

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Menor impulso fiscal en 4T16 impactaría cifras de crecimiento

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

Después del elevado aumento del gasto en septiembre (14,1% real anual), el Gobierno tenía dos caminos: mantener el ritmo y sobre-ejecutar o poner el pie en el freno para el último trimestre del año. El crecimiento del gasto público de 4% a/a disminuye los riesgos de sobre-ejecución, y parece indicar que el camino optado se relaciona a moderar el ritmo de gasto.

Después de dos trimestres con importantes aportes del gasto público al crecimiento, un freno en 4T16 resentiría las cifras de actividad. El primer damnificado sería el Imacec de octubre, con un crecimiento nulo o marginalmente negativo.

La inversión pública sigue dinámica, y terminaría con un crecimiento en torno a 4% en 2016, apoyando a la alicaída inversión privada.

Con todo, diciembre sigue siendo muy relevante para la cifra de gasto total del año, y los dos caminos (sobre-ejecutar o moderar el ritmo de gasto) siguen abiertos. Hasta el momento, el déficit fiscal se encamina a una cifra cercana a 3% del PIB, y no habría habido liquidación de activos en octubre, aunque sí una significativa pérdida de capital en los fondos soberanos por más de US\$ 600 millones solo en un mes.

Relevante ajuste al ritmo de crecimiento del gasto en octubre

Después del sorprendente crecimiento del gasto en septiembre, el Gobierno se encaminaría a realizar un fuerte ajuste en el ritmo de ejecución en el 4T16. Septiembre presentó un crecimiento del gasto inusual para el noveno mes del año (14,1% a/a), determinado principalmente por un mayor desembolso de subsidios y donaciones realizadas en ese mes. Ante eso, al Gobierno se le abrían dos caminos: mantener el ritmo de gasto y sobre-ejecutar, alcanzando un crecimiento del gasto total en 2016 superior a 5%, o moderar el ritmo de ejecución en el último trimestre.

Octubre era un mes con una baja base de comparación, por lo que el crecimiento de 4,0% a/a es un ajuste al ritmo de expansión. Aunque el crecimiento acumulado al décimo mes del año va en 5,1% a/a, por encima del 4,2% previsto para el año. Para alcanzar el crecimiento proyectado por el Gobierno, el aumento del gasto en noviembre y diciembre debería promediar algo por debajo de 2% a/a lo que ciertamente será un ritmo acotado cuando el gasto privado también se observa opaco. **Una combinación que debería sentirse**

en la cifra de crecimiento del PIB 2016 (BBVAe 1,7%) sobre la cual ya hemos colocado un sesgo a la baja.

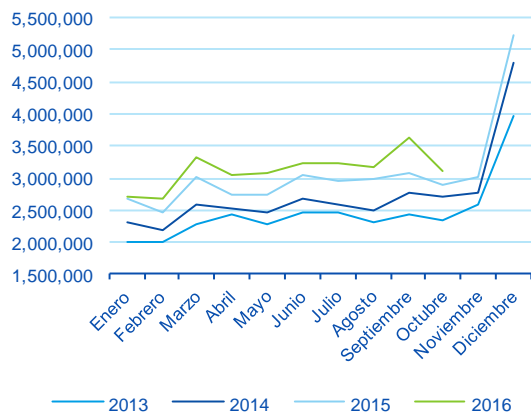
Pie en el freno del gasto en 4T16 tendría como gran damnificado al crecimiento. En los dos anteriores trimestres, el gasto de gobierno aportó con una incidencia relevante a la actividad. Por ejemplo, en 2T y 3T16 el consumo de gobierno creció 7,5% y 6,9%, respectivamente y explicó 1,1 y 1,0 puntos porcentuales del crecimiento de 1,6% de ambos trimestres. Es decir, entre 62% y 67% del crecimiento del PIB estuvo explicado por el consumo del gobierno y esto es sin considerar el aporte a la inversión. Una moderación a este respecto impactará en las cifras de Imacec, donde la primera señal se daría con un mes de octubre con crecimiento nulo o negativo (BBVAe -0,1% a/a; -1,5% m/m).

La válvula de ajuste parece ser la compra de bienes y servicios. La incidencia en octubre y el acumulado del año de la compra de bienes y servicios son prácticamente cero. Contrasta con la importancia relativa que tuvo en 3T16, donde representó casi 1pp del crecimiento de 7,8% a/a en dicho trimestre. No es de extrañarse que el ajuste siga en este componente, y terminemos viendo cifras negativas al cierre de año.

Sin diciembre no es posible ser categóricos respecto a qué camino tomará el gobierno, si sobre-ejecutar o alcanzar un crecimiento cercano a 4%. El gráfico 1 muestra el fuerte ajuste que hubo en octubre, tras la aceleración observada en septiembre, pero a la vez permite ver claramente la importancia relativa que cada año tiene el mes de diciembre.

Gráfico 1

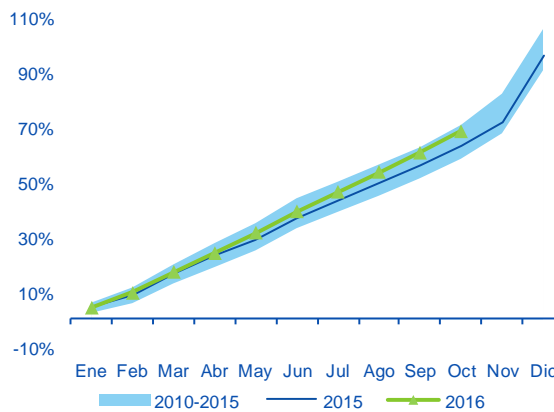
Gasto público mensual nominal 2013-2016



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 2

Avance ejecución inversión pública



Fuente: Dipres, BBVA Research

En el caso de la inversión pública, las probabilidades de sobre-ejecución aumentan al conocer las cifras de octubre. El ritmo de ejecución a octubre es similar al de años donde el gasto de capital tuvo una ejecución mayor al 100% (gráfico 2). Aunque no es posible descartar un ajuste en este ítem en los meses que quedan, las cifras al décimo mes del año encaminan a un crecimiento de la inversión pública 2016 cercano a 4%. Esto contrastaría con la proyección de leve caída que tenía el Gobierno. Con todo, la inversión fiscal sigue apoyando a la deteriorada inversión privada, algo que no ocurriría el próximo año, en el cual, de acuerdo con las cifras del Presupuesto recientemente aprobado, la inversión pública caerá 3,7%, caída que podría ser mayor si se concreta una sobre-ejecución este año.

Ingresos siguen cayendo, y déficit se encamina a algo cercano a 3% del PIB

Continúa el ajuste minero, pero el impulso de la Reforma Tributaria pierde fuerza. Mes a mes las cifras siguen confirmando que la situación fiscal es realmente estrecha. Las devoluciones en la gran minería privada aún no se detienen, y la caída real de la recaudación minera al décimo mes del año es mayor a 100% a/a. Queda por ver el impacto que tendrá en los últimos dos meses el mayor precio del cobre que comenzó a observarse en noviembre. **Por su parte, la recaudación no minera, que se había constituido en un puntal gracias a los efectos de la Reforma Tributaria, cae 4,9% a/a en octubre.** Todo parece indicar que el IVA ha disminuido fuertemente su ritmo de crecimiento, sin descartar una caída en dicho mes, producto del fin del efecto de mayores ingresos que generó la factura electrónica obligatoria.

El déficit fiscal se acumula en 1,4% del PIB a octubre, sin liquidación de activos por parte del Fisco (2,7% del PIB en los últimos 12 meses). Con estas cifras, sigue siendo factible que el año cierre con un déficit fiscal cercano a 3% del PIB. Respecto al financiamiento, no se aprecian liquidación de activos, ni en pesos ni en dólares, por parte del gobierno en octubre. En la línea de endeudamiento, se observa mayor deuda en octubre de casi US\$ 1.000 millones pero no relacionada a la emisión de bonos, por lo que puede estar asociada a la línea de créditos que tiene el Fisco y que está autorizada por la Ley de Presupuestos. **Lo que sí se observa es una significativa pérdida de capital en los fondos soberanos por más de US\$ 600 millones solo en un mes, la que podría ser aún mayor en noviembre dados los cambios que se produjeron en los mercados financieros tras las elecciones en EE.UU.**

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.