

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Observatorio de inversión

El ajuste no termina. Esperamos contracciones de la inversión 2016 y 2017. Está en manos de la inversión en energía que el escenario no sea aún peor.

Aníbal Alarcón / Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- El ajuste de la inversión total no terminaría este año, sino que volvería a contraerse en 2017. Este es un factor clave detrás de las débiles expectativas de crecimiento del PIB para el próximo año, que continuamos viendo con techo en 2%.
- Tras un inesperadamente débil primer trimestre y luego de conocer los ajustes a la baja en los proyectos de inversión mineros privados y públicos, para este año proyectamos una contracción de la inversión de 1,1%. Esta contracción estaría empujada por una relevante caída de la construcción, en magnitud no vista desde el año 2009.
- Con base en las cifras de la CBC y en la proyección de los determinantes fundamentales, anticipamos una nueva contracción de la inversión en 2017, esta vez de un 0,5%, nuevamente empujada por la construcción.
- En el bienio 2016-17 el ajuste a la baja en la inversión total se explica por una menor inversión minera y de sectores transables no mineros, que no son totalmente compensados por un ajuste al alza en la estimación del crecimiento de la inversión no transable, donde destacan los montos en inversión en telecomunicaciones, vivienda, obras públicas y, principalmente, energía.
- Las restricciones presupuestarias del gobierno, sumadas a la relevante inercia de los compromisos de gasto corriente, llevarán a que la inversión pública retroceda en 2016 y en 2017, contribuyendo negativamente al crecimiento de la inversión total.
- Las principales fuentes de crecimiento de la inversión en años previos (minería, inmobiliaria, pública) parecen haber agotado su contribución al crecimiento de la inversión. En lo que respecta a los sectores no transables, en los próximos años será el sector energía el que lleve el bastión de la inversión, principalmente por los proyectos que se centran en generar ERNC, pero también proyectos de energía hidroeléctrica.
- El 55% de la inversión por materializar en Chile se concentra en dos regiones del país (Antofagasta y RM), principalmente en sectores tradicionales. El desafío ante un nuevo escenario de menor inversión minera es buscar nuevos sectores productivos y nuevas regiones donde invertir.
- En un escenario de alta incertidumbre global y persistente pesimismo interno, el repunte de la inversión requiere precios relativos adecuados, esto es, un tipo de cambio real competitivo, bajas tasas de interés y políticas que promuevan un mejor ambiente para los negocios.

Sin inversión es difícil recuperar crecimiento potencial

Monitorear el desempeño de la inversión reviste especial importancia en la coyuntura actual. De ahí que en BBVA Research estamos elaborando un observatorio trimestral de este componente, siendo ésta su sexta versión¹. Diversas autoridades coinciden en que las cifras de crecimiento del PIB 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 (FBCF). En el actual escenario, donde ya no se presencia el impulso en inversión que provino del sector minero en años anteriores, anuncios de retrasos en proyectos de inversión por parte de empresas de distintos sectores, y particularmente de la minería, han aumentado la probabilidad de contar por tercer año consecutivo con cifras negativas de crecimiento en la FBCF y, como veremos en este informe, no es descartable que 2017 sea el cuarto año de ajuste.

Aunque inicialmente centramos este informe en el desarrollo de la inversión transable no minera, la cual aún consideramos clave para iniciar la recuperación de la FBCF en el corto plazo y sostener la FCBF en el largo plazo, a partir de esta edición ampliamos nuestro análisis, comentando las cifras coyunturales del último trimestre y ahondando en distintas descomposiciones de la inversión, con proyecciones para el presente año y el próximo.

Proyectamos caídas de la FBCF de 1,1% para este año y 0,5% para el 2017

En la publicación de las Cuentas Nacionales (CCNN) al 1T16, sorprendió el bajo crecimiento de solo 1,5% a/a del componente Construcción, en el que debía ser el trimestre de mayor crecimiento interanual por tener una base de comparación favorable y por un sector inmobiliario que aún mantiene algo de dinamismo después de lo visto al cierre de 2015. Por otro lado, el componente Maquinaria y Equipos aumentó 0,8% a/a, menor al crecimiento de 10,5% a/a de la importación de bienes de capital, el cual estuvo muy explicando por la importación de vehículos de transporte.

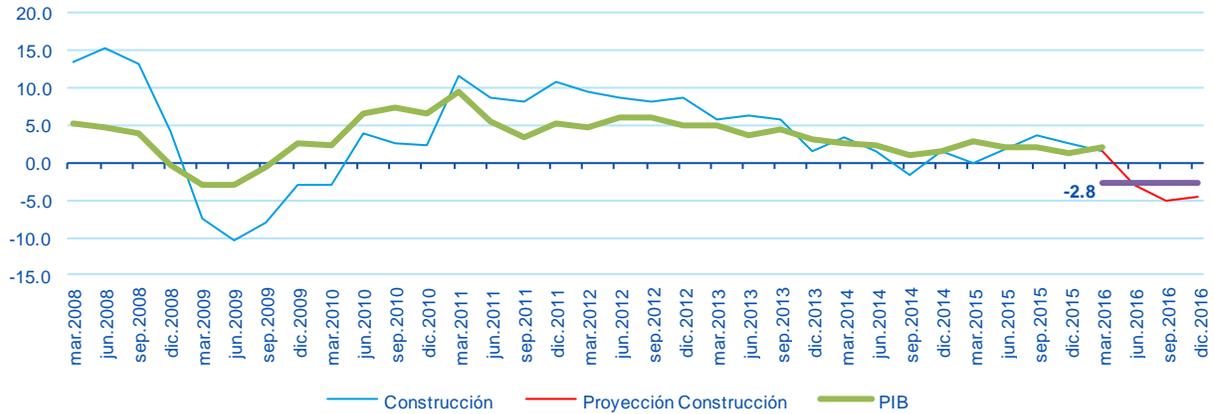
Posteriormente, se dieron a conocer las proyecciones quinquenales de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), donde se ajustó a la baja la estimación de inversión en cerca de US\$ 1.500 para el periodo 2016-2019, principalmente por el sector minero. A esto se sumaron los anuncios de Codelco de, ante los negativos resultados del primer trimestre, realizar una reevaluación de sus proyectos para este año y el próximo.

Lo anterior nos lleva a ajustar nuestra proyección de FBCF a una caída de 1,1% para 2016. Estimamos que el componente Construcción seguirá cediendo, y con mayor fuerza en lo que resta de año, cerrando el año con una caída de 2,8%, alcanzando caídas interanuales como las que no se veían en 2009 (gráfico 1). Respecto a Maquinaria y equipos proyectamos una variación de +3,0% para el año. Aproximándonos vía importación de bienes de capital, estos a la fecha de publicación de este informe muestran un crecimiento acumulado de 13,5% a/a. Si bien es cierto que el componente sin Otros vehículos de transporte se muestra más deteriorado, las cifras globales al primer semestre junto a los fundamentos, como un tipo de cambio real que no seguiría depreciándose, permiten sostener que el deterioro esperado para la segunda parte del año no alcanzaría para arrastrar al crecimiento del año a un terreno negativo.

1: Nos referimos como sectores transables no mineros, principalmente, a Agricultura, silvícola, pesca y manufactura. El primer número de este reporte corresponde al *Recuadro 1: Inversión en sectores transables no mineros: ¿Desde aquí hacia dónde?*, del *Situación Chile Primer Trimestre 2015*.

Gráfico 1

Crecimiento anual del PIB e inversión en Construcción 2008-2016e



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Esperamos que la FBCF en 2017 vuelva a caer en 0,5%. Tomando como base las proyecciones de la CBC, no observamos una recuperación del componente Construcción, el cual volvería a caer, aunque más moderadamente, en 0,8%. El componente de maquinarias y equipo mostraría un crecimiento casi nulo.

Inversión transable no minera volvería a decepcionar en 2016

En BBVA Research hemos seguido con especial atención el crecimiento de la inversión en sectores exportadores distintos a la minería. Tomando como base información pública, generamos una serie anual de inversión transable no minera². La tabla 1 contiene nuestra más reciente actualización de proyecciones, donde destacamos la fuerte corrección a baja en la inversión minera y un ajuste al alza en la inversión de sectores no transables (energía, construcción, inversión pública, entre otros). La inversión transable no minera tendría expansiones acotadas en 2016 y 2017.

Tabla 1

Cambio en las proyecciones de crecimiento de la inversión y sus componentes (porcentajes)

	2015		2016		2017	
	Informe anterior	Actualización	Informe anterior	Actualización	Informe anterior	Actualización
FBCF	-1.5	-1.5	0.9	-1.1	1.5	-0.5
Inversión minera	-20.0	-20.0	7.0	-15.0	4.0	-5.0
Inversión no transable	10.0	10.0	-2.6	3.3	-1.4	0.3
Inv. transable no minera	-20.0	-20.0	15.0	5.0	18.0	5.0

Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

El ajuste en la inversión minera obedece tanto al ajuste en las proyecciones de inversión entregados por la CBC, como a las declaraciones públicas por parte de Codelco de retrasar algunos de sus proyectos

2: Para ver la metodología y las bases de datos utilizadas, ver los Anexos I y II.

este año. Así, la incidencia negativa de la inversión minera sigue siendo significativa este año y el próximo (gráfico 2).

Gráfico 2

Crecimiento real de la inversión total (FBCF) e incidencias por componente



Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Ajustamos al alza la inversión no transable para 2016, toda vez que los mayores montos de inversión informados por la CBC para 2016 y 2017 provienen de Energía, Inmobiliario y Obras Públicas. A lo anterior se suma el ingreso de un nuevo proyecto en el sector de telecomunicaciones, relacionado con el mantenimiento y modernización de redes e infraestructura por un monto de US\$423 MM durante 2016 según el último catastro de la CBC. En tanto, el ajuste positivo para 2017 se explica por el incremento en los montos de inversión en el sector energía producto del ingreso de nuevas iniciativas al catastro que equivalen a un aumento de US\$512 MM respecto de lo estimado a fines del año 2015.

Por último, ajustamos fuertemente a la baja el crecimiento de la inversión en sectores exportadores no mineros. En informes anteriores, mencionábamos que gran parte del crecimiento de este componente el presente año estaría determinado por un proyecto en particular en el sector forestal. Ya avanzada más de la mitad del año, asignamos una baja probabilidad a la concreción de dicha inversión, por lo que el crecimiento de 5% de este componente vendría casi exclusivamente de una mayor inversión en los sectores manufactureros. Para 2017, nuevamente proyectamos un acotado crecimiento para la inversión transable no minera, suponiendo una leve caída en manufactura, pero con una concreción paulatina del proyecto de inversión forestal el próximo año. De esta forma, la inversión transable no minera seguirá representando un porcentaje acotado sobre el total, y habría que esperar hasta después de 2017 para que este componente tenga una contribución mayor en la FBCF y en su crecimiento (gráfico 3).

Gráfico 3
Inversión (FBCF) por sectores 2003-2017e (millones de pesos de 2014)



Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

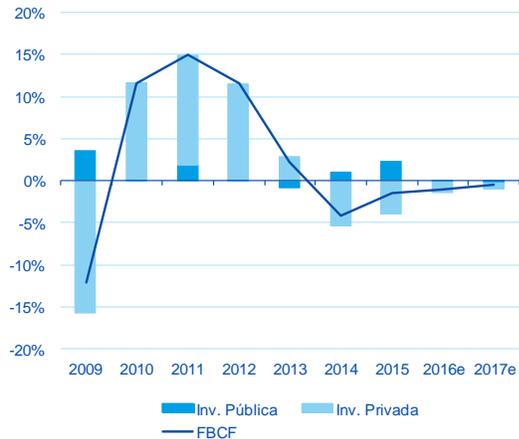
Inversión pública caería levemente, aunque vemos una probabilidad alta de ejecución de 100%

Con la información disponible hasta abril, la inversión pública acumula una ejecución de 24,1% de lo autorizado en el Presupuesto, muy en línea con lo avanzado en años anteriores a la misma fecha. Cabe recordar que la proyección del Ministerio de Hacienda contempla una caída real del gasto de capital este año en torno a 0,5%. Dado que se trata de una proyección menos exigente que en años anteriores, estimamos una ejecución completa del gasto de capital, pero con una descomposición distinta a la del Presupuesto. En efecto, tal como lo hemos mencionado en informes anteriores³, el gasto de capital se descompone en los ítems Inversión y Transferencias de Capital. El último ha mostrado niveles de sobre ejecución en los últimos años, mientras que el componente Inversión suele ser sub ejecutado. Así, viendo lo atrasada que va la ejecución en algunos Ministerios fuertes en el componente Inversión (como Salud y Educación, ver gráfico 5), no esperamos una composición distinta de la inversión pública para este año. Es decir, es factible alcanzar una ejecución del 100% en el total, pero con una sobre ejecución del componente Transferencias de Capital y con una subejecución del componente Inversión.

Preliminarmente, estimamos que el gasto público crecerá en torno a 3% en 2017, lo que implicaría una nueva caída de la inversión pública, esta vez en torno a 2%. De esta manera, después de contribuir positivamente por dos años a la FBCF, vendrían al menos dos años de incidencia negativa, aunque acotada, del componente público en el total de inversión (gráfico 4).

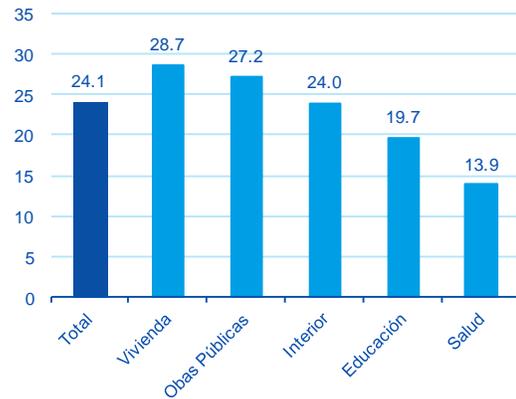
3: Ver Observatorio Económico “El desafío de ejecutar la inversión pública. Implicancias para el Presupuesto 2015”, de noviembre de 2014.

Gráfico 4
Incidencia de inversión pública y privada en el crecimiento de la FBCF total



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 5
Ejecución de la inversión por principales Ministerios a abril (% del Presupuesto)



Fuente: Dipres, BBVA Research

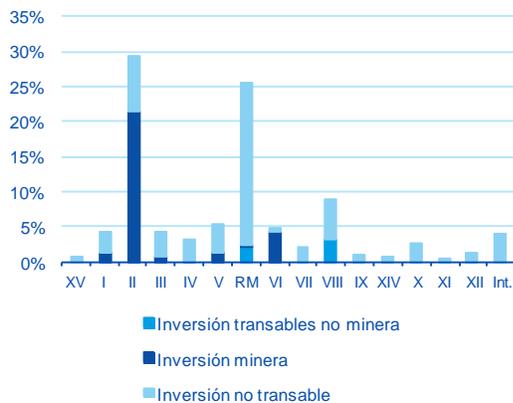
Inversión transable no minera: el desafío de crecer en regiones

La inversión en Chile no solo está concentrada en algunos sectores económicos, sino que también en algunas regiones del país. Analizando en detalle las cifras entregadas por el catastro más reciente de la CBC, del total de la inversión estimada a materializar durante los próximos cinco años, casi un 30% se encuentra en la región de Antofagasta -principalmente en el sector minero, que representa más del 20% de ese total- mientras que un 25% del total de la inversión se encuentra en la región Metropolitana en sectores no transables –como obras públicas e inmobiliarias. Ambas regiones concentran más del 50% del total de la inversión a materializar en el quinquenio terminado el año 2020. Como contraparte, el resto de las regiones alberga inversiones relacionadas principalmente con sectores no transables a excepción de la VI región de O'Higgins -donde la inversión minera representa más del 85% del total- y la VIII región del Biobío, la cual posee gran parte de la inversión transable no minera que existe en el país (gráfico 6).

Al analizar los ajustes a las proyecciones de inversión de la CBC para el periodo 2016-2019, estos están mayormente concentrados en la inversión estimada para el año en curso, donde la II región de Antofagasta presenta la mayor caída respecto de lo estimado el último trimestre del año pasado muy relacionada a la menor inversión en minería. Por su parte, la región Metropolitana presenta un incremento en la inversión estimada a materializar a partir del año 2017 influenciado por la mayor inversión en sectores transables no mineros (Gráfico 7).

El desafío en el actual proceso de redireccionamiento de la inversión es buscar nuevos sectores productivos y nuevas regiones donde invertir en un contexto de menor inversión minera. No solo es necesario reforzar la inversión en sectores transables no mineros para aumentar su contribución a la inversión total, también surge la oportunidad de dirigir los recursos hacia otras regiones del país, caminos que no necesariamente son incompatibles y probablemente sean una alternativa viable para potenciar el crecimiento de la inversión en sectores exportadores no mineros.

Gráfico 6
Estimación de inversión a materializar en el quinquenio 2016-20 por componentes (% del total)



Fuente: CBC, BBVA Research

Gráfico 7
Ajuste a la estimación de inversión a materializar entre 2016-19 por regiones (% del total)



Fuente: CBC, BBVA Research

¿Qué esperar de la inversión en los próximos años?

Las principales fuentes de crecimiento de la inversión en años anteriores, como fueron el sector minero, la inversión inmobiliaria y la inversión pública, parecen haber agotado su contribución al crecimiento de la inversión (o contención de una mayor caída). En lo que respecta a los sectores no transables, los próximos años será el sector energía el que lleve el bastión de la inversión, principalmente por los proyectos que se

centran en generar ERNC, pero también será clave la concreción de los proyectos de energía hidroeléctrica en carpeta.

Ante escenarios de depreciación real de la moneda y cierto retroceso a patrones históricos de crecimiento en los costos laborales, sería esperable observar un repunte de la inversión en sectores transables no mineros. **El que este proceso haya sido más lento de lo usual, al no materializarse durante el pasado bienio, es compartido por otras economías exportadoras de *commodities* que se encuentran en fases de redireccionamiento de la inversión, similar al de la economía chilena.** Las empresas se mantienen pesimistas respecto del futuro y esperarán un mejor comportamiento de la demanda 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 e incierto. Todos estos factores mantienen el nivel de confianzas en niveles deteriorados, y es probable que las expectativas no tengan un repunte hasta 2018⁴.

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. Dentro de las medidas de aumento de la productividad anunciadas por el gobierno y otras instituciones recientemente, no pocas están dirigidas a dichos sectores exportadores, así como también al impulso de las exportaciones de servicios. Estamos atentos a observar si dichas medidas llegarán a puerto y al impacto que finalmente tengan. De todas formas, parece seguir siendo necesario mantener un *mix* de tipo de cambio depreciado y bajas tasas de interés reales, a lo que debiese sumarse un repunte en las expectativas empresariales ligadas a dichos sectores.

El reciente “Brexit” genera incertidumbre respecto a mantener los precios relativos apropiados para estimular la inversión en sectores ajenos a la minería. La reacción al día de hoy, que ha elevado marginalmente el precio del cobre y ha apreciado el peso, plantea riesgos a la posibilidad de mantener un tipo de cambio real competitivo para hacer atractivos los sectores exportadores no mineros. Aunque aún hay mucho por ver en lo que respecta al desarrollo post referéndum, el mercado ya ha comenzado a internalizar una política monetaria local que se mantiene en la actual posición durante largo tiempo y, dada la necesidad de un tipo de cambio real depreciado, no es descartable futuros recortes en la tasa.

4: Ver Observatorio Económico “*Hechos estilizados sobre indicadores de confianzas: neutralidad recién hacia fines del 2017/principios 2018*” de marzo de 2015.

Anexo I: Construcción 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 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 primer trimestre de 2016, 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 2015, mientras que para los totales 2016 y 2017 se utiliza, en esta ocasión, nuestra proyección más reciente, que estima variaciones reales negativas de 1,1% y 0,5% respectivamente.

Finalmente, para la separación entre inversión transable minera, no minera y no transable en 2015, 2016 y 2017, 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 mayo de 2016.

Anexo II: Metodología

Tomando como punto de partida la construcción de la serie de inversión no minera de Fornero, Kirchner y Yany (2014), en las bases de datos contenidas en el sitio web del Banco Central se encuentran series anuales de inversión por sector económico para los años 2003-2009 (cuentas nacionales base 2003) y 2008-2012 (cuentas nacionales base 2008). Dado que la compilación de referencia más reciente para las cuentas nacionales utiliza la metodología de encadenamiento de precios, la cual no permite la agregación por componente para calcular el total a excepción del año base (Cobb, 2014), y que además para la serie más reciente solo hay información desde 2008, se utilizaron las cifras nominales de inversión por sectores de 2014 (último año con información actual y completa disponible), y se construyó una serie que comienza en 2003 utilizando las variaciones reales anuales que se extraen de las series publicadas en el Banco Central. Como se aprecia, esta serie quedará expresada en millones de pesos de 2014 en base a la compilación de referencia 2008, y al utilizar las variaciones reales de series con compilaciones de referencia distintas se trata de la mejor aproximación posible con datos públicos. Para que la suma de los componentes sea igual a la formación bruta de capital fijo en cada año, el ajuste se realiza por diferencia en la inversión en sectores no transables. Para la identificación de los sectores transables no mineros nos basamos en Restrepo y Soto (2005). Tal como se indica en el trabajo citado, solo parte de la industria manufacturera es transable, aunque es una parte significativa. De igual forma, parte de comercio y hoteles, así como de transporte y telecomunicaciones también son transables, pero en esos casos predomina la producción no transable. Por lo tanto, identificamos como sector transable no minero la suma de los sectores agrícolas, silvícola, pesca y manufactura en su totalidad. Nuevamente, se trata de la mejor aproximación a los sectores transables que se puede realizar con datos públicos y agregados.

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.