

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Freno al gasto y mejor recaudación anticipan un mejor resultado fiscal para este año

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- Los ingresos tributarios mantienen notable fortaleza contracíclica gracias a la Reforma Tributaria. Revisamos al alza nuestra estimación de ingresos 2015.
- En la vereda opuesta, gasto público experimenta fuerte desaceleración en octubre, tanto en gasto corriente como inversión pública, donde esta última registra la menor ejecución mensual desde 2011. Algo -administrativo o más de fondo- detuvo la dinámica de la inversión pública lo que puede tener impacto en la dinámica de empleo público que deben ser monitoreados.
- Consecuente con esta dinámica de arcas fiscales, prevemos un menor déficit fiscal efectivo de 2,4% del PIB este año, un punto menos que lo estimado por Hacienda en septiembre pasado.

**Ritmo de crecimiento de los ingresos fiscales a octubre nos hace cambiar nuestra proyección de crecimiento de ingresos para 2015.** El aumento de 8,7% a/a en el total de ingresos de octubre vuelve a explicarse principalmente por los ingresos tributarios no mineros. Así, aunque nuevamente hubo caídas anuales en los ingresos cobre (Minería Privada -15,8% a/a, Codelco -48,3% a/a), la recaudación no minera aumentó 14,8% a/a, con la principal incidencia al crecimiento del total. Aunque no tenemos el detalle por tipo de impuesto, hasta septiembre habían sido los impuestos a la renta los de mayor crecimiento, determinados por los cambios introducidos por la Reforma Tributaria. Así, aunque noticias recientes han apuntado a que algunos impuestos no estarían alcanzando la meta de recaudación proyectada originalmente, como la tasa reducida para retiros del FUT o el impuesto a los automóviles, otras medidas, como la repatriación de capitales, el aumento en las tasas y las medidas antievasión, estarían más que compensando lo anterior y “tirando el carro” del total de ingresos para este difícil año 2015. Por lo tanto, **volvemos a sostener que la recaudación para el cierre de año proyectada por el Ministerio de Hacienda en septiembre quedará corta, pero ajustamos nuestra proyección de ingresos en un monto mayor en US 1.600 millones con respecto a las estimaciones oficiales** (tabla 1).

Tabla 1

**Avance ejecución de ingresos respecto a estimaciones oficiales y BBVA Research (millones de pesos)**

	(1) Ejec. a oct.	(2) Estimación 2015 Dipres (sep.)	(3) Estimación 2015 BBVA Research (actual)	(1) / (2)	(1) / (3)
<b>Ingresos tributarios netos</b>	22,693,826	26,863,835	27,281,851	84.5%	83.2%
Tributación minería privada	1,175,304	1,355,123	1,335,154	86.7%	88.0%
Tributación resto contribuyentes	21,518,522	25,508,712	25,946,697	84.4%	82.9%
<b>Cobre bruto</b>	590,810	728,244	727,925	81.1%	81.2%
<b>Imposiciones previsionales</b>	1,872,161	2,194,104	2,250,000	85.3%	83.2%
<b>Donaciones</b>	57,576	72,177	72,177	79.8%	79.8%
<b>Rentas de la propiedad</b>	572,913	653,418	663,000	87.7%	86.4%
<b>Ingresos de operación</b>	685,588	736,814	820,000	93.0%	83.6%
<b>Otros ingresos</b>	911,977	759,293	1,130,000	120.1%	80.7%
<b>Venta de activos físicos</b>	35,368	47,829	47,826	73.9%	74.0%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>27,420,220</b>	<b>32,055,714</b>	<b>32,992,779</b>	<b>85.5%</b>	<b>83.1%</b>

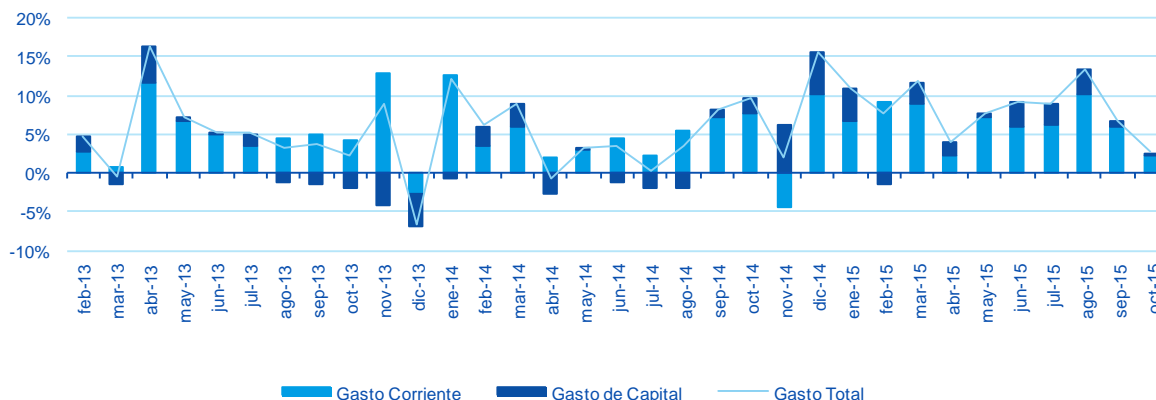
Fuente: Dipres, BBVA Research

**Gasto público se frena en octubre y disminuye en el margen su aporte a la demanda interna.** Crecimiento se desaceleró a 2,7% a/a en octubre tanto por un menor ritmo de ejecución, como por bases más exigentes (creció 9,7% en octubre de 2014). El incremento del gasto de octubre es el menor desde noviembre del año pasado, cuando creció solo 2,0%. Esto último también permite proyectar que el crecimiento del gasto volverá a repuntar el próximo mes y que se desacelerará con fuerza en diciembre, dado el incremento de 15,5% durante el último mes del año pasado.

**La desaceleración del gasto es transversal entre los componentes de gasto corriente y de capital** (gráfico 1). El primero creció 2,9% (8,2% promedio entre enero y septiembre) y el segundo se expandió 1,6% (13,4% promedio entre enero y septiembre).

Gráfico 1

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

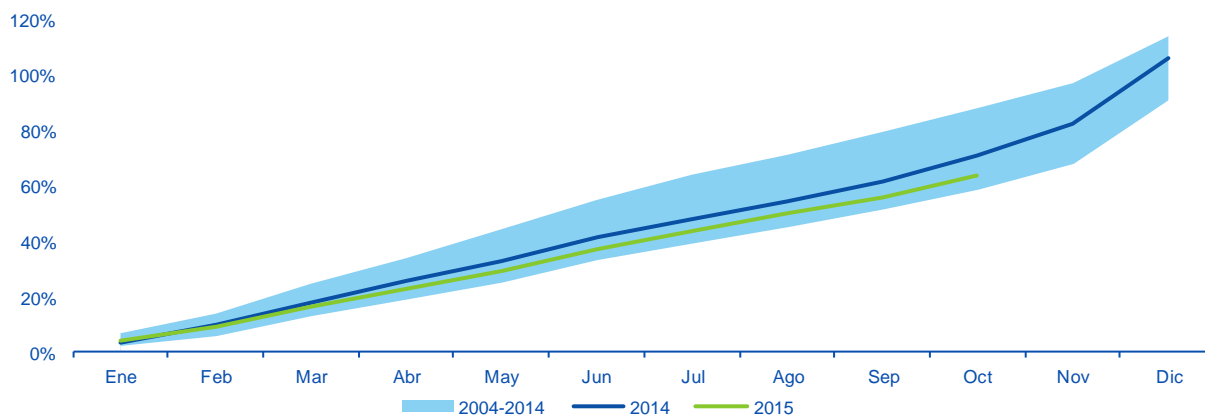


Fuente: Dipres, BBVA Research

**Ritmo de ejecución del gasto en capital es el menor desde el año 2011.** Con un 63,4% de avance, el ritmo de ejecución de la inversión pública solo supera en un horizonte de 12 años a la ejecución del año 2011, cuando a octubre, el avance llegaba a 58,6% (gráfico 2). En cuanto al gasto presupuestario total, tras ejecutarse un 8% del Presupuesto anual en octubre, se acumula en el año una ejecución de 78,3% equivalente a un incremento real del gasto de 8,3% en los diez primeros meses del año. El ritmo de ejecución de este año es inferior al de 2014, cuando se ejecutó un 8,4% del Presupuesto en octubre y a la fecha se acumulaba un avance de 78,5%.

**Las cifras de crecimiento del gasto a octubre están en línea con nuestro escenario, donde proyectamos un aumento del gasto total de 7,3% en 2015, menor al 8,4% estimado por el Ministerio de Hacienda.**

Gráfico 2

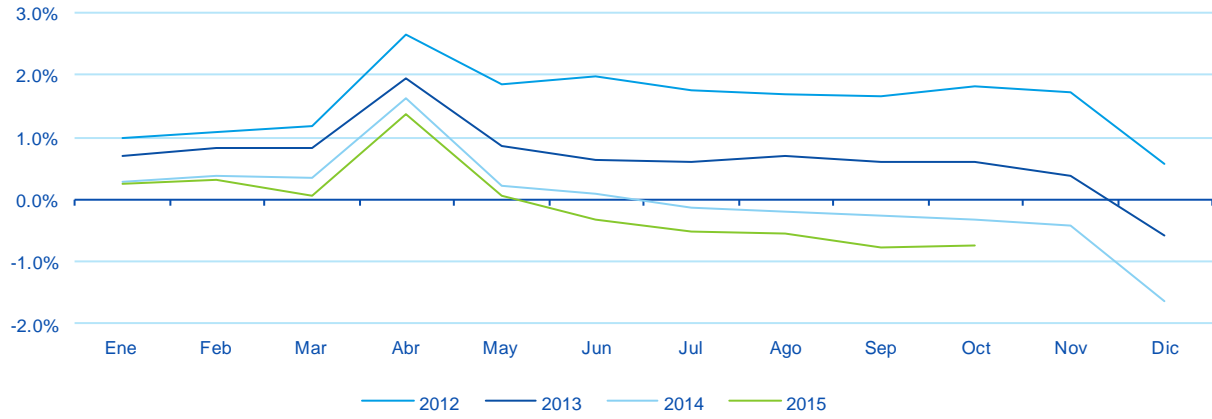
**Ejecución de la inversión pública acumulada (% de avance)**

Fuente: Dipres, BBVA Research

**El cambio en nuestra estimación de ingresos, junto con la mantención de nuestra proyección del gasto, nos lleva a corregir el déficit efectivo estimado 2015 a 2,4% del PIB (desde 2,9% del PIB y comparado con el 3,3% de Hacienda).** El resultado superavitario de octubre apoya el cambio en nuestra proyección (gráfico 3). A la vez, esto reafirma un escenario donde no es necesario recurrir a liquidar fondos soberanos, toda vez que los Otros Activos resultarían menos deteriorados de lo estimado previamente.

**En octubre no habría habido liquidación de activos.** Activos consolidados del Tesoro Público totalizaron US\$ 32.067 millones, cifra superior a los US\$ 31.668 con los que cerró el tercer trimestre. Esto, como consecuencia de ganancias de capital e intereses devengados en el FEES y el FRP y de un aumento en los Otros Activos en pesos por el equivalente a US\$ 423 millones, explicado en parte por el superávit fiscal mensual.

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.**