BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 8 de mayo de 2014
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Hermann González
Economista Principal
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

Cristóbal Gamboni
Economista Senior
cristobal.gamboni@bbva.com

¿Quién es el responsable de la caída de la inversión, el Fisco, los privados o ambos?

- **La caída de la inversión de fines del año pasado se trató principalmente de un tema privado,** pero el sector público no contribuyó a atenuar la caída de la inversión total, sino que por el contrario, la acentuó.
- **La caída de la inversión privada explicó 74% del retroceso interanual de la inversión total en 4T13,** en tanto la inversión pública explicó el 26% restante.
- **La relevante subejecución del gasto fiscal el 2013 hizo la política fiscal procíclica,** contraria al espíritu de la regla fiscal.
- **Si en 2013 la ejecución de la inversión pública hubiese sido similar a la de 2011-2012 (en torno a 94% del total presupuestado), el crecimiento del PIB habría sido una décima mayor (4,2%).** Si se hubiera ejecutado el 100% de la inversión pública, el PIB habría crecido 4,5% en vez de 4,1% el 2013.
- **Vemos riesgos de subejecución en la inversión pública el 2014 nuevamente ante dificultades inherentes del gasto en capital en mayor infraestructura pública.** Nuestra expectativa es que la inversión pública no reste al crecimiento, lo que consideramos compatible con una ejecución de "al menos" el 95% de lo presupuestado.
- **Estimamos que la proyección de crecimiento de la inversión total del Banco Central (+0,8% a/a) es compatible con una inversión privada que crece entre 0,1% y 0,9%** que se compara muy favorablemente con la contracción entre 1,8% y 2,6% que proyecta BBVA Research.

La economía chilena enfrenta una fase de marcada desaceleración liderada por el freno que ha sufrido la inversión fija, tanto en su componente construcción, como en el componente de maquinaria y equipos. La evolución de la inversión es clave si se toma en cuenta que en el período 2010-2012, la mitad del crecimiento del PIB fue consecuencia del dinamismo de esta variable (Ver Observatorio "*Histórico Boom de Inversión en Chile*").

Los factores detrás de este freno han sido ampliamente discutidos – aunque no cuantificados –. Por ejemplo, el Banco Central en su último Informe de Política Monetaria listó una serie de elementos que explican lo que está pasando con la inversión. Señaló que además del efecto de las exigentes bases de comparación de iguales meses del 2012, que afectó la variación anual de las importaciones de bienes de capital, está la maduración del ciclo de inversión ligado a la minería y la postergación de algunos proyectos en carpeta. También observó un deterioro de las expectativas empresariales, la depreciación del tipo de cambio real, que encarece los bienes de capital importados, y la caída que, en términos anuales, mostró la inversión pública en el último cuarto del año.

En esta nota profundizaremos en el rol de la inversión pública, primero en la inversión total y luego en el crecimiento del PIB, tanto en el cierre de 2013, como en las perspectivas para este año. Para ello responderemos secuencialmente algunas preguntas que permitirán aclarar el rol de esta variable en la fase de desaceleración por la cual atraviesa la economía chilena.

1. ¿Cuánto del menor crecimiento de la inversión se explica por el componente público en 2013 y particularmente en 4T13?

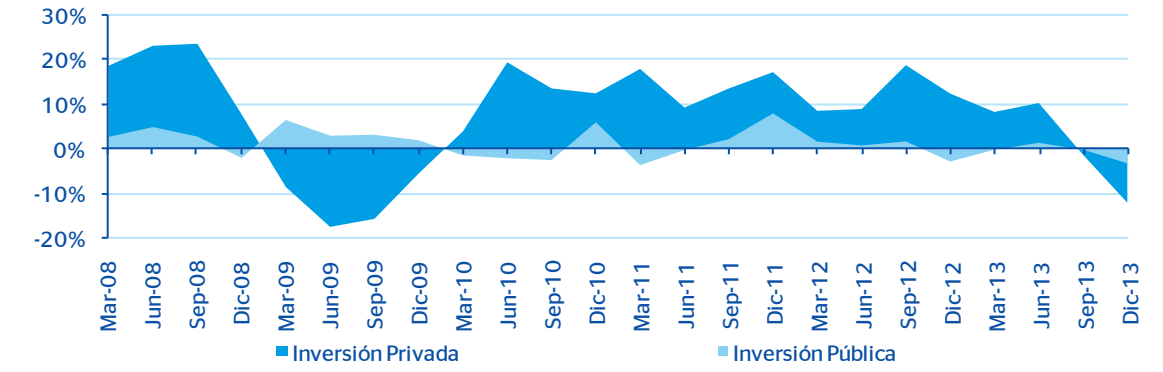
Dado que la descomposición de la inversión entre pública y privada no forma parte de las estadísticas de Cuentas Nacionales, realizamos algunos supuestos para aproximarnos al componente público de la inversión. Primero, consideramos los datos de la Dirección de Presupuestos del gasto en inversión y transferencias de capital. Segundo, dado que las cifras se publican a precios corrientes, las expresamos en pesos del año anterior encadenado, para hacerlas comparables en esa dimensión con la forma en que se publican las cuentas nacionales[1].

En 3T13 y en 4T13 la inversión fija total se contrajo, 1,5% y 12,3%, respectivamente, y en el año 2013 creció un modesto 0,4%. De acuerdo con nuestras estimaciones, en 2013 la inversión pública habría disminuido 4,3%, con caídas de 1,4% en 3T13 y 14,1% en 4T13. **Es decir, a pesar de existir una regla fiscal que busca que el gasto fiscal sea independiente del ciclo económico, en la práctica y dada la subejecución que se dio el año pasado, la política fiscal terminó siendo procíclica.**

¿Cuál fue la incidencia de esta menor inversión pública en la inversión total y en el PIB del año 2013? Estimamos que de la relevante caída de 12,3% de la inversión total en 4T13, 3,2 pp corresponden a la incidencia de la inversión pública y 9,1 pp a la incidencia de la inversión privada (Gráfico 1). En cambio, en 3T13 la inversión pública explicó moderados 0,2 puntos porcentuales (pp) de la caída de la inversión total, en tanto el grueso de la caída (los 1,3 pp restantes) se explicaron por el componente privado.

[1] Una advertencia respecto a esta metodología es que la contabilización de la inversión pública de Dipres (base devengada) difiere de la forma de contabilizar la inversión que tiene el Banco Central en las CC.NN. Sin embargo, las cifras no deberían distar mucho entre sí, por lo que esta sigue siendo una buena aproximación de las cifras de inversión pública que afectan el crecimiento.

Gráfico 1
Estimación de la incidencia de la inversión pública y privada en la inversión total (2008-2013)



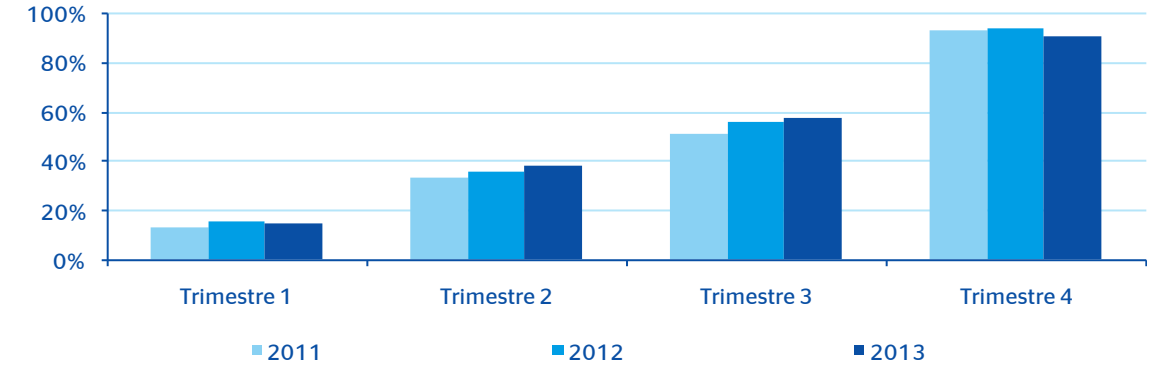
Fuente: Banco Central, Dipres, BBVA Research

Claramente la caída de la inversión de fines del año pasado se trató principalmente de un tema privado, pero el sector público no contribuyó a atenuar la caída de la inversión total, sino que por el contrario, la acentuó. Esto es a diferencia de lo ocurrido por ejemplo en 2009, año en el cual la inversión pública jugó un claro rol contracíclico, atenuando la caída de la inversión total (Gráfico 1).

2. Una parte de la caída de la inversión en 2013 se puede asociar a la subejecución del presupuesto. ¿Cuánto incidió realmente este factor?

Hasta el 3T13 la ejecución de la inversión pública acumulada era superior a la de los dos años previos en un marco de manejo fiscal austero a la luz de las cifras (Gráfico 2). Sin embargo, el 4T13 fue un trimestre de inversión particularmente acotada. En efecto, se ejecutó un 32,8% de la inversión del año, por debajo del 40% promedio ejecutado en los dos años previos. Como consecuencia de ello, en el año se ejecutó solo un 90,8% del gasto en inversión, por debajo del 94% de los dos años previos, y a distancia de una ejecución completa.

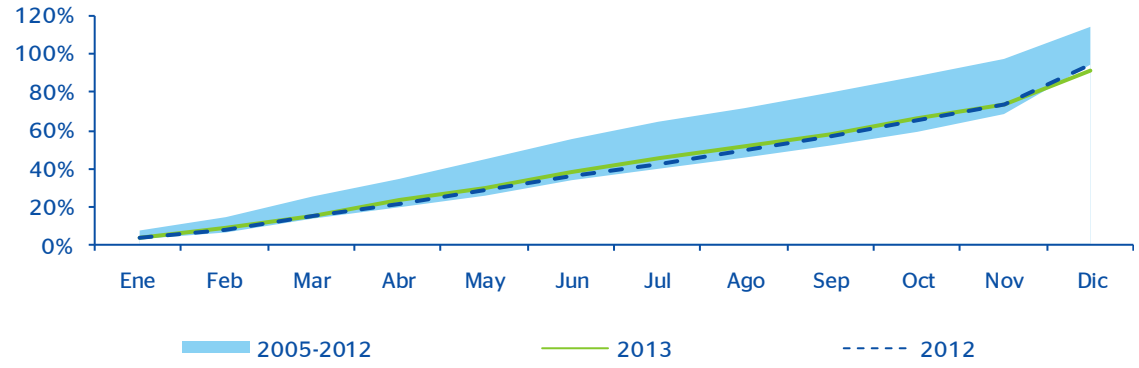
Gráfico 2
Ejecución acumulada por trimestre del gasto público en inversión y transferencias de capital (2011-2013)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Un escenario realista que hubiese cabido esperar antes del cierre de año, dada la evolución que traía la inversión pública en los primeros tres trimestres, era que se terminara ejecutando un porcentaje al menos similar al de los dos años previos, es decir, en torno a 94% de lo presupuestado. Parece altamente probable que el Banco Central, al igual que lo hizo BBVA Research, al momento de proyectar la inversión del año, considerara una mayor ejecución fiscal a la que terminó siendo (Gráfico 3).

Gráfico 3
Ejecución acumulada mensual del gasto público en inversión y transferencias de capital (2005-2013)



Fuente: BBVA Research

Lo que finalmente ocurrió es que se ejecutó solo un 32,8% de la inversión pública en 4T13, cifra que es 3,2 puntos porcentuales inferior a lo requerido para que la ejecución del año finalizara igual que el promedio 2011-2012, es decir, para que se ejecutara un 94% de la inversión pública. Si este hubiese sido el caso, estimamos que en 4T13 la inversión pública hubiese caído 5,7% a/a en lugar de 14,1% a/a y la inversión fija total en 2013 hubiese crecido 0,9% en lugar de 0,4%. De esta forma, el crecimiento del PIB el año 2013 habría sido una décima mayor de lo que fue efectivamente[2]. Cabe recordar que BBVA Research proyectaba una expansión del PIB de 4,2%, en tanto el Banco Central tenía una proyección similar.

Más allá de la relevancia de la subejecución pública, su rol fue de segundo orden hacia el escenario base levantado por la autoridad monetaria en diciembre pasado. El grueso de la sorpresa de la última parte del año pasado provino de la inversión privada, por cuanto la subejecución de la inversión pública solo permite explicar el paso de 0,9% a 0,4% en el crecimiento de la inversión del año.

3. ¿Qué esperamos para el crecimiento de la inversión este año? ¿Cómo se descompone este crecimiento en inversión pública y privada?

Para la inversión fija total se asumen dos escenarios, el del Banco Central con un crecimiento de la inversión de 0,8% y el de BBVA Research con una caída de la inversión de 1,5%. Para el caso de la inversión pública también se asumen dos escenarios, uno en que se ejecuta el 100% del presupuesto, en cuyo caso la inversión pública crece 4,7% real e incide en torno a 0,7pp en la inversión total, y otro en que se ejecuta 95% del presupuesto de inversión pública, con un crecimiento e incidencia nulos. La Tabla 1 resume los resultados posibles para el crecimiento de la inversión y sus componentes público y privado este año.

A este respecto cabe señalar que si bien el gobierno se ha comprometido a ejecutar el 100% del presupuesto, vemos que existen riesgos de que esto se pueda concretar especialmente en lo que

[2] Un escenario en que se ejecuta toda la inversión pública era poco creíble al cierre de 3T13, pero podría haberse considerado factible a inicios del año. En ese caso, estimamos que la inversión total podría haber crecido 1,9% en 2013 (en lugar de 0,4%) con una incidencia de hasta 4 décimas de mayor crecimiento en el PIB del año.

respecta al gasto de capital, no así en el gasto corriente, ya que a pesar de la mayor experiencia de las actuales autoridades en la ejecución del presupuesto, las dificultades al momento de concretar inversiones son inherentes a cada administración (i.e. encontrar los terrenos necesarios para construir cárceles, hospitales, etc).

Estimamos que la proyección de inversión total del Banco Central es compatible con una inversión privada que crece entre 0,1% y 0,9% este año. Mientras que nuestra proyección es coherente con una contracción de la inversión privada entre 1,8% y 2,6%.

Lo que estaría en juego en términos de crecimiento del PIB entre ejecutar totalmente y ejecutar 95% del gasto en capital es del orden de 0,2% del PIB del año. Cualquier subejecución podría contribuir a la concreción de riesgos bajistas en actividad.

Tabla 1
Crecimiento de la inversión privada año 2014 en distintos escenarios

Escenario de expansión de la inversión total plasmado en IPoM (+0,8%)
Inversión Pública se ejecuta en un 100% con crecimiento de 4,7% real
Inversión Privada crecería 0,1%
Inversión Pública se ejecuta en un 95% con crecimiento real nulo
Inversión Privada crecería 0,9%
Escenario de expansión de la inversión total plasmado en Escenario BBVA Research (-1,5%)
Inversión Pública se ejecuta en un 100% con crecimiento de 4,7%
Inversión Privada crecería -2,6%
Inversión Pública se ejecuta en un 95% con crecimiento nulo
Inversión Privada crecería -1,8%

Fuente: BBVA Research

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".

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.