

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Déficit menor a lo previsto en 2015 no revierte panorama de acotadas holguras fiscales

Aníbal Alarcón / Cristóbal Gamboni / Hemann González / Jorge Selaive

- Ingresos por repatriación de capitales, medidas anti elusión y evasión y multas por casos de colusión impulsaron la recaudación más allá de lo previsto por el gobierno. Lo anterior, sumado a la subejecución de la inversión pública, configuró un cierre de año con déficit fiscales efectivo y estructural considerablemente menores a lo proyectado en septiembre pasado.
- Gasto del Gobierno Central creció 7,4% en 2015, un punto porcentual menos de lo proyectado en septiembre. Se confirma menor contribución del gasto público al PIB en 4T15, al tiempo que se ratifica la incapacidad para ejecutar montos crecientes de inversión pública, especialmente en Educación y Salud.
- El déficit estructural informado es de 0,3% del PIB, significativamente menor que el 1,6% estimado en septiembre pasado. Sin embargo, es incorrecto inferir a partir de este resultado una falsa sensación de holguras fiscales. En efecto, al excluir los ingresos extraordinarios a asociados al registro de capitales del exterior y posibles ajustes a la baja en los parámetros de largo plazo (cobre próximamente y PIB a mediados de año), el resultado se deteriora significativamente.
- Posición financiera neta registra importante deterioro al cierre de 2015, aunque menor al previsto en septiembre. La deuda bruta mantiene la tendencia creciente que arrastra desde 2008 y alcanza 17,6% del PIB, mientras que los activos consolidados del Tesoro Público retroceden hasta 12,5% del PIB.
- El Fisco liquidó cerca de US\$ 1.000 millones de sus activos en dólares en diciembre para financiar el déficit mensual. El saldo total de Otros Activos del Tesoro alcanza solo a US\$ 2.000 millones y de ese monto solo US\$ 641 millones están en dólares, por lo que los espacios para contribuir a contener depreciaciones adicionales del peso son muy acotados.
- Programas de empleo asociados a la inversión pública se incrementan en más de 80 mil en 4T15 relativo a igual trimestre de 2014 y explicarían una buena parte de la resiliencia del mercado laboral durante el año recién pasado. Otros programas de empleo público continuaron creciendo en 4T15, pero a un ritmo sustancialmente menor que en trimestres previos.

Los ingresos fiscales crecieron 5,2% real en 2015, impulsados por la recaudación desde contribuyentes no mineros. Ingresos por repatriación de capitales, medidas anti elusión y multas por casos de colusión impulsaron la recaudación más allá de lo previsto por el gobierno.

La minería privada y Codelco finalizaron el año con caídas que no ocurrían desde 2009, como consecuencia del fuerte retroceso del precio del cobre registrado el año pasado. La recaudación de la minería privada disminuyó 13,2% y la de Codelco, 50,2%.

Por su parte, la Reforma Tributaria, sostuvo el crecimiento de los ingresos tributarios no mineros, los que en 2015 crecieron 9,7%. Es destacable, entre otras cosas, lo que ocurre con el IVA, donde el crecimiento real de 4,8% es superior al de años anteriores y está muy por sobre el crecimiento de agregados macroeconómicos como el PIB o la demanda interna, que sirven habitualmente como una base para proyectar este tipo de impuestos. **Lo anterior permite inferir la efectividad de medidas anti evasivas, como por el ejemplo la factura electrónica y las introducidas por la reciente Reforma.**

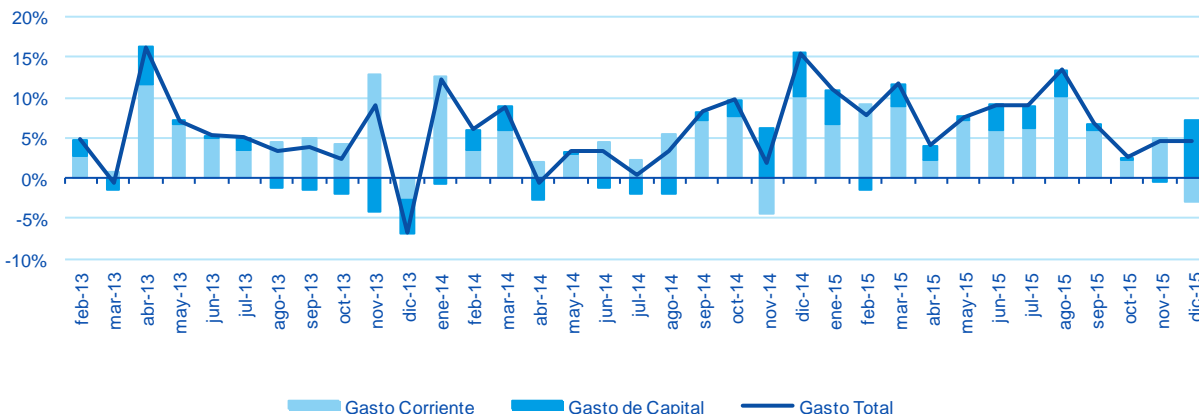
Otra fuente relevante de mayores ingresos correspondió a los pagos excepcionales por impuestos asociados al registro de capitales del exterior, lo cuales no habrían sido anticipados y se estima ascendieron a \$543.393 millones, correspondientes a 0,3% del PIB.

Destacamos también el monto final del resto de los ingresos. Ya en la ejecución del mes pasado adelantábamos que estos cerrarían en un nivel muy superior a lo proyectado en septiembre y, finalmente, el resultado del conjunto de las otras partidas (previsionales, rentas de la propiedad, ingresos operacionales, donaciones y otros ingresos) fue \$618.097 mayor a la estimación del IFP, diferencia equivalente a US\$ 945 millones de dólares. **Si bien la subestimación de este tipo de ingresos es una regularidad en las estadísticas fiscales, de acuerdo con el informe de la Dipres esta vez fueron abultados por el pago de multas y sanciones,** “algunas de ellas asociadas a los casos de colusión observados en el último tiempo”.

Gasto del Gobierno Central creció 7,4% en 2015, un punto porcentual menos de lo proyectado en septiembre. Se confirma menor contribución del gasto público al PIB en 4T15, al tiempo que se ratifica la incapacidad por ejecutar montos crecientes de inversión pública. Las cifras de diciembre revelan que se mantuvo un bajo ritmo de crecimiento del gasto, tendencia que persiste desde octubre. Destaca la contracción de 3,8% real en el gasto corriente, que contrasta con un aumento de 28,1% real en la inversión pública (Gráfico 1). Con todo, el año cerró con una ejecución de 101,1% de la Ley, cifra que se descompone de un avance de 102,3% en el gasto corriente y de 96,4% del gasto de capital. Pese al bajo ritmo de ejecución de la inversión pública, esta creció un no despreciable 14% real en 2015 y contribuyó a que no observáramos un desempeño más negativo en la inversión agregada. Con todo, el año pasado quedó en evidencia la escasa capacidad del gobierno para seguir administrando cifras crecientes de gasto de capital, según se desprende de las ejecuciones de Ministerios como Salud y Educación, en los cuales el avance de la ejecución no superó 85% (Gráfico 2). El gasto corriente creció 6,1%, convirtiéndose también en un motor relevante del crecimiento de la demanda interna.

Gráfico 1

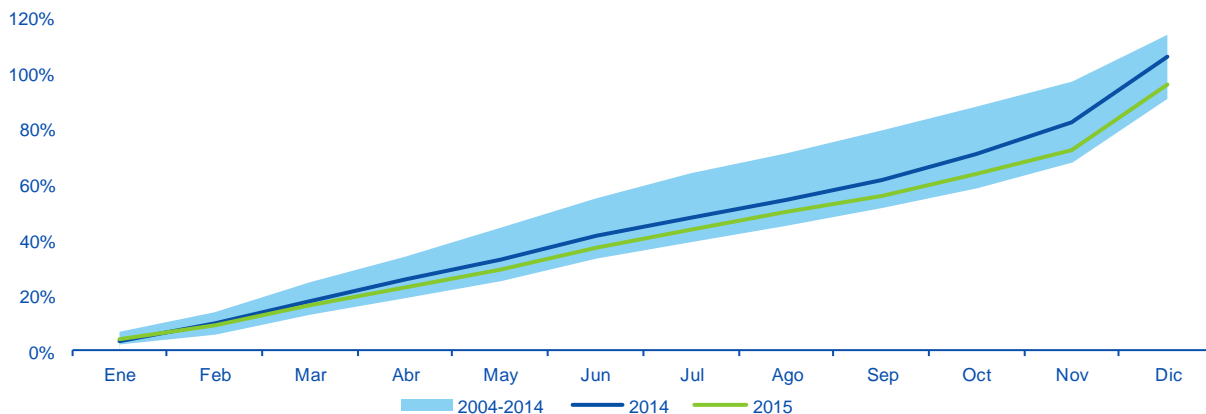
Incidencias del gasto corriente y de capital en el crecimiento del total (var. real anual, %)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 2

Ejecución de la inversión pública acumulada (% de avance)



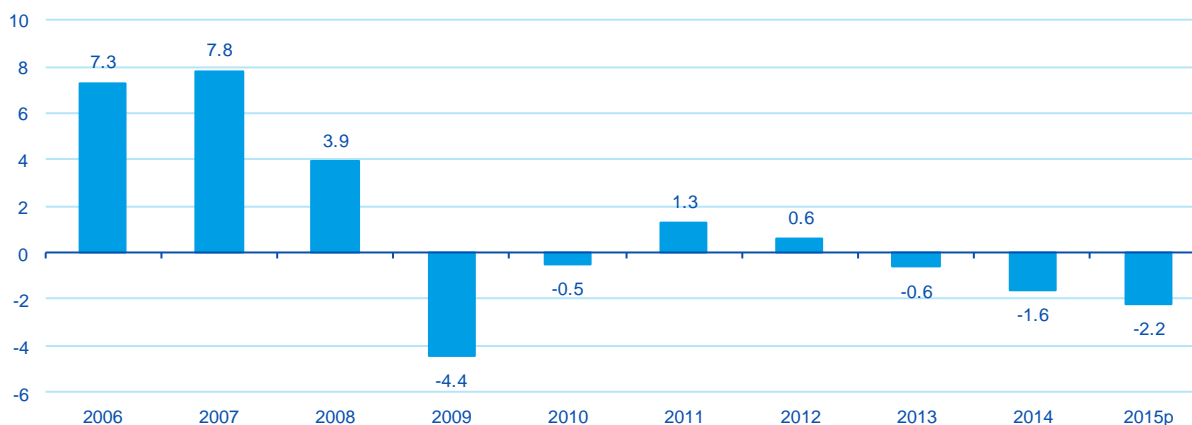
Fuente: Dipres, BBVA Research

El déficit efectivo cerró 2015 en 2,2% del PIB (BBVAe: 2,4% del PIB), alejado del 3,3% del PIB proyectado por Hacienda en septiembre y manteniendo una trayectoria de deterioro paulatino iniciado en 2012, que continuará este año. La diferencia se explica principalmente por mayores ingresos, aunque como se señaló previamente, también hay un menor gasto en relación con lo previsto en septiembre. De todas formas, esta mejor cifra está en parte determinada por los mayores ingresos transitorios de la repatriación de capitales, sin los cuales, el déficit hubiese sido 2,5% del PIB (Gráfico 3).

El déficit estructural informado es de 0,3% del PIB, significativamente menor que el 1,6% estimado en septiembre pasado. Sin embargo, es incorrecto inferir a partir de esto la existencia de holguras fiscales. En efecto, al excluir los ingresos extraordinarios asociados al registro de capitales del exterior y posibles ajustes a

la baja en los parámetros de largo plazo (cobre próximamente y PIB a mediados de año), el resultado se deteriorará significativamente. **Eliminando los ingresos extraordinarios asociados a la repatriación de capitales, el déficit estructural estimado sube a 0,6% del PIB. Si bien metodológicamente no corresponde excluir estos ingresos, por recomendación del Consejo Fiscal, será esta la cifra que se considerará para efectos de medir la convergencia al balance estructural a partir de este año.**

Gráfico 3

Balance fiscal efectivo (% del PIB)

Fuente: Dipres, BBVA Research

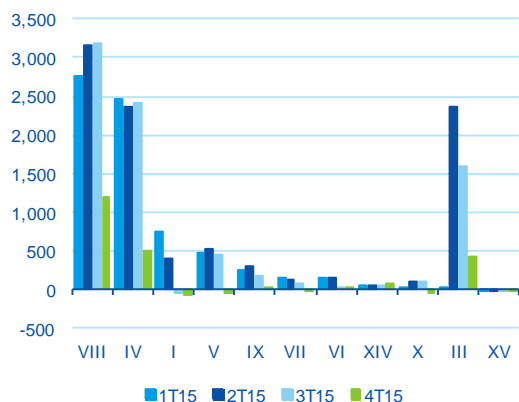
El Fisco liquidó cerca de US\$ 1.000 millones de sus activos en dólares en diciembre para financiar el déficit mensual. El saldo total de Otros Activos del Tesoro alcanza solo a US\$ 2.000 millones. La deuda bruta mantiene la tendencia creciente que arrastra desde 2008 y alcanza 17,6% del PIB, mientras que los activos consolidados del Tesoro Público retroceden hasta 12,5% del PIB. Los Activos Consolidados del Tesoro Público registraron un saldo de US\$ 27.621 millones al cierre de 2015, de los cuales solo US\$ 641 millones corresponden a Otros Activos en dólares, ítem que registró un retroceso de US\$ 987 millones en diciembre respecto del saldo de noviembre. Con todo, el saldo de los Otros Activos del Tesoro alcanzó solo a US\$ 2.003 millones al cierre del año 2015. El FEES registró ganancias de capital por US\$ 111 millones en diciembre, mientras que el FRP registró pérdidas mensuales por US\$ 41 millones. Ambos no registraron aportes ni retiros en diciembre.

En relación con los programas de empleo sostenidos por el gobierno, las cifras de 4T15 muestran que:

- Los programas de empleo de coyuntura económica totalizaron 27.229 cupos y muestran un incremento de 1.952 cupos en 4T15 respecto de igual trimestre del año anterior, desacelerándose respecto de los trimestres previos. Los aumentos se concentran en las regiones VIII, IV y III (Gráfico 4).
- Los programas de empleo de fomento al micro-emprendimiento totalizaron 20.127 y muestran un incremento de 4.009 en 4T15 respecto de igual trimestre del año anterior. Estos programas también aumentan a un menor ritmo que en los trimestres previos, especialmente en la Región Metropolitana. (Gráfico 5).
- Los programas de empleo de fomento a la capacitación totalizaron 212.907 y muestran un incremento de 22.809 en 4T15 respecto de igual trimestre del año anterior. Este incremento se concentra en los programas de subsidio al empleo a la mujer y subsidio al empleo joven y es menor que en los trimestres previos. (Gráfico 6).

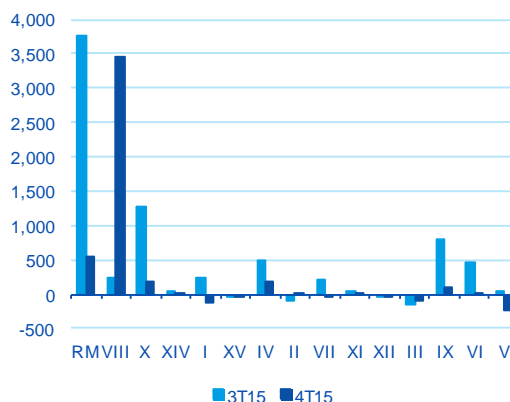
- Los programas de empleo asociado a inversión pública totalizaron 576.965 y muestran un incremento de 84.850 en 4T15 respecto de igual trimestre del año anterior. Por ministerios, este incremento se concentra en Salud y Obras públicas. (Gráfico 7).

Gráfico 4
Creación de empleos de coyuntura económica (cupos)



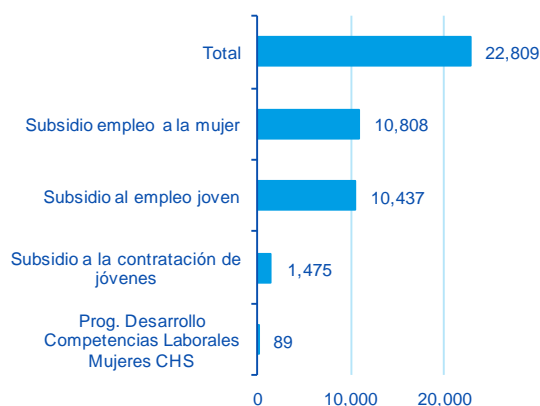
Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 5
Creación de empleos de fomento al micro-emprendimiento (programas)



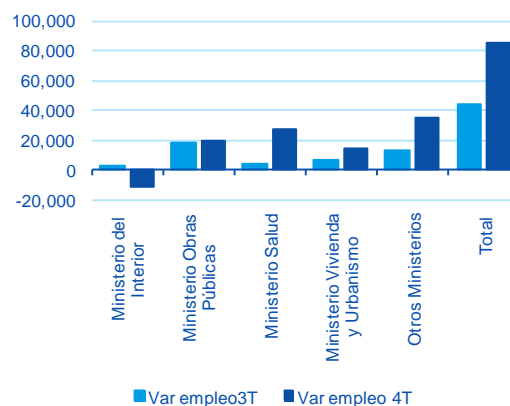
Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 6
Creación de empleos de fomento a la capacitación e inserción laboral (programas)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 7
Creación de empleos asociados a la inversión pública (puestos)



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.