

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Inversión en sectores exportadores no mineros

## *A la espera de un mayor aporte en la recuperación de la inversión*

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- Se mantiene una visión positiva de lo que será la inversión transable no minera el 2016, con un crecimiento de hasta 15%, después de un 2015 con una caída estimada de 5%.
- Con todo, la inversión transable no minera sigue representando cerca de un 10% de la inversión total. Habrá que esperar al menos hasta después de 2016 para observar una mayor incidencia de este componente sobre la inversión total.
- El ajuste en la inversión minera estaría pronto a culminar. El adelantamiento de un proyecto de extracción de sulfuros en la minería estatal haría que este componente aumente el próximo año en 7%.
- La inversión no transable experimentaría una caída de 2,2% en 2016, en línea con una menor inversión pública, tal como está contenido en la Ley de Presupuestos.
- Existen riesgos a la baja en las proyecciones de inversión para el próximo año, toda vez que las mejores cifras en el margen se relacionan a elementos puntuales y persiste un deteriorado escenario de confianzas.

**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 ésta su cuarta versión<sup>1</sup>.** Diversas autoridades 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 (FBCF). 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 un proceso de recuperación.** 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 cuarto reporte construimos y presentamos una serie para la inversión transable no minera; a nuestro entender, la mejor aproximación posible con datos que son públicos.

A lo anterior hemos incluido un par de mejoras. Se ha añadido una sección de Anexos que explicita la información utilizada para construir la serie de inversión transable no minera, junto con precisar algunos

<sup>1</sup> 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](#).

aspectos metodológicos. Así, hemos destinado las primeras partes de este informe solo a explicar los cambios de supuestos y así poder ahondar con mayor profundidad en el análisis de la inversión y sus componentes.

### El crecimiento de la inversión proyectada por el BCCh implica notable recuperación de la inversión transable no minera

Al conocerse las cifras de inversión del 3T, nuestras estimaciones de una fuerte caída en 2015 se moderaron. El aumento de la FBCF en 3T fue de 7,1% a/a, muy determinado por el componente Maquinarias y Equipos, junto con un mayor dinamismo de la inversión en Construcción. **Las mejores cifras en ambos componentes no son suficientes para cambiar nuestra visión de la inversión transable, tanto minera como no minera.** Al observar las cifras de Importaciones de capital, cuyo comportamiento ocurre vis a vis con la inversión en Maquinarias y Equipos, son 'Otros vehículos de transporte' los principales responsables de dicho aumento, lo cual está vinculado a internaciones de una empresa del sector transporte y gasto público. Por otra parte, las cifras de Construcción estarían sumamente determinadas por el dinamismo del mercado inmobiliario (vinculado a la eliminación de la exención del IVA a la construcción) y Obras Públicas. No es posible proyectar una evolución persistente y favorable en inversión de sectores transables por ahora luego de evaluar con un carácter relativamente transitorio de ambos factores.

Consideramos como base (sin necesariamente compartir) las proyección de inversión total del Banco Central en su más reciente IPoM, las cuales son positivas y suponen una mantención del dinamismo del sector Construcción en 4T15 y durante todo el próximo año en conjunto con recuperaciones en el resto de la inversión. Consideramos estas proyecciones en el margen algo optimistas, y por lo mismo, permiten derivar un escenario "techo" para la inversión transable.

Actualizamos nuestras estimaciones de inversión transable minera y no minera en base a la nueva información de CCNN al 3T15 y las proyecciones más recientes de la Corporación de Bienes de Capital (CBC). En la tabla 1 se resumen las actualizaciones realizadas y en la sección siguiente se analizan los determinantes de cada componente.

Tabla 1

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

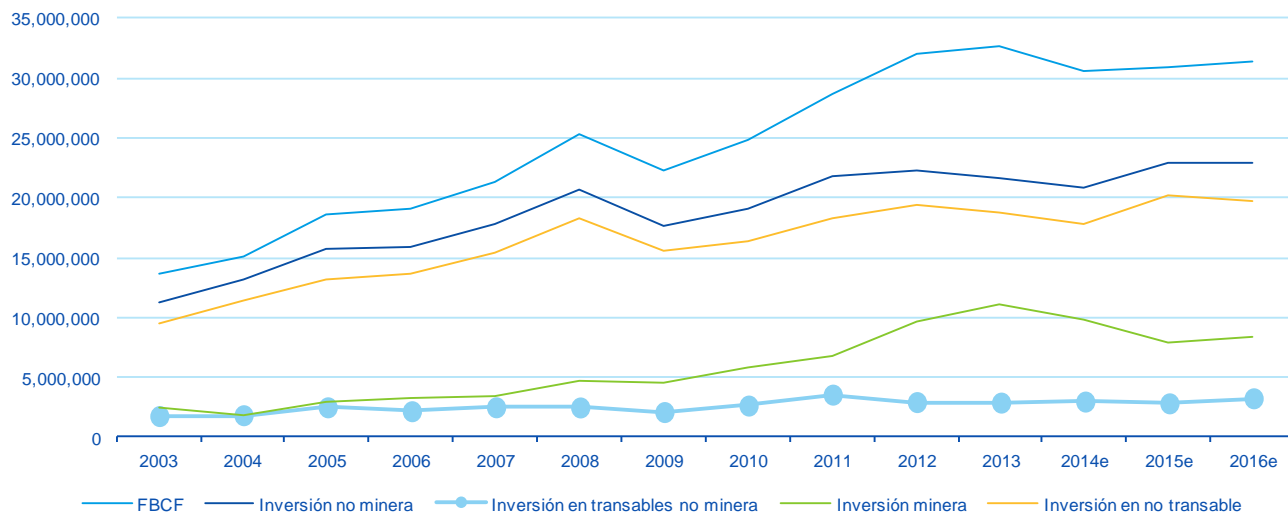
	2015		2016	
	Informe anterior	Actualización	Informe anterior	Actualización
<b>FBCF</b>	-2.7	0.7	1.5	1.7
<b>Inversión minera</b>	-24.7	-20.0	-6.1	7.0
<b>Inv. transable no minera</b>	-7.9	-5.0	8.8	15.0
<b>Inv. no transable</b>	10.3	13.1	3.4	-2.2

Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

### 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

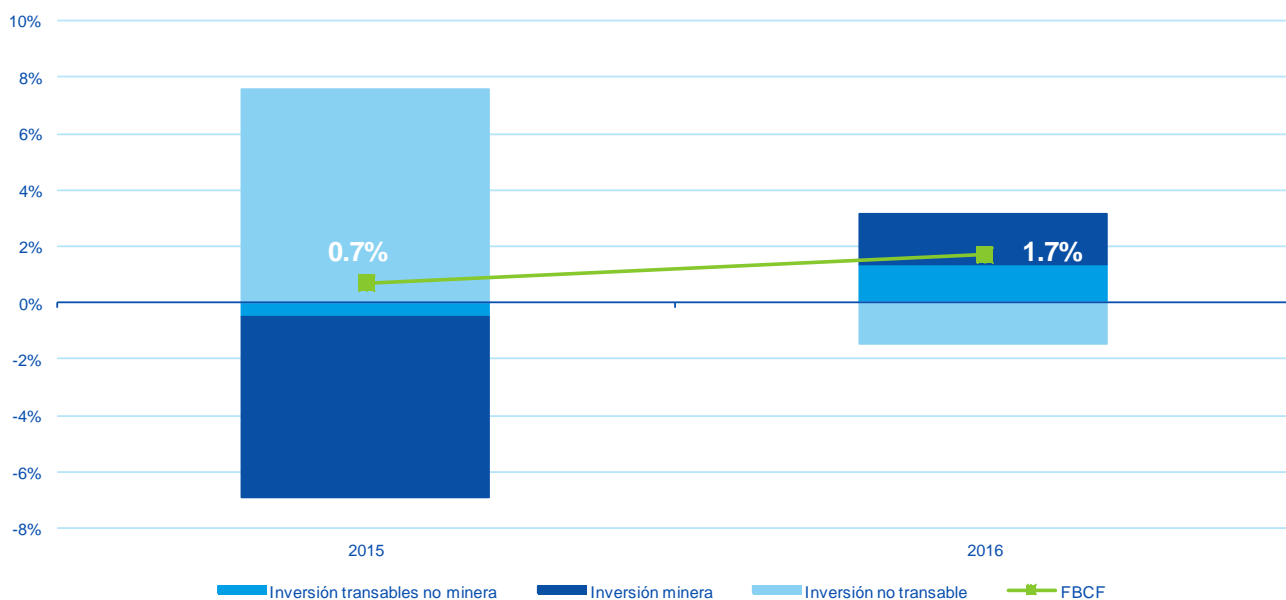
**La inversión transable no minera mostraría una leve caída en 2015, pero con un repunte el próximo año.** No nos engañemos, independientemente de las tasas de variación de 2015 y 2016, el aporte de la inversión transable no minera sobre el total sigue siendo bajo. Pero el cambio en los precios relativos, en particular en el ámbito cambiario, repercutiría positivamente en el monto de inversión para este componente. ¿Cuánto tiempo tendremos que esperar antes de que la inversión transable no minera tome un mayor protagonismo? Al menos hasta después de 2016.

**Aumentos en la inversión de los sectores forestal e industrial impulsarán crecimiento de inversión transable no minera en 2016.** Ya en nuestro reporte anterior alertábamos con respecto a un proyecto en particular en el sector forestal que tenía una incidencia muy significativa sobre el total. En dicha ocasión, introdujimos como supuesto un rezago en el inicio de las obras, dada la dificultad de ejecutar un monto superior a los US 600 millones en un año. Nuevamente hacemos un supuesto similar, pero dado que en el último trimestre no se han informado demoras en el calendario del proyecto, aplicamos un “castigo” menor que hace tres meses. Esto podría sostener un crecimiento de inversión transable no minera de 15% el próximo año. Sigue existiendo, por lo tanto, una recuperación de este componente en 2016, pero ahora se daría con mayor fuerza. Para la inversión relacionada al sector manufacturero el próximo año, no existen variaciones significativas respecto a lo reportado en el informe anterior.

**Gran parte del ajuste de la inversión minera habría concluido.** El adelantamiento de un proyecto de inversión de una división de Codelco, relacionada a la explotación de sulfuros también sostendría el crecimiento de la inversión minera en 2016. Hace tres meses esperábamos una nueva caída el próximo año, pero hoy, dado este proyecto, proyectamos un crecimiento de 7%. Así, sería la inversión no transable la que ahora

mostraría caídas, lo que evaluamos estaría muy determinado por la menor inversión pública, en línea con lo contenido en la Ley de Presupuestos 2016 (ver gráfico 2).

Gráfico 2  
Incidencias en crecimiento anual de la inversión total, estimación de BBVA Research para 2015-2016



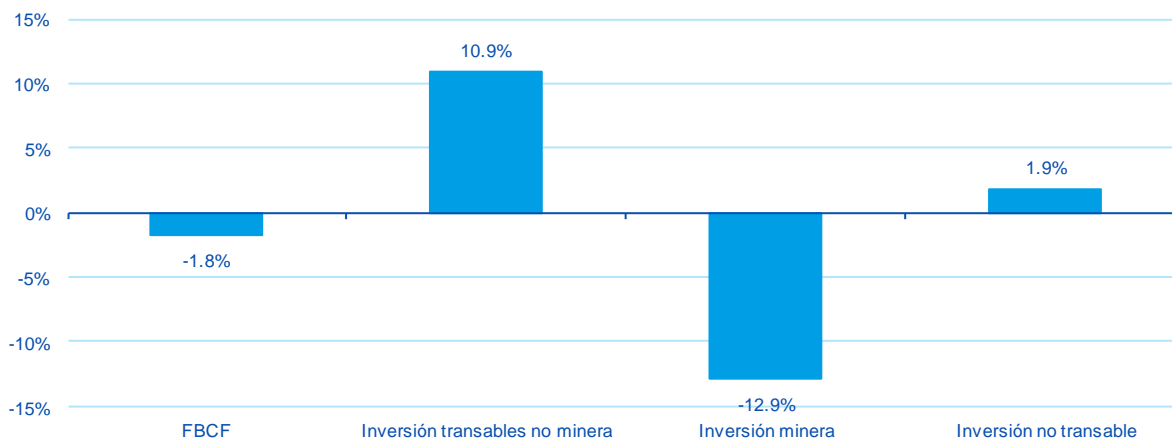
Fuente: BBVA Research

**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 la recuperación de las confianzas a nivel empresarial y la fortaleza de la demanda externa en un escenario actual altamente volátil. Por último, la inversión de los sectores no transables podría verse aún más deteriorada si el componente Construcción no mantiene el dinamismo que se espera para el próximo año. **Reiteramos que, al utilizar las proyecciones del último IPoM para el total de FBCF, suponemos un escenario en el margen levemente optimista, por lo que algunas de las estimaciones de cada componente se encuentran en la parte superior de los rangos de proyección.**

Entre 2012 y 2016 la inversión total tendría una caída acumulada 1,8%, explicado por una contracción de la inversión minera (-12,9%) que no es compensada por la inversión transable no minera, la cual, aunque se expandiría 10,9%, involucra montos mucho menores (Gráfico 3). Lo anterior señala nuevamente la importancia de apuntalar la inversión transable en sectores no mineros, donde precios relativos adecuados, particularmente el tipo de cambio, ya estarían presentes.

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 (3T15), se proyectan menores montos de inversión minera para casi todo el quinquenio 2015-19. Además, no se proyecta una inversión pública que mantenga tasas de crecimiento tan altas como las observadas en el bienio 2014-2015. 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 reales, a lo que debiese sumarse un repunte en las expectativas empresariales ligadas a dichos sectores.

### **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 tercer 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, en esta ocasión, la proyección del IPoM de diciembre 2015, que estima variaciones reales de 0,7% y 1,7% 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 noviembre de 2015.

### **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 2013 (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 2013 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**

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](http://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.**