

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Déficit fiscal efectivo y estructural serían mucho menor a lo proyectado en 2015

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- Los ingresos siguen creciendo gracias a la Reforma Tributaria y también a los Otros ingresos no relacionados al ciclo, mientras los ingresos del cobre muestran sus mayores caídas en el año.
- Gobierno suelta el acelerador en el gasto. Los “lomos de toro” para la ejecución de la inversión parecen no haberse aplanado en 2015.
- No descartamos un déficit fiscal efectivo en torno a 2% del PIB, mucho menor del 3,3% del PIB proyectado por Hacienda en septiembre, pero bastante más cerca que nuestra proyección vigente (2,4% del PIB).
- El déficit estructural 2015 podría cerrar entre 0,5 a 1,0% del PIB, también alejado del 1,6% del PIB proyectado por el gobierno. Estas cifras no descomprimen el escenario de estrechez fiscal de mediano plazo.
- Detectamos acotada liquidación de dólares en noviembre, mes en el cual el dólar alcanzó su mayor valor en el año.

El aumento de 2,5% a/a en el total de ingresos de noviembre vuelve a ser explicado por un alza en los ingresos tributarios no mineros, pero con una leve mayor incidencia de Otros Ingresos. Nuevamente hubo caídas anuales de los ingresos en cobre (Minería Privada -50,0% a/a, Codelco -60,9% a/a) donde, por el lado de la minería privada, se vieron las caídas en recaudación más grandes del año, la recaudación no minera aumentó 8,9% a/a con su principal incidencia al ingreso total. La Reforma Tributaria sigue “tirando el carro” del total de ingresos para este difícil año 2015, teniendo en este caso un mayor crecimiento en Otros Ingresos como rentas a la propiedad e ingresos de operaciones (13,3% a/a y 23,8% a/a respectivamente).

Gasto de gobierno reduce su influencia en el dinamismo de la demanda en 4T15, al mostrar un crecimiento acotado por segundo mes consecutivo. Gasto público exhibió un moderado dinamismo en noviembre, pese a contar con una favorable base de comparación. El gasto total se expandió solo 4,7% real anual (2,0% en noviembre 2014), acumulando un incremento de 7,9% en los primeros once meses del año.

Este menor crecimiento del gasto es consecuencia de un menor ritmo de ejecución del presupuesto, comparada con el año anterior. Así, en el bimestre octubre-noviembre de 2014 se ejecutó un 17,1% del gasto presupuestario anual, mientras que este año se ejecutó un 16,3% en el mismo lapso (gráfico 1).

Gráfico 1

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

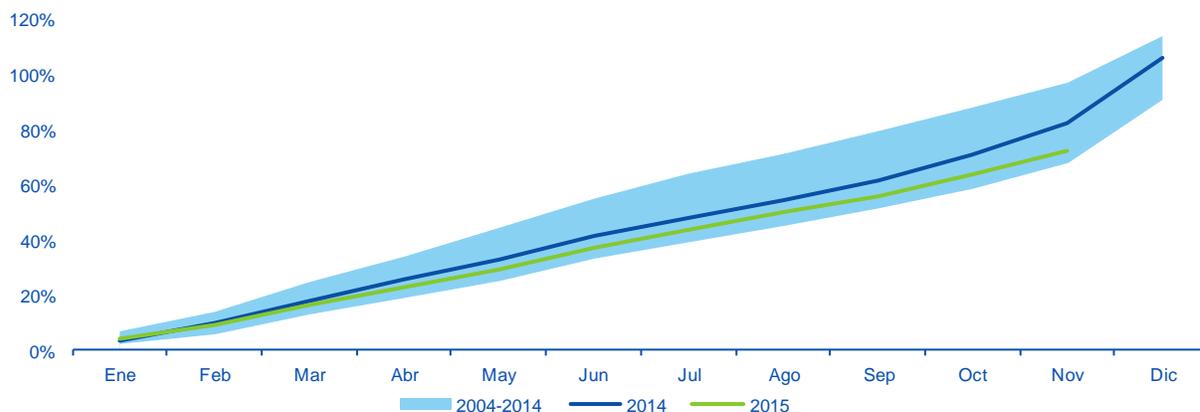


Fuente: Dipres, BBVA Research

**Siguen los problemas para ejecutar la inversión pública, lo que se traduce en una caída de 0,4% real en este componente del gasto durante octubre-noviembre.** De esta forma, el ritmo de ejecución de la inversión acumulada a noviembre de 2015 solo supera a la acumulada el año 2011 a igual mes. Como hemos señalado con anterioridad, estimamos que no será posible ejecutar toda la inversión pública este año y si bien observaremos el grueso de la ejecución en diciembre, como es habitual, esta alcanzaría en torno a 95% de lo presupuestado para el año (gráfico 2). Por otra parte, el gasto corriente, que se caracteriza por una mayor persistencia que el gasto de capital, creció 4,7% real anual en el bimestre octubre-noviembre, también desacelerándose respecto del 8,9% de incremento real en enero-septiembre.

Gráfico 2

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



Fuente: Dipres, BBVA Research

**No descartamos un déficit fiscal efectivo en torno a 2% del PIB. Con un déficit acumulado a noviembre de 0,9% del PIB, el cierre del año se alejará mucho del 3,3% del PIB proyectado por Hacienda en septiembre.** Así la cifra estará más cerca de nuestra más reciente estimación (2,4% del PIB), o un incluso algo mejor. Además, el menor déficit se materializa cumpliéndose los dos escenarios que proyectamos al momento de conocerse la cifra oficial: un menor gasto, particularmente por el componente de capital, y mayores ingresos relacionados a los componentes no afectados al ciclo (gráfico 3).

**Con estas cifras, el déficit estructural 2015 podría cerrar entre 0,5 a 1,0% del PIB, nuevamente alejado del 1,6% del PIB proyectado por el gobierno.** Esto obedecería en parte, tal como lo hemos reiterado en otras ocasiones, a que los mayores ingresos provienen de fuentes que no se ajustan por el ciclo, como la partida Otros Ingresos y todo lo recaudado de manera extraordinaria por la Reforma Tributaria.

**Estas cifras no indican que la situación fiscal de mediano plazo esté más holgada, ni mucho menos.** Cerrar el 2015 con un déficit fiscal menor al proyectado en septiembre implicaría un esfuerzo en la convergencia a balance estructural mayor a lo presupuestado. Primero, porque el punto de partida es más exigente. Y segundo, porque todo parece indicar que el ajuste en los parámetros estructurales el próximo año serán ajustados a la baja en una magnitud histórica. **Por lo tanto, estas buenas cifras con las que estaría cerrando el 2015 no descomprimen el escenario de estrechez fiscal de mediano plazo. Inclusive, podrían hacerlo aún más estrecho.**

Gráfico 3

**Balance fiscal acumulado en el año (% del PIB)**

Fuente: Dipres, BBVA Research

**Activos consolidados del Tesoro Público registran caída de US\$ 766 millones, por pérdidas de capital y liquidación de dólares.** Cerca de un tercio de la pérdida registra por los fondos soberanos en el mes se explica por la pérdida de capital de US\$ 275 millones que experimentó el FEES. Por su parte, el FRP registró pérdidas por US\$ 139 millones. Por último, el valor de los Otros Activos del Tesoro Público disminuyó en US\$ 335 millones, caída explicada en su total por los activos en dólares. Esto consideramos que sería una liquidación de moneda extranjera en el mercado local; sin embargo, sería una cota máxima, dado que no descartamos pérdidas de capital también en los Otros Activos del Tesoro Público en moneda extranjera.

**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.**