

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 15 de abril de 2014
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Hermann González
Economista Principal
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

Caída de la inversión en Chile: más allá de un fenómeno global

- Disentimos con la visión de consenso. La inversión privada se ha desacelerado en forma generalizada en economías emergentes y exportadores de *commodities*, y Chile no ha sido la excepción. Sin embargo, la desaceleración de la inversión localmente ha sido superior.
- Serían varias las hipótesis adicionales a las esgrimidas para esta mayor desaceleración de la inversión en Chile respecto a otras economías: (1) Una mayor caída de los términos de intercambio con una percepción de detrimento de mediano/largo plazo, (2) Inversiones privadas particularmente intensas respecto a otras economías *post-Lehman* y una convergencia rápida a niveles promedio en lo reciente, (3) Marcada desaceleración de la inversión pública la segunda parte del año, y/o (3) Aspectos netamente idiosincráticos que hayan afectado las expectativas empresariales (¿Reforma Tributaria?). Lo que ciertamente no compartimos, es que la inversión total y consecuentemente el PIB hayan tenido castigos similares al de otras economías Latam cuando excluimos a los emblemáticos Argentina y Venezuela.

Según el Banco Central este año sería el segundo año en que la inversión prácticamente no crecería. Proyecta un aumento de la formación bruta de capital fijo de 0,8%, tras el pobre 0,4% de 2013. En su más reciente Informe de Política Monetaria (IPOM) reconoce que en el ámbito local, parte importante de la desaceleración de la economía en los últimos trimestres se debe a la caída en la inversión, a su vez asume que el menor crecimiento de Chile se asocia a un fenómeno común a otros países emergentes:

“La corrección del crecimiento chileno es un fenómeno común a las economías emergentes, y América Latina es una de las regiones que ha visto reducir sus perspectivas de crecimiento con mayor fuerza” (Rodrigo Vergara, Marzo 2014).

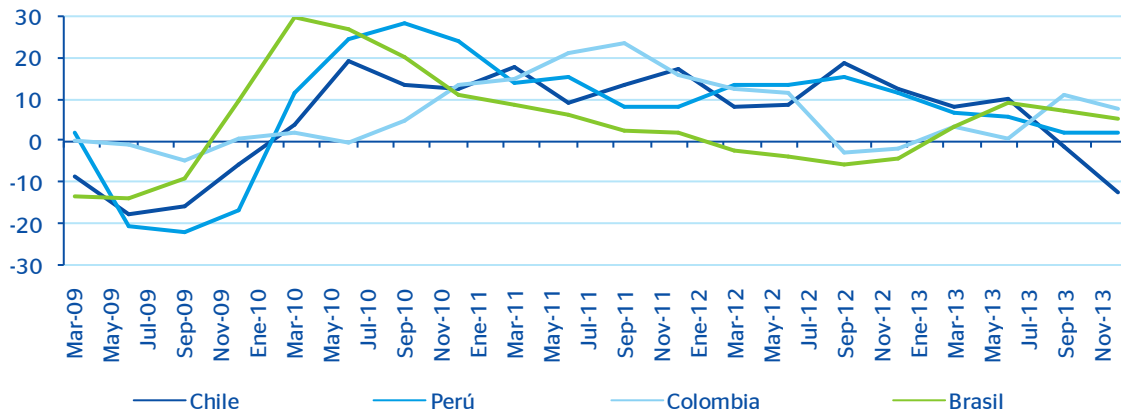
No coincidimos con esa apreciación. Reemplazaríamos el adjetivo “común” por “superior” en la primera línea de esa afirmación de la autoridad. Nuestra aproximación no es a través de mirar la evolución del PIB de Chile y otras economías emergentes como lo ha hecho el Banco Central, sino específicamente el componente más emblemático del gasto en lo reciente, la inversión.

El IPoM de marzo señala una serie de factores como responsables del decepcionante desempeño de la inversión a fines del año pasado. Entre ellos se cuentan: (i) bases de comparación de iguales meses del 2012, que afectó la variación anual de las importaciones de bienes de capital, (ii) la maduración del ciclo de inversión ligado a la minería, (iii) la postergación de algunos proyectos en carpeta, (iv) un deterioro de las expectativas empresariales (v) la caída que, en términos anuales, mostró la inversión pública en el último cuarto del año y (vi) la depreciación del tipo de cambio real, que encarece los bienes de capital importados.

Sin embargo, al comparar la evolución de la inversión para un grupo de economías emergentes y exportadoras de *commodities* - que también han adolecido del retroceso en los términos de intercambio, y potencialmente también de la inversión en sectores de Recursos Naturales -, observamos una caída más pronunciada para la inversión en Chile.

En efecto, cuando se compara las tasas de crecimiento interanual de la inversión en Chile, respecto de otros países de la región, es evidente que la contracción de la inversión no se repite en otros países, como Perú, Colombia o Brasil (Gráfico 1). Una razón que se suele esgrimir para justificar el descenso interanual de la inversión a fines del año pasado corresponde a la alta base de comparación de fines de 2012, sin embargo, estas bases no son muy distintas de las que tuvo Perú y, en ese país, la inversión no se contrajo como en Chile. En Chile la inversión fija creció 15,4% a/a promedio en el segundo semestre de 2012 (período base para la comparación) y en Perú creció 13,5% a/a en el mismo período. Esta diferencia no es suficiente para explicar un crecimiento de la inversión en Perú 9 puntos porcentuales superior a la de Chile durante 2H13. Una tendencia distinta es la que sigue Colombia, país en el cual la inversión creció más en 2H13 que en 1H13 y Brasil, en donde la inversión experimentó una desaceleración muy moderada en 2H13.

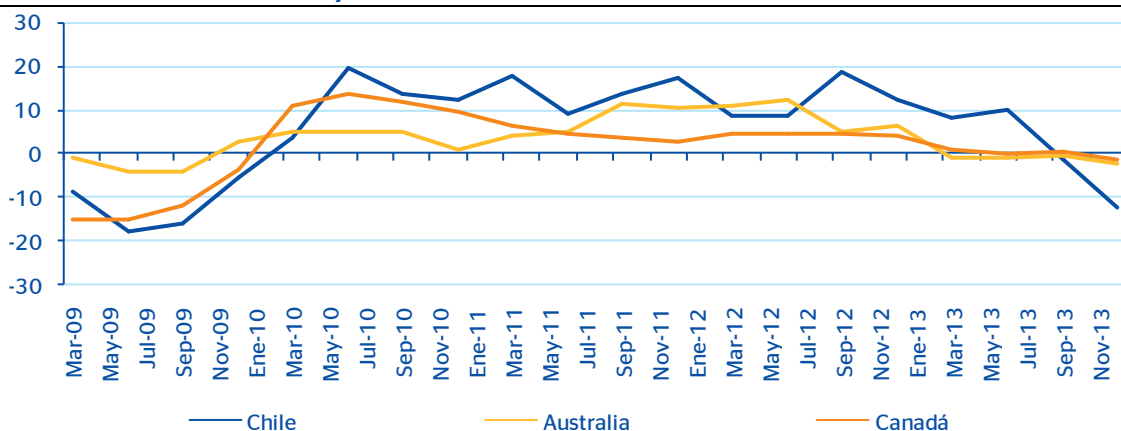
Gráfico 1
Crecimiento a/a de la inversión fija (%)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Quando se compara la evolución de la inversión en Chile con otros exportadores de materias primas, como Canadá y Australia se observa que estos países también exhiben una desaceleración que comenzó antes, pero que en ningún caso es de la magnitud de lo ocurrido en nuestro país (Gráfico 2).

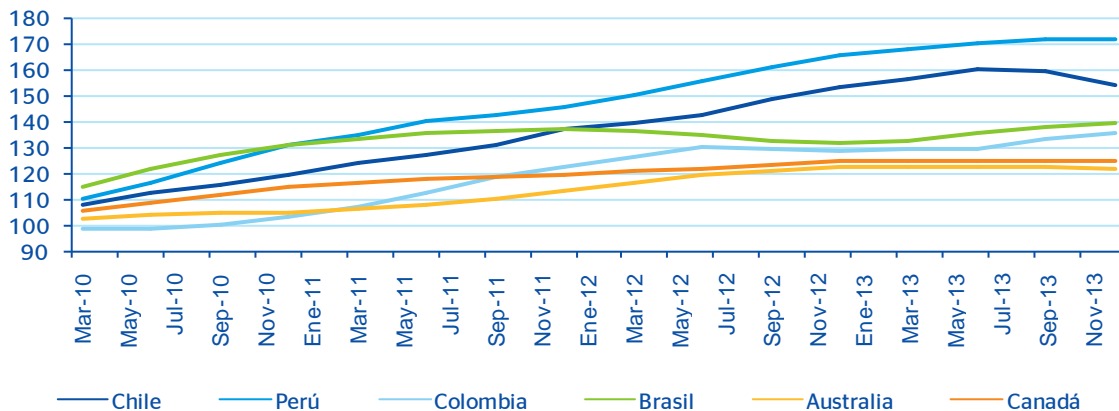
Gráfico 2
Crecimiento a/a de la inversión fija (%)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Para eliminar el efecto que pueden tener las altas bases de comparación de fines de 2012 en los registros de 2H13, calculamos un índice de inversión y lo graficamos como promedio móvil de cuatro trimestres (Gráfico 3). Con esta medición, bastante suavizada, Chile es el único país de la muestra con una caída a fines de 2013 hasta los niveles de 2012. En otros exportadores de materias primas, que usualmente se comparan con Chile, como Australia, Canadá y Perú, se observa una moderación del ritmo de crecimiento de la inversión o una estabilización de esta, mientras que Brasil y Colombia registran un desempeño más positivo en el margen (Gráfico 3).

Gráfico 3
Índice de inversión fija 2T09=100, promedio móvil 4 trimestres



Fuente: BBVA Research

Sería aventurado entregar una razón para esta mayor desaceleración de la inversión localmente ¿Puede ser que la caída de los términos de intercambio se haya producido en conjunto con una percepción de detrimento de estos en el mediano/largo plazo? ¿Puede ser que las inversiones privadas hayan sido particularmente intensas en Chile *post-Lehman*, y ahora solo estemos convergiendo a niveles promedio? ¿Puede que la razón resida en aspectos netamente idiosincráticos que hayan dañado las expectativas privadas (Reforma Tributaria)? ¿Es responsable la histórica subejecución de la inversión pública la segunda parte del 2013? Lo que ciertamente no compartimos, es que la inversión y consecuentemente el crecimiento del PIB haya tenido castigos similares al de otras economías Latam cuando excluimos a los emblemáticos Argentina y Venezuela.

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 (high yield securities) 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.