

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Gasto público se acelera en marzo con escaso aporte de la inversión. En esa línea, se modera la contribución a la creación de empleos

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- **Gasto público se acelera en marzo, aunque con una muy baja incidencia de la inversión pública que creció solo 1% a/a, poniendo cuesta arriba el crecimiento de la inversión total en 1T16. Crecimiento de 2,3% a/a del gasto total en 1T16 anticipa tasas de crecimiento mayores en los próximos meses, acordes con un incremento de 4,2% previsto para el año.**
- **Pese a ingresos extraordinarios recibidos en 1T16, el déficit fiscal se deteriora y se encamina a terminar en torno a 3% del PIB, lo que constituiría el peor resultado desde el año 2009. De todas formas, dada la habitual subestimación de Otros ingresos en las proyecciones oficiales, es posible que el resultado sea menos deficitario que lo proyectado por el gobierno (-2,9% del PIB).**
- **Activos del Tesoro en dólares se mantienen en torno a US\$ 3.000 millones, los que no serán necesariamente liquidados este año. Espacios de emisiones de deuda pública y activos en pesos serían suficientes para financiar la operación de este año.**
- **En relación con los empleos con apoyo fiscal, las cifras de la Dipres no muestran contracción en doce meses, aunque sí un menor aporte al empleo total que en trimestres previos. Observamos un aumento en los últimos doce meses de cerca de 21 mil programas o empleos, lo que equivale a un alza de 6,9% a/a. Esta cifra representa una moderación respecto al aumento de 16,3% en 4T15, cuando existieron más de 88 mil programas o empleos respecto a 4T14.**

**Gasto comienza a tomar mayor dinamismo, pero todo apunta a un déficit fiscal efectivo mayor al de 2015, pero inferior a lo proyectado por el Ministerio de Hacienda.**

**Nada detiene la caída de los ingresos relacionados al cobre.** La suma de la tributación de la minería privada más Codelco representó solo un 3,6% del total de ingresos de 1T16. Ni las más altas tasas de PPM por el aumento en la tasa de Primera Categoría ni el mayor tipo de cambio salvan la situación. Así, siguen siendo los ingresos tributarios no mineros, muy determinados por la repatriación de capitales y por un IVA que se muestra dinámico gracias a la universalidad de la factura electrónica y otras medidas antielusión, los que siguen sosteniendo el carro de los ingresos fiscales.

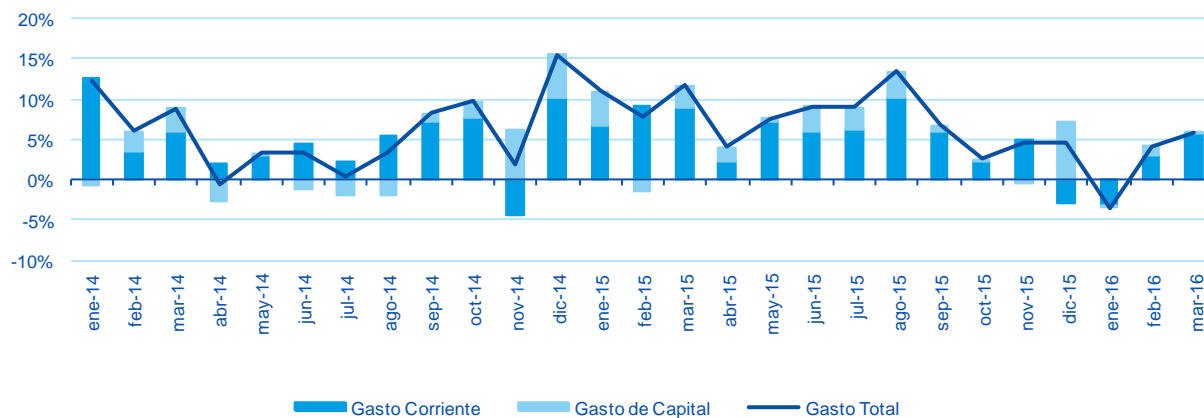
**Fuentes extraordinarias de ingresos del 1T16 llegarían a USD 900 millones, abultando los ingresos estructurales.** Queda rondando la pregunta: ¿qué repercusiones tendrá en la senda de convergencia a balance estructural y, finalmente, en la expansión del gasto? Las rentas por repatriación de capitales, según Dipres registrados en mayor impuesto a la renta y fluctuación de deudores (otros impuestos), ascendieron a casi USD 800. Los registros excepcionales de Codelco de enero y febrero los estimamos en al menos USD 70 millones. Y los ingresos excepcionales de Rentas de la propiedad por mayores intereses ligados a operaciones financieras de Corfo estimamos están en torno a USD 50. Así, el 1T16 ha provisto ingresos extraordinarios por

algo más de USD 900 millones, 0,37% del PIB estimado, que se traducirán directamente en mayores ingresos estructurales. Esto podría disminuir el déficit estructural del año 2016, estimado en 1,3% del PIB por el gobierno. Aunque gran parte de estos mayores ingresos son transitorios, también hay un componente permanente. Queda por ver si estos ingresos one-off serán excluidos o no en el cálculo para la senda de convergencia del balance estructural, lo que traerá efectos en el crecimiento del gasto que se elabore en el Presupuesto 2017. Nuevamente, todo queda supeditado a los resultados de la Operación Renta y la efectividad recaudatoria del fisco ante una nueva etapa de la RT.

**Crecimiento del gasto de 2,3% a/a en 1T16 muy afectado por caída real en enero, pero creciendo 5,9% a/a en marzo a pesar de exigente base de comparación.** El aporte del gasto de capital al crecimiento del mes de marzo es casi cero, por lo que la mayor incidencia proviene del gasto corriente (gráfico 1). Al conocerse la caída real del gasto en enero de este año, una de las razones que esgrimimos fue la alta base de comparación que dicho mes tenía (ene15: 11,0% a/a). Marzo tenía una base similar (mar15: 11,8% a/a), pero con todo el crecimiento casi alcanza el 6%. Esto indicaría una aceleración de la capacidad de ejecución del gobierno a partir de marzo, y en abril, con una base poco exigente (abr15: 4,0% a/a), podríamos ver un aumento anual cercano a 7%. Cabe recordar que Hacienda estima un crecimiento para 2016 de 4,2% para el año, estimación que nosotros compartimos.

Gráfico 1

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



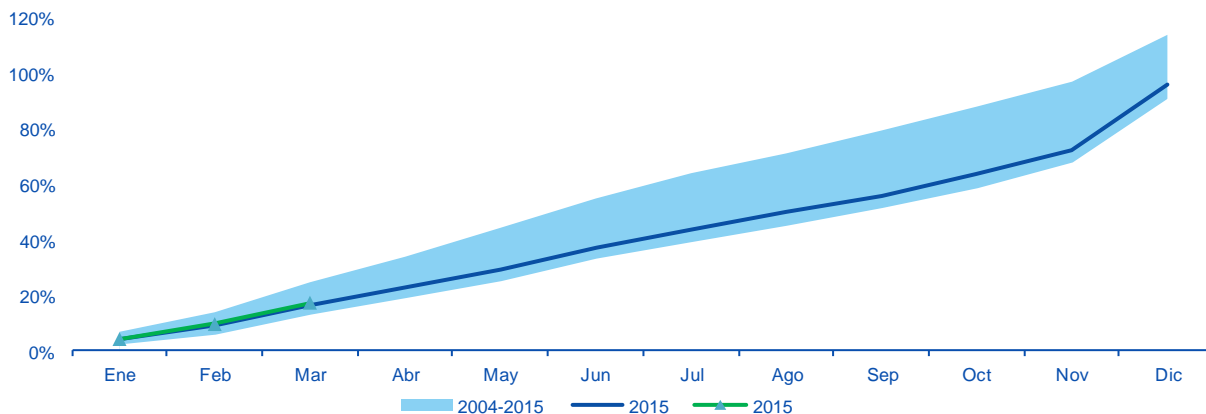
Fuente: Dipres, BBVA Research

**Avance de ejecución con cierto rezago respecto al año anterior, pero aún compatible con ejecución proyectada por el gobierno para fin de año.** La ejecución a marzo del gasto presupuestario de 21,6% es levemente menor al del año pasado (21,9%). En 2015 la ejecución a diciembre fue 101,1%, por lo que el avance actual es compatible con una ejecución completa del Presupuesto.

**Inversión pública con avance muy similar al de 2015, pero con menores presiones de ejecución.** La ejecución acumulada a marzo del total de inversión pública asciende a 17,3%, levemente superior a la alcanzada a la misma fecha del año anterior (16,4%). El gráfico 2 muestra dicha comparación. Estimamos que, debido al ajuste fiscal anunciado en febrero, el gasto de capital caerá en términos reales este año, por lo que la presión por una ejecución completa no está presente este 2016. De todas formas, seguimos viendo riesgos incluso sobre la menor ejecución proyectada por el gobierno, toda vez que los ministerios que suelen mostrar

subejecución, como Educación y principalmente Salud, registran avances de solo 15,8% y 9,6%, respectivamente.

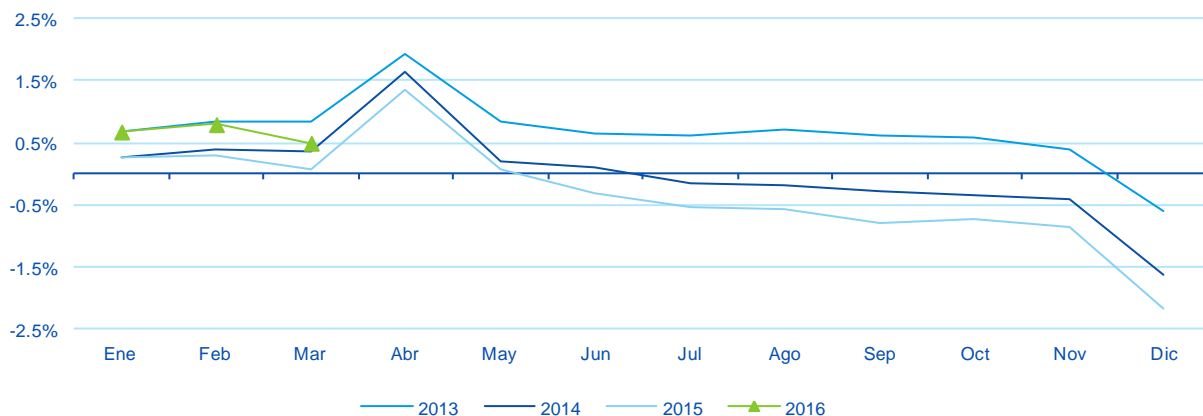
Gráfico 2  
Ejecución de la inversión pública acumulada (% de avance)



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Balance acumulado en 1T16 de 0,5% del PIB comienza a perfilarse para cerrar el año con el déficit efectivo más alto desde 2009.** Como se observa en el gráfico 3, la senda del balance fiscal ha comenzado el año en niveles elevados para alcanzar el 2,9% de déficit estimado por Hacienda. Sin embargo, marzo da el pie para una cifra más en línea con dicha proyección. Al respecto, los resultados de abril y mayo que darán cuenta de los resultados de la operación renta, serán claves. Con todo, estimamos preliminarmente que el déficit del año será levemente menos deficitario de lo estimado por el gobierno, como consecuencia de la habitual subestimación de los Otros Ingresos que contienen las proyecciones oficiales.

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



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Venta de activos en marzo, principalmente para financiar el déficit del mes, no habrían implicado liquidación de dólares.** Los otros activos del Tesoro Público disminuyeron USD 701 millones, donde el componente en pesos disminuyó USD 753 millones. Al contrario, el componente en moneda extranjera aumentó. Por su parte, los fondos soberanos mostraron aumentos, principalmente por ganancias de capital, acumulando en conjunto USD 23.227 al cierre de 1T16. **Volvemos a destacar que existe un total en los otros activos del Tesoro Público de más de US\$ 3 mil millones en moneda extranjera que podrían ser utilizados para financiar futuros déficit mensuales en lo que resta del año.**

### **Empleos públicos: cifras de la Dipres no muestran contracción en doce meses, aunque sí un menor aporte al empleo total que en trimestres previos**

A propósito del debate que hubo la semana pasada respecto de la divergencia entre las cifras de desempleo de la Universidad de Chile y del INE, así como del relevante rol que tuvo en esta discusión el rol de los empleos públicos, el informe trimestral de empleos con apoyo fiscal que publicó la Dirección de Presupuestos aporta información relevante para terminar de armar el puzle laboral, al menos en lo relativo a la contribución del sector público.

Dicho informe separa las cifras laborales en cuatro categorías, cuyos resultados comentamos en los siguientes párrafos:

- a) **Programas de empleo de coyuntura económica<sup>1</sup>:** aquellos que buscan mejorar la empleabilidad de las personas vulnerables y otorgar una fuente laboral en aquellos lugares que hayan experimentado una contracción de la mano de obra a raíz de alguna emergencia. Un comité decide la cobertura de estos programas tomando en cuenta, entre otras dimensiones, las perspectivas para la tasa de desempleo. De acuerdo con la Dipres, **estos programas totalizaron 26.460 cupos en el primer trimestre, cifra que representa un incremento de solo 481 puestos o 1,9% respecto de igual período del año anterior. Efectivamente se observa un menor ritmo de creación de este tipo de empleos, aunque el mayor ajuste se dio en 4T15 (gráfico 4) Respecto de 4T15 se observa una caída de 770 beneficiados, concentrados en las regiones III, IV y IX que explican por sí solas el 83% del total.**
- b) **Programas de empleo de fomento al microemprendimiento<sup>2</sup>:** estos programas buscan que los beneficiarios mejoren sus condiciones económicas a través del desarrollo de sus capacidades personales y sean capaces de generar sus propios ingresos. **Estos programas promediaron 19.618 en 1T16, con un incremento de 4.801 cupos en doce meses (+32,4%), como muestra el gráfico 5. Comparado con 4T15, se observó una caída de 506 cupos respecto de 4T15, destacando los retrocesos en las regiones Metropolitana, X, VII y IV, parcialmente contrarrestados por los mayores empleos en la región del Biobío.**
- c) **Programas de empleo de fomento a la capacitación e inserción laboral:** estos programas consisten en la generación de incentivos para nuevas contrataciones en el sector privado. Se separan en programas directos e indirectos, teniendo el gobierno en estos últimos una menor injerencia, ya que

<sup>1</sup> Incluye el Programa de Empleo de Emergencia de la CONAF y el Programa de Inversión en la Comunidad del Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

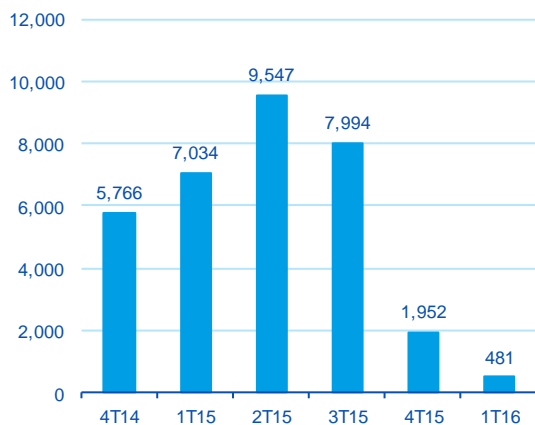
<sup>2</sup> Incluye el Programa Generación Microemprendimiento Indígena Urbano y el Programa de Microemprendimiento, ambos ejecutados por el Ministerio de Desarrollo Social.

dependen en buena medida de las condiciones de mercado. En 1T16 los programas de empleos directos en esta categoría totalizaron 3.887, cifra que representa un retroceso de 1.434 (-26,9%) en doce meses. Respecto de 4T15 se registra una relevante caída de 4.499 beneficiados (gráfico 6).

- d) **Empleos asociados a la inversión pública:** de acuerdo con las estimaciones de la Dipres, la inversión pública permitió crear 276.163 empleos en 1T16, lo que representa 17.133 puestos más que en igual período del año anterior, equivalente a un aumento de 6,6%. Este aumento es significativamente inferior al de trimestres previos, como se muestra en el gráfico 7 y representa menos de la mitad del empleo creado en 4T15, aunque cabe tener en consideración la marcada estacionalidad que presenta la inversión pública que genera estos empleos.

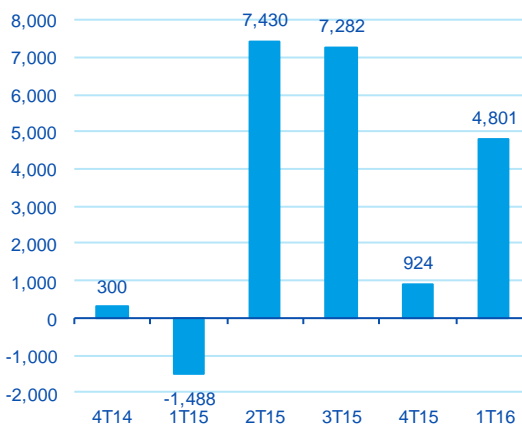
En síntesis, con gran heterogeneidad entre los distintos programas de empleo de gobierno, observamos que en la suma de las categorías consideradas en este Informe, que solo excluyen los programas indirectos de fomento a la capacitación e inserción laboral, se tiene un aumento de los empleos con apoyo estatal en los últimos doce meses de cerca de 21 mil programas o empleos, lo que equivale a una alza de 6,9% a/a. De todas formas, el ritmo de aumento se moderó respecto de 4T15 cuando existieron más de 88 mil programas o empleos más que en 4T14, equivalente a un aumento de 16,3%.

Gráfico 4  
Programas de empleo de coyuntura económica  
(var a/a, número de programas)



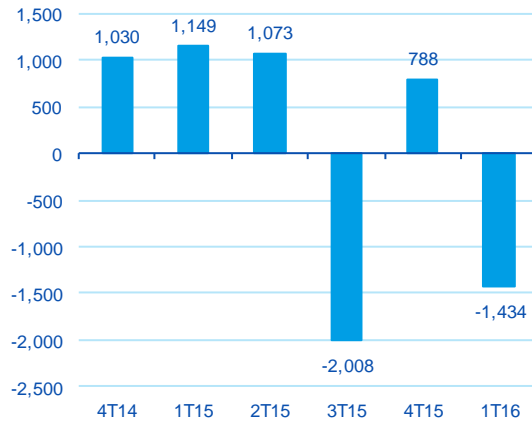
Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 5  
Programas de empleo de fomento al microemprendimiento  
(var a/a, número de programas)



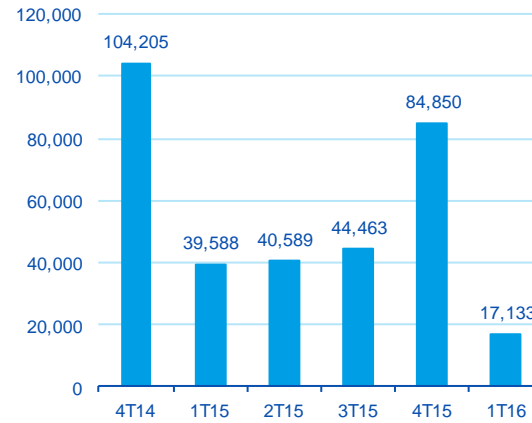
Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 6  
**Programas directos de empleo de fomento a la capacitación e inserción laboral (var a/a, número de programas)**



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 7  
**Empleos asociados a la inversión pública (var a/a, número de empleos)**



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.**