

Observatorio Económico

Chile

Santiago,
18 de noviembre de 2013
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Hermann González
Economista Principal
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

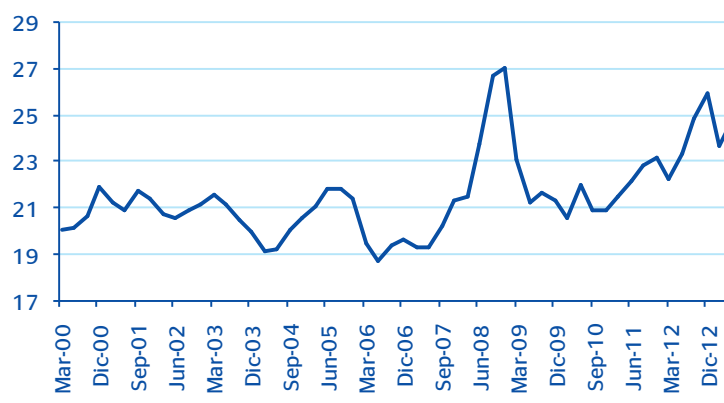
Un histórico boom de inversión

- **Desde el 2008, a nivel mundial la inversión ha disminuido su participación en el PIB.** Sin embargo, en varias economías exportadoras de commodities la situación ha sido la opuesta. En Chile la inversión ha explicado el 50% del crecimiento del PIB entre el 2010 y 2012.
- **Los favorables términos de intercambio que experimentó Chile durante los 60s no generaron entonces un boom de inversión como el que se ha observado desde mediados de la década pasada.** Los sospechosos de siempre, adicionales a los términos de intercambio, como la apertura financiera y mejora en la institucionalidad, probablemente explican la mayor propensión a recibir inversión en el sector minero. Sin embargo, creemos que la menor ley del mineral, menor disponibilidad de agua y mayor necesidad de energía estarían detrás del histórico boom de inversión reciente, y explican también de paso el aumento en costos. Hoy se requiere más inversión para extraer la misma cantidad de mineral.
- **La inversión continuará fluyendo hacia minería y energía a ritmos menores, reduciendo de paso el déficit de cuenta corriente.** Sin embargo, parece imperiosa la necesidad de redireccionamiento de la inversión hacia sectores distintos al minero, situación que requiere niveles altos de confianza del empresariado, precios relativos adecuados, particularmente en términos cambiarios, junto a favorables condiciones financieras.

La inversión explica 50% del crecimiento de los últimos años

El Gráfico 1 muestra la evolución de la formación bruta de capital fijo (FBCF) en Chile, como porcentaje del PIB desde el año 2000. Se observa que en los últimos tres años la FBCF aumenta de manera significativa. En el período 2000-2007, promedió 20,6%, mientras que en 2010-2013 promedió 22,8%, con cifras que en el margen se ubican cerca de 25% del PIB.

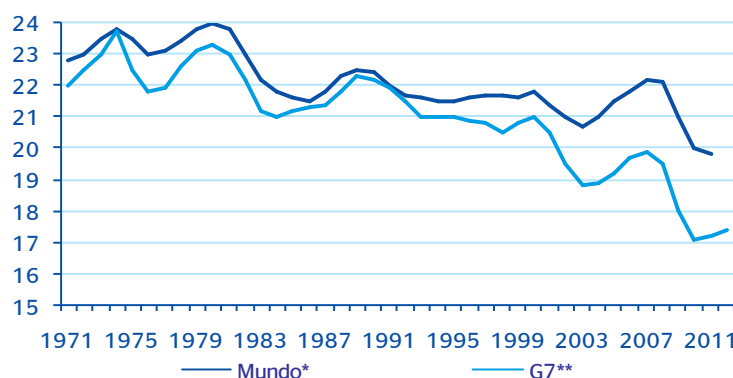
Gráfico 1
Formación Bruta de Capital Fijo (porcentaje del PIB)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Lo destacable de esta evolución de la inversión es que se observa en un contexto en que, a nivel mundial y, especialmente en el mundo desarrollado, la inversión ha reducido su participación en el PIB durante los últimos años. Diversos factores, algunos de ellos compartidos por otras economías exportadoras de commodities, estarían detrás de este comportamiento (Gráfico 2).

Gráfico 2
Inversión global en el mundo y los G7 (porcentaje del PIB)



*Incluye inversión de empresas, pública y residencial.
**Los datos para el 2012 corresponden a estimaciones
Fuente: Thomson Reuters, Banco Mundial

Este aumento de la inversión ha significado que en los últimos tres años, cuando la economía creció 5,8% promedio, un 49% del crecimiento del PIB haya estado explicado por la contribución de este componente de la demanda (Cuadro 1).

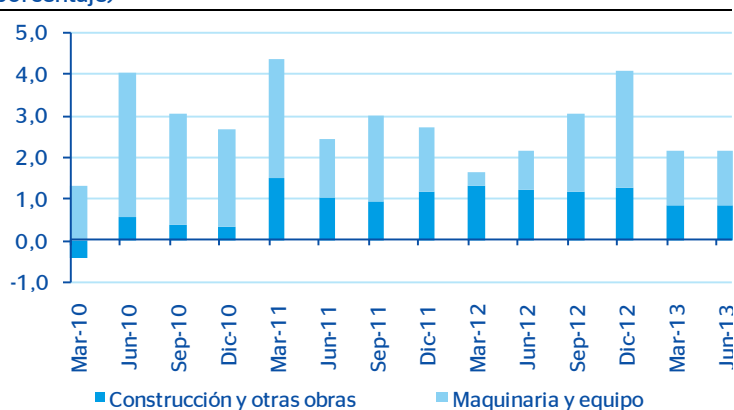
Tabla 1
**Contribución al crecimiento anual del PIB
(porcentaje)**

| | 2000 | 2011 | 2012 |
|--|-------------|------------|------------|
| Demanda interna | 12,6 | 8,5 | 6,9 |
| Consumo privado | 6,4 | 5,2 | 3,7 |
| Consumo gobierno | 0,6 | 0,4 | 0,5 |
| Formación Bruta de Capital Fijo | 2,7 | 3,1 | 2,8 |
| Construcción y otras obras | 0,2 | 1,1 | 1,2 |
| Maquinaria y equipos | 2,5 | 2,0 | 1,5 |
| Variación existencias | 2,9 | -0,2 | -0,1 |
| Exportaciones | 0,9 | 2,0 | 0,4 |
| Importaciones | 7,7 | 4,6 | 1,7 |
| PIB | 5,8 | 5,9 | 5,6 |

Fuente: BCCh, BBVA Research

En los dos primeros trimestres de este año, la contribución de la FBCF al crecimiento del PIB ha sido inferior al promedio de los últimos años, ubicándose en torno a 2 puntos porcentuales cada trimestre. Esta menor contribución de la inversión explica la mitad del menor crecimiento que se ha registrado el 2013 respecto del período 2010-2012 (Gráfico 3).

Gráfico 3
**Contribución de la FBCF al crecimiento anual del PIB
(porcentaje)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

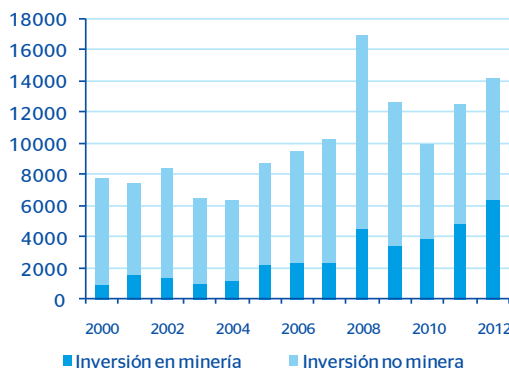
El Banco Central no publica inversión desagregada por sector económico, por lo que recurrimos a cifras de la Corporación de Bienes de Capital, correspondiente a una fracción cercana a un tercio de la formación bruta de capital fijo total¹. Dada esta limitación, el análisis que sigue es válido principalmente para analizar tendencias, más que niveles de inversión.

¹ En efecto, la CBC considera el flujo de inversión según el stock catastrado de grandes proyectos privados industriales y de infraestructura con un valor igual o superior a US\$ 5 millones e inmobiliarios con un valor igual o superior a US\$ 15 millones. No considera, por ejemplo, las inversiones públicas.

El boom de inversión se concentró en minería

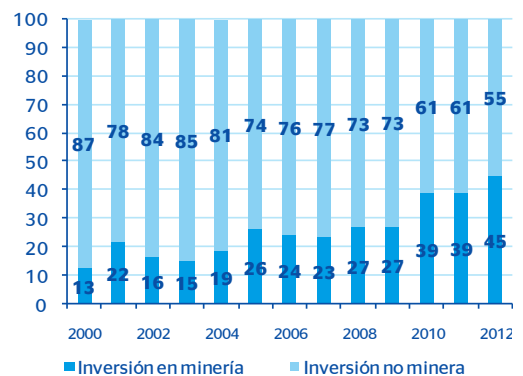
En el período 2000-2007 la inversión no minera promedió del orden de US\$ 6.500 millones anuales, cifra que pasó a US\$ 7.200 millones en 2010-2012, es decir, un aumento de 12%. Por su parte, la inversión minera pasó de promediar US\$ 1.600 millones en 2000-2007 a promediar US\$ 3.700 en 2010-2012, con un aumento de 129% y cifras que en el margen superan US\$ 6.000 millones (Gráfico 4). De esta forma, la inversión minera pasó de representar un 13% de la inversión total en 2000 a representar un 45% el año 2012 (Gráfico 5) creciendo, en promedio, 23% anual en 2010-2012.

Gráfico 4
Inversión privada, grandes proyectos
(MM de US\$)



Fuente: CBC, BBVA Research

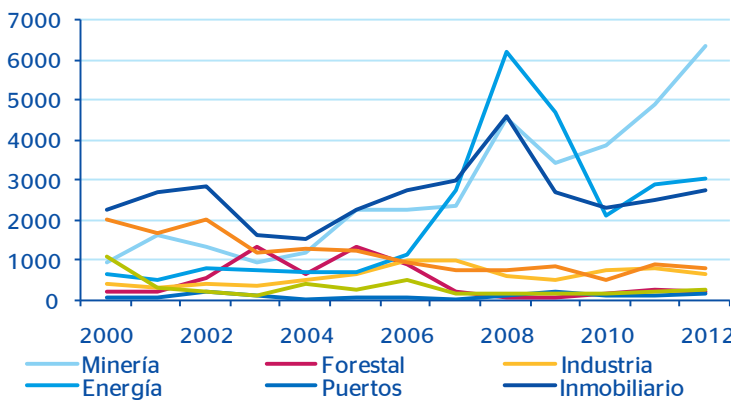
Gráfico 5
Inversión privada, grandes proyectos
(porcentaje del total)



Fuente: CBC, BBVA Research

Las cifras de inversión más desagregadas muestran que otros sectores que ha experimentado recuperaciones relevantes de inversión -aunque lejos de lo que ha sucedido en minería- corresponden a energía e inmobiliario. El resto de los sectores aparecen con una dinámica de inversión muy plana (Gráfico 6).

Gráfico 6
Inversión privada, grandes proyectos por sector
(MM de US\$)



Fuente: CBC, BBVA Research

Chile y Australia comparten la necesidad de redireccionamiento de la inversión

Un reciente discurso de Philip Lowe del Banco Central de Australia se refirió a la evolución de la inversión en ese país post crisis de 2008, destacando las diferencias con lo ocurrido en otras economías desarrolladas². En los últimos años, Australia también ha experimentado un boom de inversión, mientras que en el resto del mundo desarrollado, la inversión a PIB ha alcanzado mínimos no registrados en varias décadas. Él plantea algunas hipótesis para explicar estas diferencias, entre las que se cuentan el hecho que la economía australiana se ha beneficiado del crecimiento de Asia, el cual impulsó el precio de las materias primas y, a su vez, la inversión en extracción de recursos naturales. La historia de Australia parece, en este sentido, muy cercana a la historia de la economía chilena.

El discurso también señala que las cifras agregadas ocultan enormes diferencias entre sectores. La inversión minera ha sido extraordinariamente dinámica, mientras que en otros sectores, la inversión ha estado bastante débil, ubicándose en un nivel similar o incluso inferior al promedio 2005-2008, con dos excepciones, servicios básicos y agricultura, este último beneficiado de los altos precios de los alimentos.

De acuerdo con lo planteado por Lowe, este bajo nivel de inversión no minera se ha producido a pesar de favorables condiciones financieras, de la disponibilidad de los bancos para otorgar financiamiento y del bajo nivel de tasas de interés que predominó en estos años.

Para explicar este aparente puzle, el estudio plantea cuatro hipótesis: (i) la apreciación de la moneda ha reducido el precio de los bienes de capital, por lo tanto, con un mismo nivel de gasto, se pueden obtener más unidades de capital que antes (i.e. esto explica en parte la baja en la razón inversión a PIB nominal) ; (ii) la apreciación de la moneda ha reducido la competitividad de algunas industrias, especialmente en aquellos sectores que no se han beneficiado de aumentos de precios (e.g. manufactura y turismo); (iii) la falta de confianza entre los empresarios, como consecuencia de los cambios estructurales que podría enfrentar la economía, incluyendo los efectos de la apreciación cambiaria; el ambiente político; crecientes restricciones regulatorias y eventualmente también la experiencia de la gran recesión de 2008-2009 y su impacto en la aversión al riesgo de los agentes. Finalmente, (iv) un menor dinamismo del consumo de los hogares, que ha llevado a la inversión en el sector retail a mínimos en un período largo de tiempo.

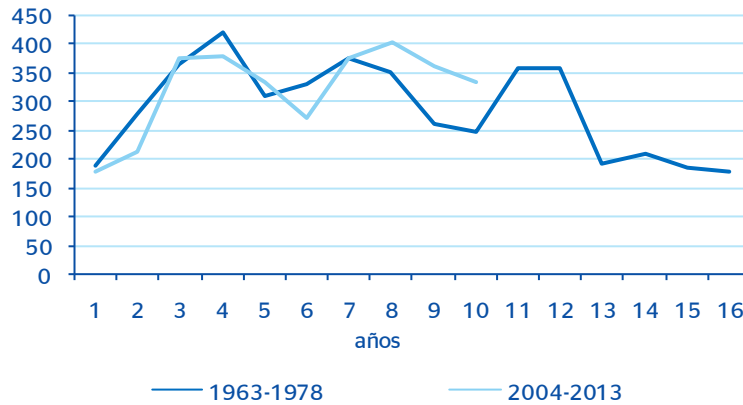
Mirando hacia adelante, Australia y Chile enfrentan el desafío de sostener su crecimiento, debido a que la inversión en minería ha comenzado a contribuir menos al crecimiento del PIB. Se necesita en ambos países un cambio de composición del crecimiento, un rebalanceo de la economía, una mayor contribución al crecimiento de la inversión no minera. Australia necesita una mejora en la confianza empresarial y bajas tasas de interés que apoyen e incluso incrementen la reciente depreciación de su moneda. En su conjunto, son elementos que deben acompañar el redireccionamiento de la inversión.

¿Más inversión sólo por mejores términos de intercambio?

Para encontrar un ciclo del precio del cobre similar al que enfrenta la economía chilena desde el año 2004, debemos remontarnos a la década de 1960. Como se muestra en el Gráfico 7, en el año 1963, el precio de la libra de cobre era inferior a US\$ 2, pero a mediados de esa década, se cotizaba sobre US\$ 4 la libra, fluctuando entre US\$ 3 y US\$ 4 entre 1965 y 1970 y luego en 1973 y 1974. Posteriormente, el precio cayó nuevamente a niveles de US\$2 (en dólares de 2012).

² Para más detalle ver: <http://www.rba.gov.au/speeches/2013/sp-dg-241013.html>

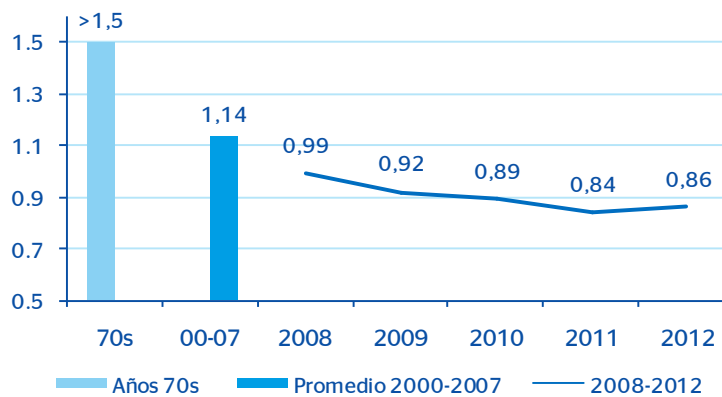
Gráfico 7
Precio real del cobre
(centavos de dólar por libra)



Fuente: Cochilco, BBVA Research

Un favorable precio del cobre estuvo presente durante los 60s, pero el boom de inversión no fue tan significativo como el más reciente. Primero, la estructura de la economía ha cambiado significativamente, tanto en términos institucionales, como respecto de su apertura comercial y financiera, haciéndose más proclive a la inversión extranjera. Este factor explicaría que ante un aumento del precio del cobre similar al de la década de 1960, el aumento de la inversión sea mayor ahora. El segundo elemento que explica esta diferencia corresponde a los costos de extracción, directamente vinculados a la escasez de agua y energía, en un contexto de casi persistente disminución en la ley del mineral, acentuada desde mediados de la década pasada. En el ciclo actual es necesario invertir más para extraer la misma cantidad de mineral. (gráfico 8).

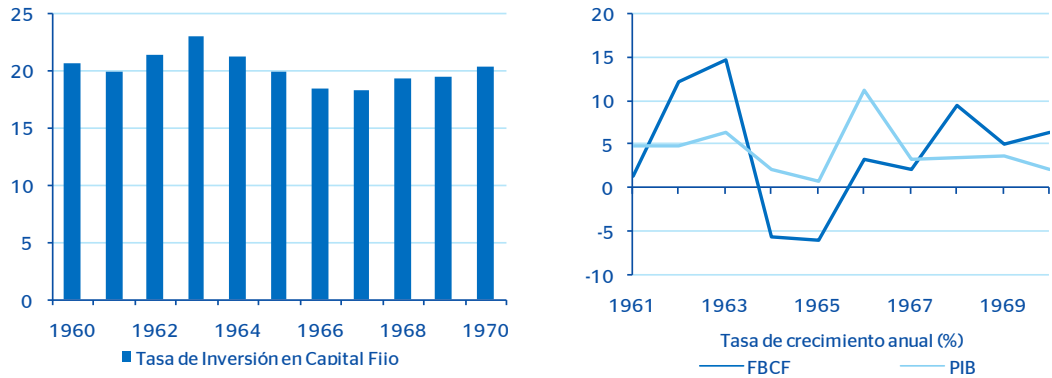
Gráfico 8
Ley del cobre en Chile
(porcentaje)



Fuente: Cochilco, Meller (2003), BBVA Research

Cuando se observa la evolución de la inversión en la década de 1960, no se aprecia un patrón tan marcado como el que hemos tenido en los años recientes. La tasa de inversión a PIB se mantuvo en torno a 20% durante todo el período, mostrando solo un leve repunte desde 18% a 20% entre 1967 y 1970. Durante el período 1963-1970, la economía chilena creció 4,1% promedio, mientras que la formación bruta de capital fijo creció 3,7% anual promedio (Gráfico 9). De esta forma, este componente de la demanda tuvo una contribución promedio de 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, es decir, explicó un 17% del crecimiento de ese período.

Gráfico 9
Inversión y PIB en la década de 1960

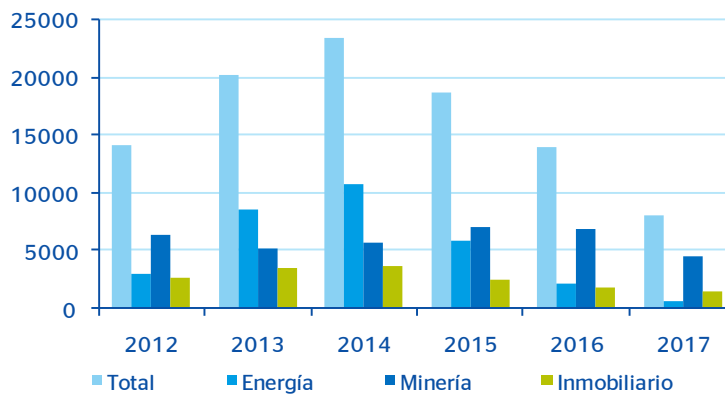


Fuente: BCCh, BBVA Research

Perspectivas para la inversión: alta dependencia de proyectos de minería y energía

En el horizonte visible, los proyectos relacionados con minería, energía e inmobiliario representarán cerca del 70% de la cartera total de proyectos de inversión. Las cifras de la CBC proyectan para este año inversiones en el sector minero del orden de US\$ 5.300 millones, cerca de US\$ 1.000 millones menos que en 2012 (-16%). Pese a ello, la inversión privada en grandes proyectos aumentará significativamente debido a la materialización de proyectos de energía (Gráfico 10). Para 2014 se espera nuevamente un aumento de la inversión total, liderada por proyectos energéticos, con un aumento moderado de la inversión en minería. A partir del año 2015, se comienza a observar un retroceso de la inversión, por lo tanto, es a partir de ese año que debiesen a entrar nuevos proyectos para que la inversión pueda seguir contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB.

Gráfico 10
Inversión privada, grandes proyectos (MM de US\$)

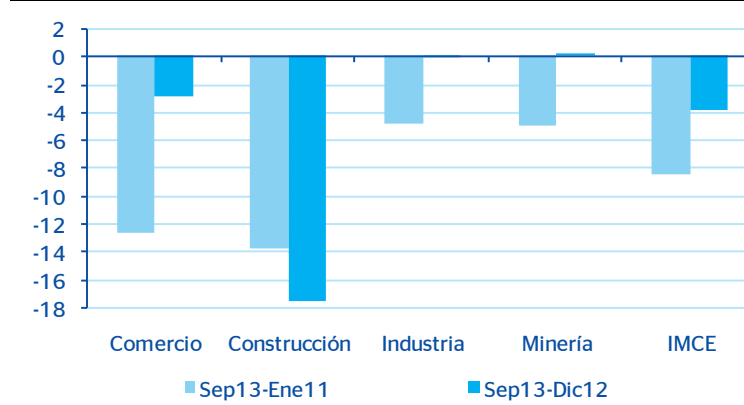


Fuente: CBC, BBVA Research

Las cifras de los primeros tres trimestres de este año comienzan a dar luces de una menor contribución del crecimiento de la inversión, tendencia que podría continuar en los trimestres siguientes. Cuando se revisan los determinantes de la inversión, se observa que la confianza empresarial, si bien se mantiene en una zona optimista, se ha reducido al ser comparada con inicios 2011 o fines 2012. Estas caídas son generalizadas entre sectores, pero

son especialmente notorias en construcción y comercio (Gráfico 11). El mayor pesimismo que se observa entre los empresarios de la construcción, probablemente está detrás de la pérdida de dinamismo de este componente de la inversión.

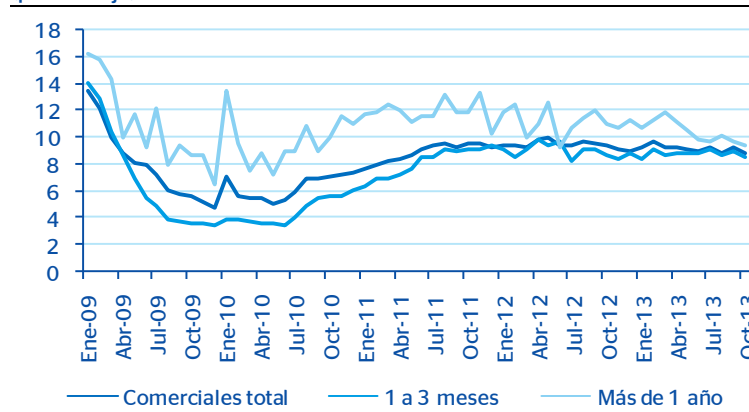
Gráfico 11
Índice de confianza empresarial (cambio respecto de la fecha que se indica)
(puntos del indicador)



Fuente: ICARE, BBVA Research

Un segundo determinante de la inversión corresponde a las tasas de interés. Como se observa en el gráfico 12, la evolución reciente de las tasas de créditos comerciales no permite explicar la desaceleración que está exhibiendo la inversión, dado que muestra una gran estabilidad en términos agregados. **Las esperadas bajas de TPM contribuirán de manera directa (por su efecto en el costo del financiamiento) e indirecta (por su efecto en el tipo de cambio) a generar condiciones más favorables para la inversión en sectores distintos de minería y energía, como por ejemplo, en el sector manufacturero.**

Gráfico 12
Tasas de interés de colocaciones comerciales
(porcentaje)

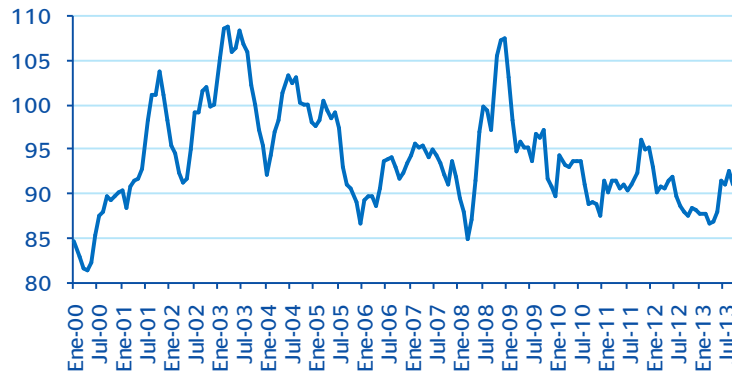


Fuente: BCCh, BBVA Research

Un tercer determinante de la inversión es el tipo de cambio. Una depreciación real es parte del ajuste en precios relativos. En los últimos años, el tipo de cambio real se ha mantenido en niveles bajos desde una perspectiva histórica (Gráfico 13), lo que ha dificultado el desarrollo y la inversión en industrias distintas de la minería, que han visto reducida su competitividad. Es por eso que, considerando el probable término del súper ciclo del precio del cobre y las perspectivas para la inversión minera presentadas al inicio de esta sección, se requiere un tipo de cambio más depreciado que permita el redireccionamiento de la inversión hacia sectores

industriales, exportadores de bienes no tradicionales y sustituidores de importaciones. Parte de aquello lo estamos viendo en lo reciente.

Gráfico 13
Índice de tipo de cambio real
(1986=100)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Implicancias

El crecimiento de la economía chilena en los años post gran recesión ha estado impulsado de manera relevante por la inversión privada y, dentro de ésta, la inversión minera ha ganado amplio protagonismo, en línea con el boom experimentado por el precio del cobre.

Las cifras de inversión desagregadas muestran para el caso de Chile que otro sector que ha experimentado aumentos relevantes de inversión corresponde al sector energía, mientras que el resto de los sectores, presentan una dinámica de inversión muy pobre, sin cambios relevantes en el período en estudio. Es decir, las cifras muestran una evolución muy similar a los datos para Australia, aunque a diferencia de esa economía, en Chile, la inversión en energía también está teniendo una contribución relevante.

El alto dinamismo de la inversión en estos dos sectores tiene fecha de expiración dado el inminente fin del súper ciclo del precio del cobre. A partir del año 2015, las cifras muestran menores niveles de inversión y, por lo tanto, es a partir de ese año que debiesen a entrar nuevos proyectos para que la inversión pueda seguir contribuyendo al crecimiento del PIB.

En los 3 primeros trimestres de este año la inversión ha reducido su contribución al crecimiento del PIB en Chile, lo que estaría en línea con el deterioro experimentado por la confianza de los empresarios. Por otra parte, las esperadas bajas de TPM el próximo año contribuirán de manera directa (por su efecto en el costo del financiamiento) e indirecta (por su efecto en el tipo de cambio) a generar condiciones más favorables para la inversión de empresas en sectores distintos de minería y energía, como por ejemplo, el sector manufacturero. Sin embargo, dada la naturaleza de largo plazo de estos proyectos, se requiere que la depreciación del tipo de cambio sea de largo aliento, no sirve para estos efectos una depreciación transitoria del peso. Asimismo, es necesario una mejora en la productividad, situación que ha sido muy opacada en años recientes.

Mirando hacia delante Chile, al igual que Australia, enfrenta el desafío de sostener su crecimiento, en un contexto en que la inversión en el sector minero comienza a contribuir menos. En consecuencia, para facilitar el ajuste en la composición del crecimiento, se requiere una mayor contribución de la inversión no minera. Para que se produzca este cambio de composición se necesitan a su vez adecuados precios relativos, niveles adecuados de confianza empresarial y bajas tasas de interés.

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.