reflejaría en la recaudación por PPM). Por otra parte, los efectos que están presentes en la tributación no minera no se encuentran en los ingresos provenientes de la minería privada, que caen 45,2% a/a. Por último, los ingresos provenientes de Codelco se mantienen en niveles modestos, aunque crecen 18,1% a/a, lo que pudiera ser explicado por efectos puntuales del mes, como por ejemplo un mayor nivel de ventas o bien, estar simplemente relacionado con un *timing* distinto en el ritmo de traspaso de excedentes de la empresa al Estado.

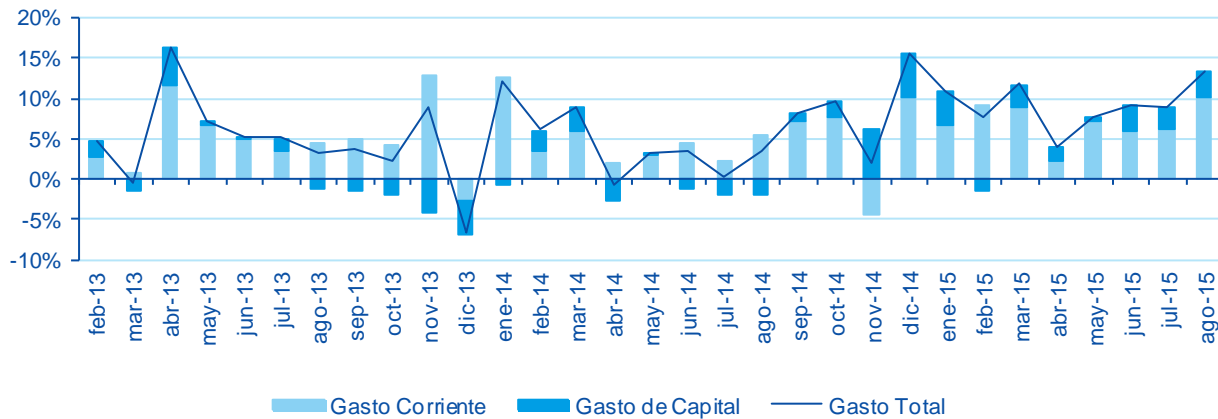
Crecimiento del gasto público en agosto es el mayor del año, empujándose hasta 13,4% a/a. Inversión pública y subsidios (gasto corriente) explican más del 80% del aumento en dicho mes. Pese a que se mantiene un lento ritmo de ejecución de la inversión pública (gráfico 1), el gasto de capital vuelve a crecer a tasas altas, en esta ocasión un 24,2% a/a. Por su parte, el crecimiento del gasto corriente fue de 11,7% a/a, pero con el componente Subsidios y donaciones con un aumento anual de 20,4%. Así, el gasto total acumula un aumento de 9,2% real en los primeros ocho meses del año, con una incidencia relevante de la inversión pública. Sin embargo, en el margen, la aceleración del gasto es explicada principalmente por un mayor gasto corriente (gráfico 2).

Gráfico 1
Ejecución de la inversión pública acumulada (% de avance)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 2
Incidencias del gasto corriente y de capital en el crecimiento del total (var real anual, %)



Fuente: Dipres, BBVA Research

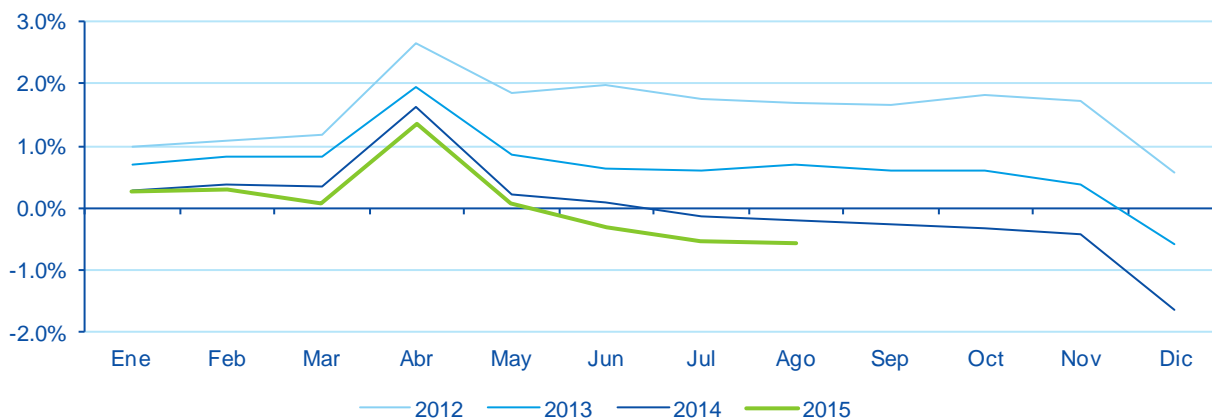
Con todo, proyectamos un crecimiento del gasto de 7,4%, que rebajamos desde 7,8%, menor a lo estimado por el gobierno para 2015 y a la espera de la nueva proyección de gasto público que contenga el Informe de Finanzas Públicas. El ritmo de ejecución a agosto 2015 supera al del año anterior (61,8% vs 61,4%), sin embargo, el avance de la ejecución de la inversión pública con respecto a lo presupuestado presenta un rezago al compararse con 2014, lo que nos permite sostener el supuesto de sub ejecución de la inversión pública al finalizar el año.

Como hemos venido advirtiendo, el aporte del gasto público que este año ha sido relevante para apuntalar el crecimiento, no estará presente con igual intensidad en 2016 y estimamos que su contribución se reduciría a la mitad. En términos de contribución por componentes del gasto, el crecimiento de 4,4% real del gasto total recientemente anunciado para el próximo año, dada la inercia del gasto corriente, sólo puede ser compatible con una caída de la inversión pública.

Con la información a agosto, el déficit fiscal acumulado alcanzaría 0,5% del PIB (gráfico 3). Con esto, mantenemos nuestra proyección de déficit efectivo para el año en 3,0% del PIB, y no vemos necesidad de liquidación activos de los fondos soberanos este año, aunque sí debiese continuar la liquidación de los otros activos del Tesoro Público (entre ellos en USD), recursos que vendrán a complementar las emisiones de deuda.

En agosto, el fisco habría liquidado activos en dólares por una cifra cercana a los US\$ 800 millones. Este fue un mes sin cambios relevantes en los fondos soberanos (FEES y FRP) pero el valor de los OATP se redujo en US\$ 750 millones, lo que se explica principalmente por la reducción en el valor de los OATP en dólares por cerca de US\$ 860 millones.

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 / 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.