

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Observatorio inversión

Nueva caída de la inversión en 2017: Cuatro años seguidos

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Waldo Riveras / Jorge Selaive

Santiago, 1 de junio de 2017

Motivación

Monitorear el desempeño de la inversión reviste especial importancia en la coyuntura actual. De ahí que en BBVA Research elaboramos periódicamente un observatorio de este componente de la demanda interna, siendo ésta su octava versión¹. Es de amplio consenso 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). Aún en el actual escenario, donde ya no se presencia el impulso en inversión que provino del sector minero en años anteriores y al que se han sumado anuncios de retrasos en proyectos por parte de otros sectores, ajustamos levemente al alza nuestras proyecciones para el cierre del presente año y para el próximo, entre otras razones por un mayor número de proyectos informados por la Corporación de Bienes de Capital para este año, un mayor dinamismo que el esperado en las importaciones de bienes de capital a inicio de año e índices de confianza en el área de la Construcción que se han estabilizado o incluso mejorado en el margen. Sin embargo, para retomar tasas de crecimiento de la FBCF, la inversión no transable tiene que recuperar dinamismo y, en el mediano plazo, sectores exportadores no mineros deben ganar importancia relativa. Aunque en este informe revisaremos buenas noticias respecto a estos últimos, insistimos en la necesidad de contar con condiciones macroeconómicas y precios relativos que estimulen mayor atractivo para la inversión en estos sectores.

La FBCF volvería a contraerse en 2017, completando cuatro años de caídas sostenidas. Chile sería el país con el periodo más prolongado de contracción de la inversión en Latam.

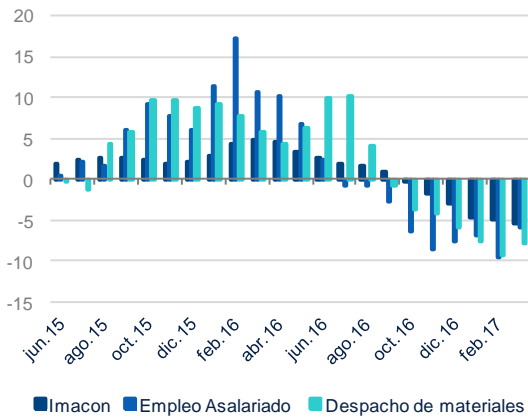
Cifras al primer trimestre confirman que el ajuste en Construcción no se ha frenado. De acuerdo a las Cuentas Nacionales al primer trimestre de 2017 (CCNN 1T17), la inversión en Construcción y otras obras completó su tercer trimestre de caídas interanuales, retrocediendo 6,0% a/a. En ese trimestre se habría dado la mayor caída de este ciclo, aunque las variaciones negativas aún nos acompañarían un par de trimestres más. En efecto, indicadores en el margen, como el Índice Mensual de Actividad en la Construcción (Imacon) y otros indicadores mensuales adelantados reafirman al menos un 2T17 en que la inversión en construcción no retornaría a terreno positivo. A la vez, las expectativas empresariales para el sector (IMCE construcción) sugieren que el mayor ajuste ya ocurrió, pero que el retorno a un mayor dinamismo será lento (gráficos 1 y 2).

Proyectamos una contracción interanual del componente Maquinarias y Equipos en 2T17. En el caso de las importaciones de capital, el componente 'Otros vehículos de transporte', usualmente asociado a importaciones de gran valor que no responden al ciclo (como vagones de trenes o aviones), tuvo un dinámico desempeño en 2016, lo que afecta las bases de comparación para este año. De hecho, las importaciones de bienes de capital sin este componente, están mostrando una recuperación en el margen. Con todo, las bases de comparación están influenciadas por el componente 'Otros vehículos de transporte'. Después de un 1T17 con Maquinarias y Equipos creciendo 3,9% a/a, la alta base de comparación repercutirá en una caída de este componente en el segundo trimestre.

Así, el 1S17 mostrará caídas en la inversión fija (FBCF) y el repunte que esperamos para el segundo semestre no alcanzará para salir del terreno negativo. De esta forma, esperamos que la inversión retroceda 0,5% este año. Con esto, Chile se transformaría en el país de Latam con un la mayor cantidad de años consecutivos con caídas en la inversión (4 años).

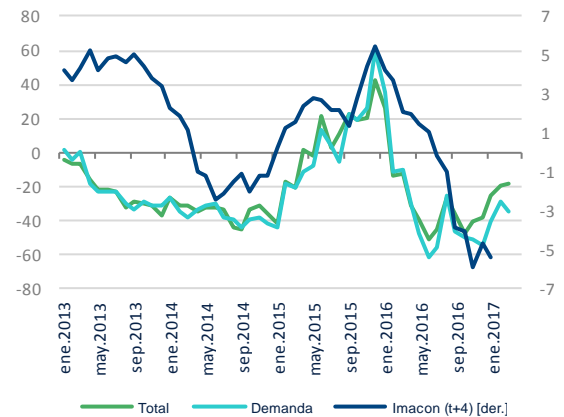
¹ El primer número de este reporte corresponde al Recuadro 1: Inversión en sectores transables no mineros: ¿Desde aquí hacia dónde?, del [Situación Chile Primer Trimestre 2015](#).

Gráfico 1. Indicadores mensuales relacionados al sector Construcción



Fuente: INE, BCCh, CChC, BBVA Research

Gráfico 2. Medidas IMCE Construcción comparado con Imacon en 4 meses (var. % a/a)



Fuente: BCCh, CChC, BBVA Research

Crecimiento de la inversión en 2018 dependiente de apoyo de inversión pública y recuperación de las confianzas. Aunque más adelante detallaremos la dinámica esperada para la inversión pública, esta apoyará con mayor fuerza el crecimiento del total el próximo año. Con todo, una recuperación de la inversión privada a tasas de crecimiento positiva es condicional a una recuperación de las confianzas, tema que estará en el tapete durante este año en el contexto de las elecciones presidenciales y parlamentarias a finales de este año. **En nuestro escenario base, proyectamos un crecimiento de la inversión de 2,4% el 2018.**

Inversión transable no minera: buenas noticias gracias a proyectos puntuales

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. El Cuadro 1 contiene nuestra más reciente actualización de proyecciones, donde destacamos que el ciclo de caídas de la inversión minera habría llegado a su fin, aunque sin mostrar un despegue.

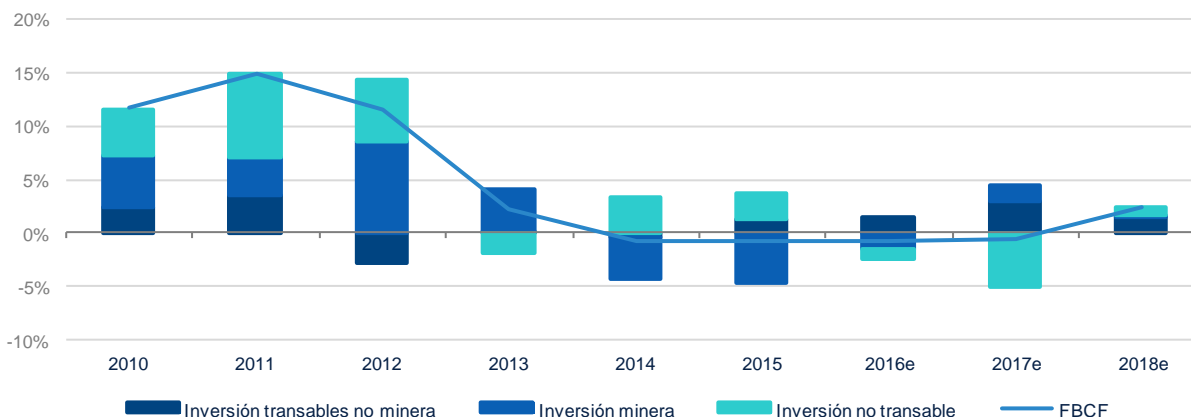
² Para ver la metodología para el cálculo de la serie de inversión transable no minera y las bases de datos utilizadas, ver los Anexos I y II.

Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento de la inversión y sus componentes (porcentajes)

	2016	2017	2018
Inversión minera	-7,0	7,0	1,0
Inversión transable no minera	15,0	25,0	10,0
Inversión no transable	-1,3	-7,4	1,0
FBCF	-0,8	-0,5	2,4

Fuente: BCCh, CBC y BBVA Research

La inversión minera, después de tres años de caídas, volvería a alcanzar cifras positivas este año, impulsada principalmente por la inversión que realizará el sector público mediante sus empresas en el área. Tanto las cifras de la CBC como lo informado por distintas empresas mineras, incluida Codelco, nos hacen sostener esta proyección. La CBC informa un catastro de inversiones este año por US\$ 3.770 millones, donde destacan proyectos de una mina subterránea en Chuquicamata, un suministro complementario de agua desalinizada para Escondida y un proyecto de minerales primarios para Spence. De todas formas, después del crecimiento de este año, la inversión minera mantendrá un ritmo de crecimiento acotado a partir de 2018 (gráfico 3).

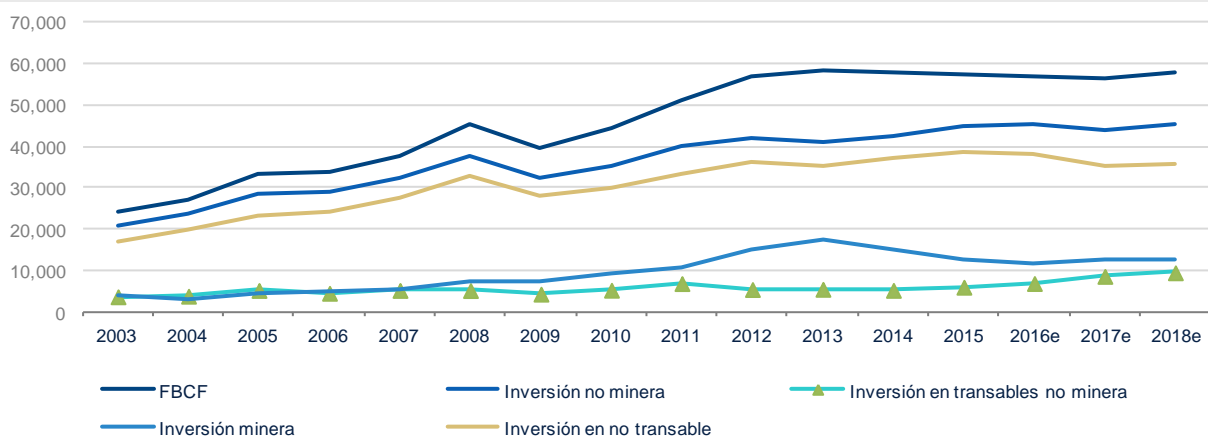
Gráfico 3. Crecimiento real de la inversión total (FBCF) e incidencias por componente


Fuente: BCCh, CBC y BBVA Research

El crecimiento de la inversión transable no minera eleva su participación sobre la inversión total (gráfico 4). Esto obedece principalmente a algunas inversiones puntuales. En efecto, buenas cifras en la inversión en los sectores manufactureros, donde la CBC catastra US\$ 838 millones para este año, y, principalmente, el que se haya logrado destrabar el proyecto de Modernización y Apliación Planta Arauco, que hasta la fecha se encontraba objetado por comunidades de la zona donde se realizarán las operaciones, y que proyecta una inversión total del proyecto de US\$ 2.300 millones. Con todo, reiteramos que un tipo de cambio competitivo (depreciado en términos multilaterales) es un precio relativo necesario para

el sector exportador no minero (en bienes y servicios) que debe ganar importancia y dinamismo. Sin dejar de lado evidentes desafíos en productividad e innovación del sector exportador que permitan intensificar y desarrollar exportaciones en productos y servicios, parece necesario entregar contar con precios relativos adecuados. Por su parte, la fuerte incidencia negativa de la inversión no transable responde principalmente al sector construcción.

Gráfico 4. Inversión (FBCF) por sectores 2003-2018e (millones de dólares)



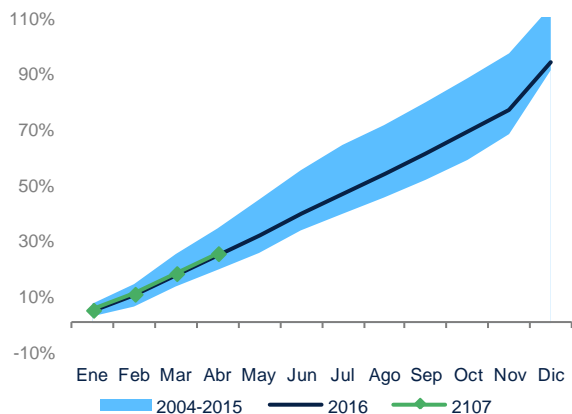
Fuente: BCCh, CBC y BBVA Research

Crecimiento de la inversión pública 2017 sostenida en relevante sub-ejecución a finales del año pasado

El 2016 cerró con una ejecución de 94% del presupuesto en inversión pública, ubicándose cerca del piso del rango histórico. Después de una mayor concentración de gasto de capital a septiembre del año pasado, el último trimestre el ritmo de ejecución se desaceleró con fuerza. Aunque la menor ejecución en 4T16 fue generalizada tanto para gasto corriente como de capital, el componente más golpeado fue este último. El gasto de capital se divide entre la inversión realizada directamente por el gobierno central, y las transferencias de recursos que el Fisco realiza para que gobiernos regionales realicen obras de inversión en sus localidades. Así, la inversión directa del gobierno suele mostrar un componente de sub ejecución incluso en años de alto gasto, pero las transferencias de capital suelen sobre-ejecutarse. Con todo, 2016 mostró sub-ejecución en ambos componentes, con la ejecución del gasto de capital en diciembre cerca del piso del rango histórico 2004-2015 (gráfico 5).

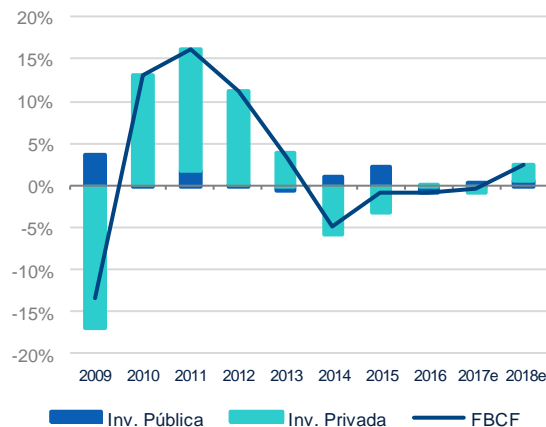
Por baja base de comparación, la inversión pública crecería 1,9% a/a este año, aportando positivamente a la inversión total. Para estimar dicho aumento, incorporamos un supuesto de mayor gasto por reconstrucción tras los incendios en el sur, los cuales podrían elevarse hasta los US\$80 millones este año. Al mes de abril, el ritmo de ejecución es similar al observado el año anterior. Como es posible apreciar, las probabilidades de alcanzar un crecimiento de la inversión pública este año quedan muy determinadas por lo que alcance a hacer el gobierno el último trimestre de este año. Con todo, estimamos que la inversión pública evitaría en el margen un mayor deterioro de la inversión total (gráfico 6).

Gráfico 5. Avance ejecución inversión pública



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 6. Inversión total y contribuciones sectores público-privado



Fuente: BCCh, Dipres, BBVA Research

¿Qué esperar de la inversión hacia adelante?

En lo que respecta a los sectores no transables, lo que ocurra en los próximos años queda supeditado principalmente a la recuperación de la Construcción y a eventuales nuevos aportes por parte del sector Energía, principalmente por los proyectos que se centren en ERNC, como los parques eólicos Sarco, Aurora y San Gabriel, que en conjunto suman US\$ 910 millones para el quinquenio 2017-2021. También será clave la concreción de los proyectos de energía hidroeléctrica en carpeta, como la Central Hidroeléctrica Alto Maipo, que suma un total de US\$2.050 millones para el mismo quinquenio. Se vislumbran buenas noticias al respecto, sobre todo al ver que el catastro de la CBC de 1T17 incorporó US\$ 1.668 millones de mayor inversión respecto al trimestre previo. Las principales fuentes de crecimiento de la inversión en años anteriores, como fueron el sector minero, la inversión inmobiliaria y la inversión pública, no se vislumbran con una contribución al crecimiento de la inversión similar a la de años previos.

Ante escenarios de depreciación real del peso y cierto retroceso a patrones históricos de crecimiento en los costos laborales como los observados en los últimos tres años, sería esperable observar un repunte de la inversión en sectores transables no mineros. El que este proceso haya sido más lento de lo usual 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 ahora al ambiente electoral. Estos últimos aspectos también afectan la inversión en sectores no transables. A todo lo anterior, se suma un escenario internacional altamente volátil e incierto, aunque el crecimiento mundial muestra claras señales de recuperación sincronizada desde mediados del año pasado. Todos estos factores mantienen el nivel de confianzas en niveles deteriorados, y es probable que las expectativas no vuelvan a niveles neutrales sino hasta inicios de 2018.

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. Al respecto, 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. Los mayores factores de riesgo a este respecto provienen del exterior, principalmente de China, dadas las cifras de actividad conocidas en el margen que no han sido del todo alentadoras. A esto se suman dudas por parte de Estados Unidos, tanto por la dirección fiscal que tendrá la actual administración, aún no zanjada en el Parlamento, como por la expectativa de una senda de inflación que entregue mayor determinación a la Fed para nuevas alzas de tasas.

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, que va corresponde a la Compilación de Referencia 2013. 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 2017, publicada en mayo, para las proyecciones del presente año y el próximo.

También se utiliza el resultado de CCNN para el total anual de la FBCF 2016, mientras que para los totales 2017 y 2018 se utiliza nuestra proyección más reciente, que estima variaciones reales de -0,5% y 2,4% respectivamente.

Finalmente, para la separación entre inversión transable minera, no minera y no transable en 2016, 2017 y 2018, 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 2017.

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), 2008-2014 (cuentas nacionales base 2008) y 2013-2015 (cuentas nacionales base 2013). 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 2013, se utilizaron las cifras nominales de inversión por sectores de 2015 (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 2015 en base a la compilación de referencia 2013, 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.