

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Inversión en sectores exportadores no mineros

Indispensable pero en riesgo de recuperación

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- A pesar de condiciones financieras favorables, la inversión transable distinta a la minera no se recupera al ritmo esperado y, por el contrario, experimentó contracciones de 15% y 20% en 2014 y 2015, respectivamente. Para el 2016 proyectamos un aumento de 15% en esta inversión que sostendría el crecimiento de la inversión total de 0,9% de nuestra proyección base. Como riesgo, este aumento de la inversión transable estaría muy concentrado en un sector/empresa.
- La inversión minera debiese mostrar crecimientos acotados de la mano de Codelco este año. Por otra parte, la inversión no transable comenzaría a mostrar leves caídas, muy determinado por un menor dinamismo en Construcción e Inversión Pública.
- En el 2017, para lograr un crecimiento de la inversión total como el que espera el BC de 1,0% (BBVAe 1,5%) es indispensable que los sectores transables distintos al minero recuperen el dinamismo de su inversión. No son pocos los riesgos a la baja que acompañan a este escenario, incluyendo en lo más reciente, la desfavorable tendencia apreciativa que ha tenido la moneda.

Monitorear el desempeño de la inversión, distinguiendo con atención los sectores transables no mineros reviste especial importancia en la coyuntura actual. De ahí que en BBVA Research estamos elaborando un informe trimestral, siendo ésta su quinta 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). 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 seguiría deteriorado por algún tiempo, la depreciación de los últimos dos años debería entregar más espacio a **los sectores transables no mineros para tomar un protagonismo que por ahora ha sido muy secundario.**

En la sección de Anexos se explicita la información utilizada para construir la serie de inversión transable no minera, junto con precisar algunos aspectos metodológicos. Así, en las primeras partes de este informe se explican los cambios de supuestos y se ahonda con mayor profundidad en el análisis de la inversión y sus componentes.

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](#).

Inversión en sectores exportadores no mineros: peor de lo que esperábamos

En la reciente publicación de Cuentas Nacionales (CCNN) con cifras a diciembre de 2015 se entrega el detalle de inversión por sectores hasta 2014. En la tabla 1 se resumen las actualizaciones realizadas, tanto en los datos efectivos de 2014 como en nuestras estimaciones para 2015-2016. La inversión transable no minera en 2014 cayó 15,3%, principalmente debido al sector manufacturero: mientras tomando como base las cifras de la CBC estimábamos un leve crecimiento, finalmente se registró una caída de 18,4%. Los otros sectores están en línea con nuestras proyecciones. De todas formas, esto deja de manifiesto que la depreciación ocurrida entre 2013-2014 no fue suficiente para estimular la inversión en estos sectores.

Para 2015, la inversión total cayó 1,5%. Cabe recordar que para nuestro anterior reporte, utilizamos como supuestos de trabajo las proyecciones de crecimiento de la inversión presentadas por el Banco Central (BC) para el IPoM de diciembre, con aumentos en el total de la FBCF de 0,7% y 1,7% para 2015 y 2016, respectivamente. Finalmente, la inversión total cayó 1,5% en 2015. Aunque la inversión en Construcción y otras obras aumentó levemente (1,9%), Maquinaria y Equipos mostró una caída anual de 8,2%. Respecto a este último ítem, el reporte de CCNN publicado por el BC menciona como una de las principales incidencias la caída en inversión en maquinaria industrial. Esto está en línea con el último informe de la CBC, que reporta una caída en el monto de inversión manufacturera el año pasado. **Por lo tanto, tomando como base ambas fuentes, modificamos nuestra proyección de inversión transable no minera para 2015, estimando una caída de 20%, más profunda que lo expuesta en el reporte anterior.**

Tabla 1

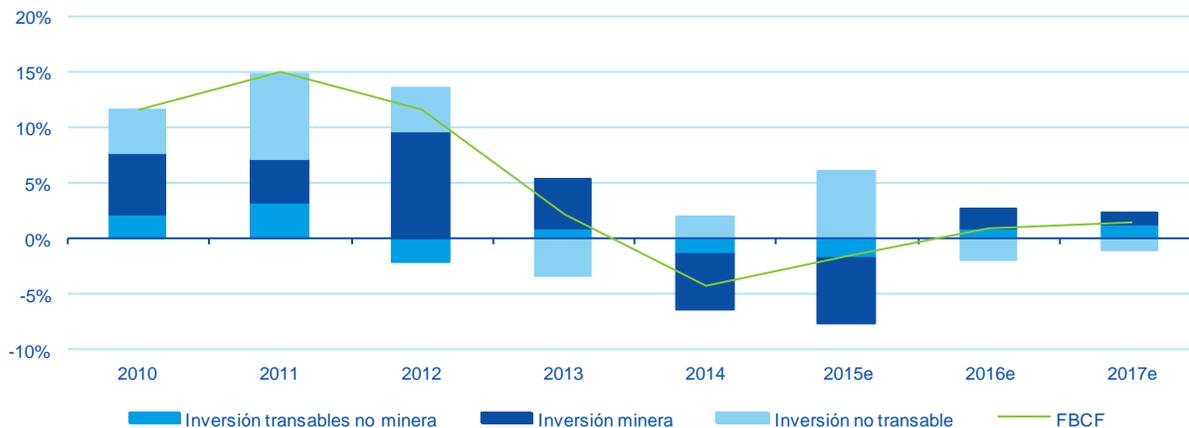
Cambio en las proyecciones de crecimiento de la inversión y sus componentes (porcentajes)

	2014		2015		2016	
	Informe anterior	Actualización	Informe anterior	Actualización	Informe anterior	Actualización
FBCF	-6.1	-4.2	0.7	-1.5	1.7	0.9
Inversión minera	-3.7	-14.4	-20.0	-20.0	2.0	7.0
Inversión no transable	-4.6	3.6	11.9	10.0	-1.4	-2.6
Inv. transable no minera	0.3	-15.3	-5.0	-20.0	15.0	15.0

Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Respecto a la inversión minera, del IPoM de marzo se desprende que el Banco Central estima una caída en 2015 y aumentos en 2016-2017, con una incidencia negativa en 2015 similar a la de 2014. **Por nuestra parte, también estimamos una caída en la inversión minera en 2015 de 20%, cifra que mantenemos del reporte anterior, pero vemos leves aumentos en la inversión minera en 2016-2017, con motivo principalmente en una mayor inversión informada por Codelco para los próximos años.** Así, estimando una caída de 20% en 2015, la incidencia negativa de la inversión minera sobre el total se eleva por sobre lo calculado por el BC, llegando hasta 6pp (ver gráfico 1).

Gráfico 1
Crecimiento real de la inversión total (FBCF) e incidencias por componente



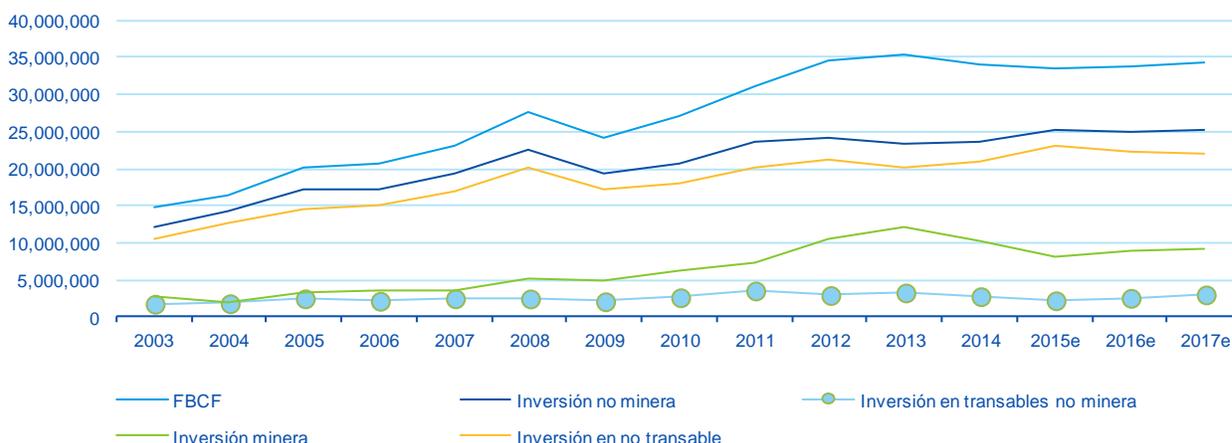
Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Para 2016 y 2017 utilizamos como proyecciones del crecimiento del total de la FBCF las estimaciones más recientes de BBVA Research. En la siguiente sección se analizan los determinantes de cada componente.

Leve repunte de la inversión transable no minera, pero con no pocos riesgos a la baja

La serie en millones de pesos de 2014 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 2.

Gráfico 2
Inversión (FBCF) por sectores 2003-2017e (millones de pesos de 2014)



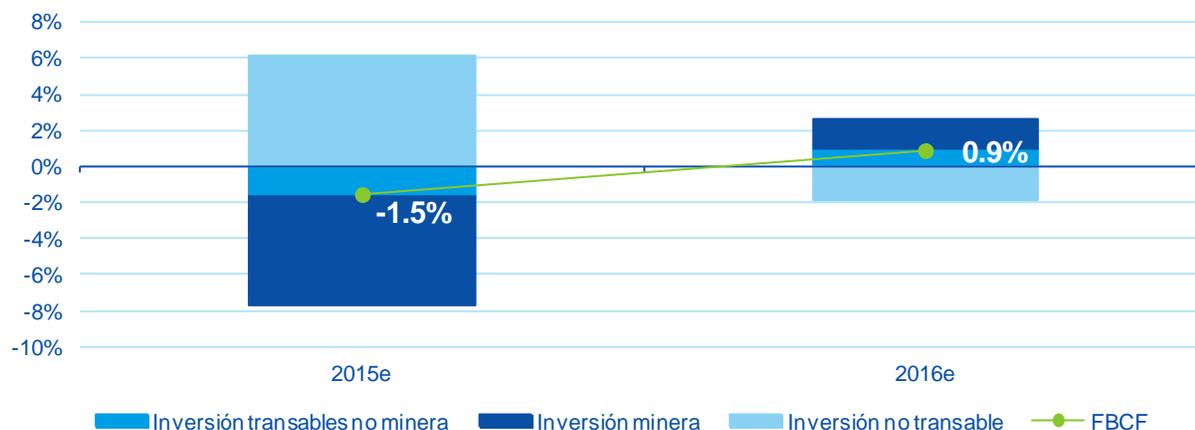
Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Reafirmamos nuestra proyección de un repunte en la inversión transable no minera a partir de este año, pero a niveles inferiores que los previstos hace tres meses. La caída mayor a lo esperado en 2015 entrega una baja base de comparación para este año. Eso, sumado a un ritmo algo mayor de inversión en el sector manufacturero más el aumento de la inversión forestal permiten esperar mejores cifras. Con todo, el crecimiento de este ítem aún es acotado y falta mucho antes de que los sectores exportadores no mineros tomen un rol protagónico en la inversión.

Expectantes respecto a la concreción de mayor inversión en el sector forestal este año. Como hemos mencionado en nuestros reportes anteriores, este 2016 el sector forestal debiese recuperar dinamismo en materia de inversión, en especial por un proyecto en particular. Anteriormente aplicábamos un castigo a la proyección de inversión informada por la CBC para dicho sector. Sin embargo, la cifra recientemente reportada por la Corporación reduce a casi la mitad el monto informado con respecto al trimestre anterior, proyectando algo similar a nuestra estimación. De todas formas, debido a la corrección en el monto de inversión en 2015, mantenemos un crecimiento de 15% para la inversión en sectores exportadores no mineros. Con todo, existen riesgos no despreciables a la baja en la concreción de la inversión en el sector forestal, la que debiese comenzar a materializarse hacia el segundo semestre, de acuerdo al cronograma del proyecto.

La inversión minera debería repuntar este 2016. 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. A lo anterior se suma un mayor monto informado por la CBC de inversión privada que, aunque seguiría mostrando disminuciones respecto a 2015, reduce la caída que estimábamos para este ítem hace tres meses. **Así, sería la inversión no transable la que ahora mostraría caídas, lo que evaluamos estaría muy determinado por una pérdida de dinamismo en el sector Construcción y por el crecimiento negativo que mostraría la inversión pública este 2016, compensado en parte por una mayor inversión en energía (ver gráfico 3).**

Gráfico 3
Incidencias en crecimiento anual de la inversión total, estimación de BBVA Research para 2015-2016



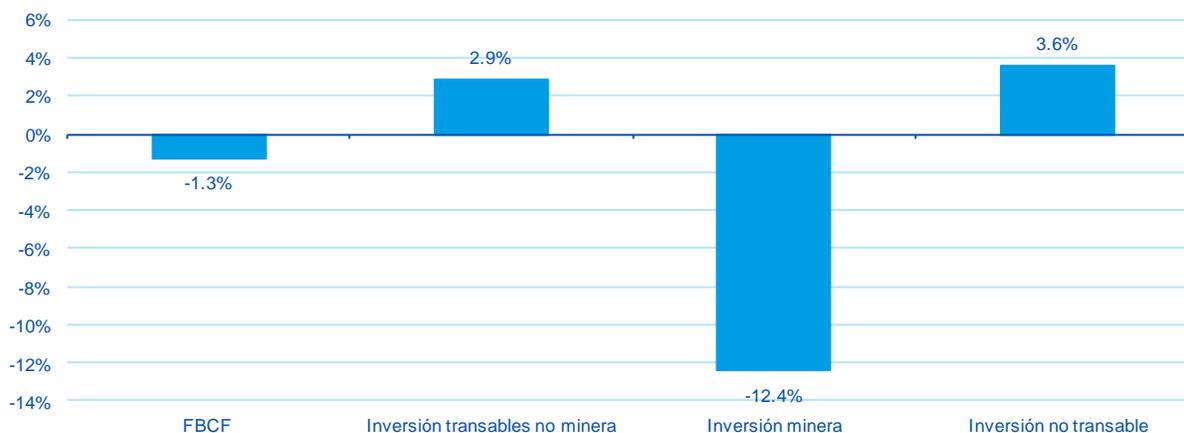
Fuente: BBVA Research

Para 2017, estimamos un crecimiento de la inversión transable no minera de 18%, enmarcado en un escenario de crecimiento de la inversión total de 1,5%. El próximo año, los proyectos de inversión forestal tendrían una etapa de concreción mayor en 2017, y manufactura seguiría aumentando su inversión. La inversión minera tendría un crecimiento más acotado que el del presente año. Por su parte, la inversión no transable mostraría una caída menor. Por lo tanto, vemos como indispensable para alcanzar un mayor crecimiento en la inversión total que los sectores exportadores no mineros aceleren su inversión para el próximo año, lo que, nuevamente, contiene relevantes riesgos a la baja.

Entre 2012 y 2017 la inversión total tendría una caída acumulada de 1,3%, explicado por una contracción de la inversión minera (-12,4%) que no es compensada por la inversión transable no minera, la cual, aunque se expandiría 2,9%, involucra montos mucho menores (Gráfico 4).

Gráfico 4

Crecimiento acumulado de la inversión, distinguiendo sectores: 2012-2017e



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. **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.** 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.

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 emitidas por el gobierno y otras instituciones recientemente, no pocas están dirigidas a dichos sectores exportadores. Estamos atentos a observar si dichas medidas llegarán a puerto y el final impacto que lleguen a tener. 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.

Un lomo de toro más reciente ha sido la apreciación de la moneda que ha llevado a que el tipo de cambio real se ubique bajo sus promedios históricos revirtiendo parte no menor de la ganancia en competitividad lograda desde el inicio del ciclo menos favorable. Este nuevo factor, de no revertirse, podría retrasar la recuperación de la inversión transable.

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 cuarto 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 2015, mientras que para los totales 2016 y 2017 se utiliza, en esta ocasión, nuestra proyección más reciente, que estima variaciones reales de 0,5% y 1,0% 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 febrero 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 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 / 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.