

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Inversión en sectores exportadores no mineros

Lento y no tan seguro

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni

- Tendremos que esperar hasta el próximo año para observar un mayor dinamismo en la inversión transable no minera. Este 2015 dicho componente de la inversión mostraría una caída anual de 7,9%, contribuyendo a la caída de 2,7% que esperamos para la inversión total.
- Para 2016, el crecimiento de la inversión transable no minera estaría en torno a los USD 400 millones. Así, en un escenario donde la inversión minera disminuiría y la inversión no transable tendría un crecimiento menor al de este año, sería la inversión en sectores exportadores distintos al minero los que apuntalarían la Formación Bruta de Capital fijo después de dos años de caídas.
- Para la concreción de este escenario no basta con las favorables condiciones cambiarias que ya se están observando, hace falta ver una recuperación de las confianzas y una estabilización del escenario internacional.

Monitorear el desempeño de la inversión en los sectores transables no mineros reviste especial importancia en la coyuntura actual, de ahí que en BBVA Research estemos elaborando un informe trimestral, siendo éste su tercera versión¹. Diversas autoridades y analistas de mercado coinciden en que las cifras de crecimiento retomarán tasas cercanas a potencial toda vez que la demanda privada vuelva a repuntar. Al respecto, es clave lo que ocurra con la formación bruta de capital fijo. Y dado el actual escenario, donde ya no se presencia el impulso en inversión que provino del sector minero en años anteriores, con una inversión pública que no volvería a crecer a las tasas que alcanzó en el bienio 2014-2015 y con un nivel de confianzas empresariales que sigue muy deteriorado, **los sectores transables no mineros son los que están en mejor pie para comenzar a dinamizar la inversión total**. Por eso es tan importante monitorear su desempeño. Sin embargo, **no existe una serie de inversión de este tipo publicada por algún organismo oficial**. Dado esto, en este tercer reporte construimos y presentamos una serie para la inversión transable no minera, la cual es, a nuestro entender, la mejor aproximación posible con datos que son públicos.

Actualización de datos

Para la construcción de la serie de inversión transable no minera se utiliza la información más reciente de inversión por sectores de Cuentas Nacionales (CCNN), publicada por el Banco Central en marzo del presente

¹ Nos referimos como sectores transables no mineros, principalmente, a Agricultura, silvícola, pesca y manufactura. Para mayores detalles sobre la metodología de construcción de la serie, ver el primer número que corresponde al informe contenido en el *Recuadro 1: Inversión en sectores transables no mineros: ¿Desde aquí hacia dónde?*, del [Situación Chile Primer Trimestre 2015](#).

año. Allí se detalla la formación bruta de capital fijo (FBCF) por sector productivo, lo que permite hacer la distinción entre sectores transables minero y no mineros y no transables. Además, se adiciona la información de CCNN al segundo trimestre de 2015, recientemente publicada, para las proyecciones del presente año y el próximo.

También se utiliza el resultado de CCNN para el total anual de la FBCF 2014, mientras que para los totales 2015 y 2016 se utiliza la proyección de BBVA Research, que estima variaciones reales de -2,7% y 1,5% respectivamente.

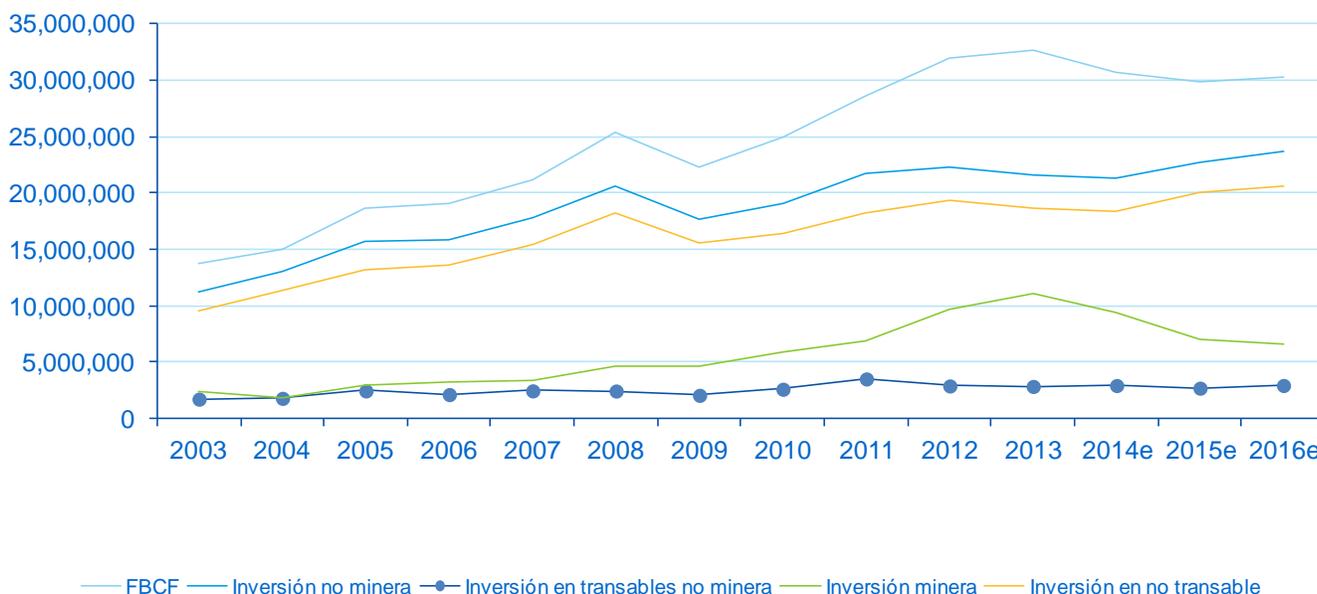
Finalmente, para la separación entre inversión transable minera, no minera y no transable en 2014, 2015 y 2016, se realiza una aproximación mediante la información por sector que publica la Corporación de Bienes de Capital (CBC), de acuerdo a su informe más reciente de agosto de 2015.

Análisis y resultados

La serie en millones de pesos de 2013 para la formación bruta de capital fijo, para la inversión minera, la inversión de sectores no transables y la inversión de sectores transables no mineros se muestra en el gráfico 1.

Gráfico 1

Inversión (FBCF) por sectores 2003-2016 (millones de pesos de 2013)



Fuente: BCCCh, CBC, BBVA Research

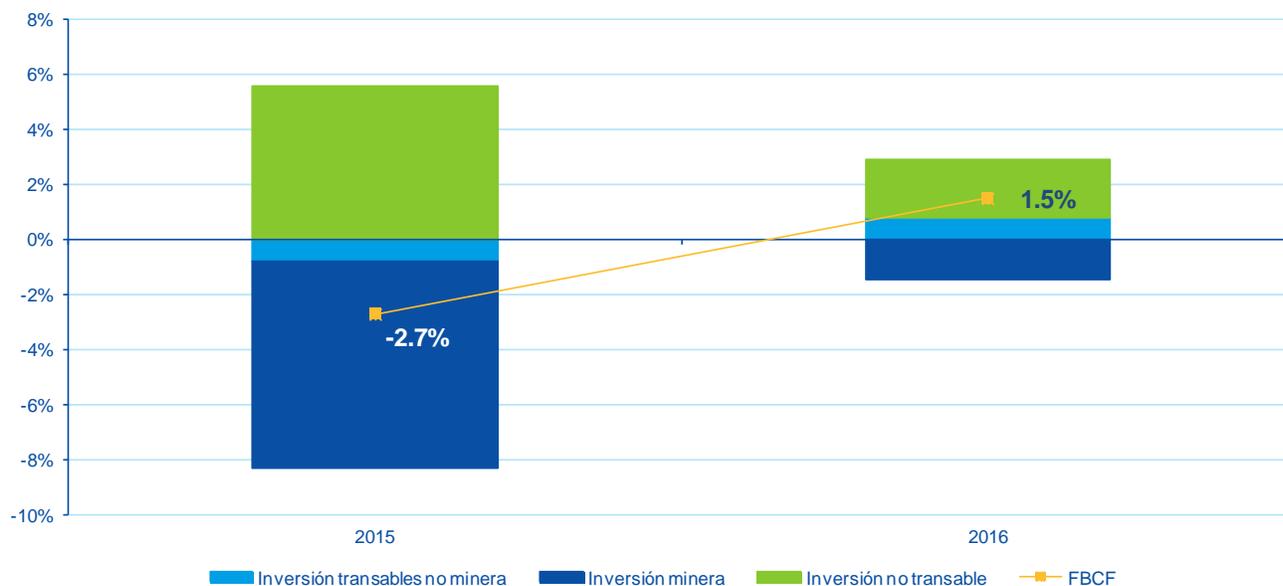
La inversión transable no minera se mantendría estable en 2015 con respecto al nivel que ha mostrado en los últimos años, pero repuntaría hasta aportar positivamente al crecimiento de la inversión total en 2016. En primer término, el aporte de este tipo de inversión al total sigue siendo bajo. Sin embargo, los ajustes en precios relativos, en particular en el ámbito cambiario, que se han dado, repercutirían en una mejora de dicha inversión para 2016, hasta alcanzar una incidencia significativa en el crecimiento de la inversión total del

próximo año. De todas formas, la baja participación de los sectores transables no mineros no deja de ser preocupante para el crecimiento de la inversión en el mediano plazo, y da espacio a riesgos de corto plazo que se detallan más adelante.

Los sectores forestal e industrial aumentarán su inversión en 2016. En particular, en el sector forestal vemos un único proyecto que podría entrar en operación, el cual se trata de una ampliación y modernización de la planta Arauco. Aunque la inversión por dicha planta está presupuestada por sobre USD 600 millones, introducimos el supuesto de un rezago en el inicio de las obras, por lo que estimamos una concreción menor a dicho monto². Debido a esto, estimamos un crecimiento real de la inversión transable no minera de 8,8% para el próximo año, lo que se compara con una caída de este ítem de inversión en 7,9% para el presente año³. Con esto, su contribución será positiva y significativa para el total de inversión 2016, en un escenario donde la inversión minera debería seguir desacelerándose, aunque a menores tasas (variación real e incidencia 2015: -24,7%, -7,6pp; 2016: -6,1%, -1,4pp), y la inversión en sectores no transables debería comenzar a mostrar cierta moderación el próximo año (variación real e incidencia 2015: 9,4%, 5,6pp; 2016: 3,2%, 2,1pp), en línea con el menor aumento esperado para el componente de inversión pública en 2016 respecto a lo ocurrido en el bienio 2014-2015 (ver gráfico 2).

Gráfico 2

Incidencias en crecimiento anual de la inversión total, estimación de BBVA Research para 2015-2016



Fuente: BBVA Research

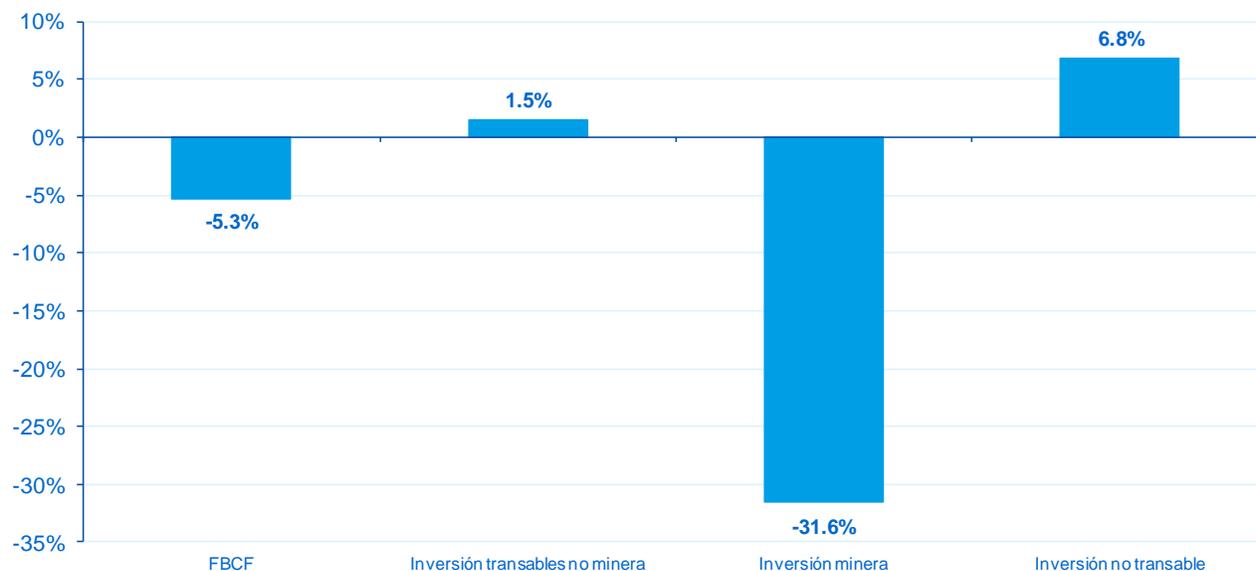
² Hacemos referencia en particular a este supuesto de trabajo dado que, de concretarse por completo la inversión por más de USD 600 millones, el crecimiento de la inversión transable no minera podría llegar a más del 50% en 2016.

³ Con esto, actualizamos nuestra visión de crecimiento de la inversión transable no minera para 2015 con respecto a nuestro anterior informe, donde estimábamos una caída real de 2,8%. Para más información sobre el informe anterior, ver [Observatorio núm. 2 de Inversión Transable no Minera](#), y para nuestras proyecciones macroeconómicas actualizadas ver [Situación Chile, tercer trimestre](#).

Con todo, existen riesgos a la baja tanto en el total de inversión como en el componente transable no minero. Aunque el escenario cambiario favorezca la inversión en los sectores transables no mineros, siempre hay riesgos asociados a la concreción de los proyectos de inversión durante el año, a lo que se suman otros factores macroeconómicos que no están resueltos y podrían restar dinamismo a las ventas y, por ende, a las intenciones de inversión en los sectores transables, como lo es la recuperación de las confianzas a nivel empresarial y la fortaleza de la demanda externa en un escenario actual altamente volátil. Por otra parte, queda por verificar en cuánto moderará su expansión la inversión pública, donde cabe recordar que el Ministerio de Hacienda ha insistido en una reducción de los espacios de gasto a partir del próximo año, lo cual compartimos. Por último, la inversión de los sectores no transables podría verse aún más deteriorada si el componente Construcción se resiente por los cambios impositivos que se materializarán en el sector inmobiliario a partir de 2016.

Entre 2012 y 2016 la inversión total tendría una caída acumulada 5,3%, explicado por una contracción de la inversión minera (-31,6%) que no es compensada por la inversión transable no minera que involucra menores montos a ejecutar aunque con una expansión de 40,9% (Gráfico 3). Lo anterior señala nuevamente la importancia de apuntalar la inversión transable en sectores no mineros, donde precios relativos adecuados son importantes, particularmente el tipo de cambio.

Gráfico 3

Crecimiento acumulado de la inversión, distinguiendo sectores: 2012-2016e

Fuente: BBVA Research

¿Qué esperar de la inversión en sectores transables no mineros?

Ante escenarios de depreciación real de la moneda y cierto retroceso a patrones históricos de crecimiento en los costos laborales, es factible observar un repunte de la inversión en sectores transables no mineros a partir del próximo año. **El que este proceso haya sido más lento de lo usual, al no materializarse durante este año, es compartido por otras economías exportadoras de *commodities* que se encuentran en fases de redireccionamiento de la inversión similar al de la economía chilena.** Los agentes mantienen incertidumbre acerca del futuro y esperan una demanda sostenida antes de comprometer nuevos gastos en capital. También existe incertidumbre respecto al tipo de inversión apropiada para un mundo de tecnologías de la información que afecta los modelos de negocios. Como “lomo de toro local”, no es posible desconocer la dosis adicional de incertidumbre vinculada al ambiente reformista. A todo lo anterior, se suma un escenario internacional altamente volátil.

De acuerdo al último informe de la CBC (2T15), se proyectan menores montos de inversión minera para casi todo el quinquenio 2015-19 respecto de lo estimado el 1T15. Además, no se proyecta una inversión pública que mantenga tasas de crecimiento tan altas como las esperadas para este año. Así, son los sectores transables no mineros los que deberían potenciar su contribución al total de inversión anual, aún cuando su participación sobre el total sigue siendo baja. Dado lo anterior, parece necesario mantener un mix de tipo de cambio depreciado y bajas tasas de interés, a lo que debiese sumarse un repunte en las expectativas empresariales ligadas a dichos sectores.

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.