

Ciclo minero, inversión y expectativas ¹

Pablo García Silva

31 Julio 2015

Les agradezco la oportunidad de presentarles algunas ideas sobre el proceso de ajuste macroeconómico que ha experimentado la economía chilena. En este proceso de ajuste destaca la evolución de la inversión, el crecimiento, la actividad minera y las expectativas privadas. Como siempre ocurre en economía, los fenómenos macro tienden a ocurrir de manera simultánea, lo que implica que hacer juicios de valor o de causalidad está lleno de ambigüedades y requiere de un análisis cuidadoso. De todos modos, cualquier análisis estará determinado por los supuestos en que se base y por tanto es clave ser preciso respecto a dichos supuestos y sus implicancias.

La evolución macroeconómica de Chile en años recientes ejemplifica bien este punto. Tras varios años de fuerte crecimiento, y una vez ocurrida la crisis de 2008 y 2009, la economía ha mostrado una significativa desaceleración. Qué está detrás de dicho proceso ha sido un tema notorio de debate público. En esta presentación quiero destacar el análisis que hemos hecho en el Banco Central, tanto en publicaciones oficiales como en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) y en otras publicaciones.²

El primer punto que hay que destacar es que Chile experimentó un incremento extraordinario de la inversión en minería desde mediados de la década pasada hasta el año 2013 (Gráfico 1). Las cifras son bastante apabullantes. Si en el año 2007 la inversión en minería representaba sólo un 3% del PIB, en 2013 alcanzó más del 8%. En términos acumulativos, la inversión en minería empujó la demanda agregada en el equivalente de casi 17% del PIB de un año entre 2007 y 2013. Las implicancias de un empuje macroeconómico de esta magnitud sobre cuenta corriente, tipo de cambio, crecimiento y creación de empleo fueron de primer orden. Los efectos regionales en las zonas vinculadas directamente a esta actividad, más aún. Como comparación, las estimaciones respecto de la destrucción de capital provocada por el terremoto y tsunami del 27 de febrero del 2010 son del orden de 5% del PIB de un año.

Hay buenas razones que explican el por qué se produjo este proceso tan abultado de inversión en minería: como la caída del precio del cobre en 2008 y 2009 fue transitoria (Gráfico 2), los precios extraordinarios que se veían desde mediados de la década de los 2000 dejaron de ser percibidos como transitorios, generando por tanto el fuerte incremento de la inversión.³ Con posterioridad, a medida que la industria minera se desplazaba a lo largo de la curva (creciente) de costos marginales de largo plazo, y que dichos costos se acercaban a los precios de largo plazo del mineral, este incremento de la inversión primero amainó y luego ha tendido a revertirse. El

¹ Charla presentada en el *Chile Alumni Club & Friends*, London Business School.

² Ver [Recuadro V.1](#) del IPoM de junio, [García y Olea \(2015\)](#).

³ Ver [Fornero y Kirchner \(2014\)](#).

debilitamiento cíclico de China, el menor precio de los productos básicos y las perspectivas de normalización en las condiciones monetarias de EE.UU. contribuyen también a este proceso de desaceleración.

Aunque no existe información completa de Cuentas Nacionales con respecto al ciclo de desaceleración de la inversión minera posterior a 2013, sí se dispone de la información relativa a las empresas mineras que reportan FECU. Dicha información sugiere que la inversión minera se ha morigerado parcialmente en el curso de 2014 y 2015. El ciclo de inversión en minería en Chile además se asemeja de manera muy notable a lo ocurrido en Australia, algo que se destacará más adelante.

El menor impulso de la inversión minera y los menores precios de las materias primas tienen indudablemente un impacto en la situación cíclica de una economía pequeña y abierta como Chile. Lo mismo las perspectivas de condiciones en general menos benignas para economías emergentes. A su vez, ello debería inducir expectativas menos optimistas respecto de la situación actual y esperada de los negocios, lo que puede tener también un efecto amplificador en el ciclo económico. Es por esta razón que desentrañar los hilos de causalidad no es tarea fácil, y se requiere de ciertos supuestos estadísticos de identificación.

El Informe de Política Monetaria de junio de este año contiene un ejercicio de este tipo. La estrategia de identificación en este ejercicio macroeconómico parte de la base de que medir el tono de las expectativas sobre la situación de los negocios no da un resultado obvio. Típicamente se usan índices que sintetizan un conjunto de respuestas a preguntas que buscan medir el clima empresarial, como es el caso del IMCE que se publica mensualmente y es elaborado por la Universidad Adolfo Ibáñez e ICARE. Este es un índice de difusión que aglomera respuestas de ejecutivos de empresas a preguntas sobre niveles de inventarios deseados, perspectivas de corto plazo y ventas, entre otros.

En las especificaciones planteadas, se presume que domésticamente el crecimiento, la inversión y las expectativas empresariales dependen de factores exógenos, como las condiciones de la economía mundial y el ciclo minero. También dependen de sus propias interrelaciones, así como de fenómenos autónomos que las determinan. Con estos supuestos, la descomposición histórica del IMCE y de la inversión muestra la contribución de las distintas variables fluctúa bastante entre períodos.

Por ejemplo, en 2009-2010, cerca del 60% de la variación de la inversión se asoció a factores vinculados a la economía internacional (Tabla 1). Luego, entre 2011 y 2013, dos tercios de dicha variación se vincula al ciclo minero global (aproximado por la inversión minera en Australia). Finalmente, en 2014 un 24% de la variación de la inversión estuvo relacionada con lo que llamamos el componente autónomo de las expectativas en Chile. Hay que destacar que las fuerzas contractivas asociadas a la morigeración del ciclo minero siguen presentes en la coyuntura actual, al menos de la forma como se mide dicho fenómeno en el ejercicio macroeconómico del

IPoM. En efecto, cerca del 50% de la menor inversión se seguía vinculando con la menor inversión minera global.

Ahora bien, ¿a qué nos referimos cuando mencionamos este componente autónomo de las expectativas? El Informe de Percepciones de Negocios que publica el BCCh, sobre la base de entrevistas cualitativas a ejecutivos de empresas a lo largo de todo el país ha detectado un gradual deterioro de la percepción respecto al clima para realizar negocios. Es también bastante aparente para cualquier observador que el clima de discusión pública en Chile refleja grados significativos de desconfianza, a lo que se agrega la crispación del debate político, también bastante evidente. Todos estos factores parecen ser peculiares a la situación chilena.

La utilización de la inversión minera en Australia como un indicador aproximado de las condiciones generales que determinan la inversión en Chile amerita algunas palabras. El uso de esta variable es atractivo por dos razones. Primero, como se ha mostrado, existe una muy elevada correlación entre la inversión minera en Chile y en Australia. Ello no sólo porque los precios de los productos básicos han seguido una trayectoria parecida, sino también porque las decisiones de inversión de las empresas mineras globales se toman también a nivel global. Segundo, es fácil argumentar que el ciclo de inversión minera en Australia no tiene que ver con los componentes idiosincrásicos o autónomos de las expectativas empresariales en Chile. De hecho, aunque el ciclo de expectativas de hogares y empresas en Australia y Chile presenta similitudes notables en plazos largos, es muy claro que en el último tiempo han tendido a divergir. Estas dos razones hacen que sea útil, para entender la dinámica macroeconómica en Chile, ver lo que ocurre en economías que enfrentan algunos desafíos similares, como Australia.

A modo de conclusión, desde mi punto de vista es indudable que tener análisis rigurosos y técnicos es fundamental para un adecuado diagnóstico respecto de la situación macroeconómica de cualquier país. Chile no es la excepción. Entender las razones detrás de las fluctuaciones cíclicas de la economía es clave para poder graduar correctamente las dosis de estabilización macroeconómica —que en el marco que tiene Chile corresponde principalmente a la política monetaria—, así como para poder determinar con la mayor precisión posible las tendencias de mediano plazo que determinan la orientación de la política fiscal.

Las implicancias de dicho análisis son centrales para una buena implementación de una política monetaria acorde con las circunstancias. La persistencia y naturaleza de los fenómenos que inciden en el crecimiento permiten evaluar el grado de holgura en el uso de factores, así como las perspectivas de crecimiento de corto plazo que sean congruentes con el logro de la meta de inflación. El Banco Central tiene por tanto una responsabilidad en términos de contribuir a este análisis técnico, lo que se refleja por ejemplo en la forma como hemos abordado el vínculo entre ciclo minero, inversión y expectativas.

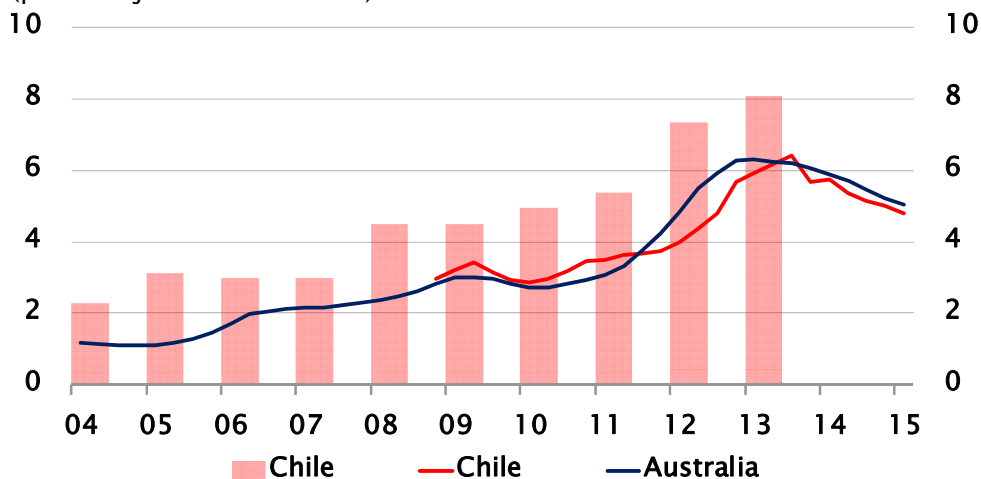
Muchas gracias.

Referencias

- Albagli, E. y E. Luttini (2015), “Confianza, Incertidumbre e Inversión en Chile: Evidencia Macro y Micro de la encuesta IMCE”, [Minuta](#) contenida en IPoM junio 2015.
- Banco Central de Chile, [Informe de Política Monetaria](#), junio 2015.
- Banco Central de Chile, [Informe de Percepciones de Negocios](#), mayo 2015.
- Fornero, J. y M. Kirchner (2014), “Learning About Commodity Cycles and Saving- Investment Dynamics in a Commodity-Exporting Economy”, Documento de Trabajo BCCh N°727.
- García, P. y S. Olea (2015), “Inversión Minera y Ajuste Macroeconómico en Australia y Chile”, Documento de Política Económica BCCh N°56.
- Hernández, C. (2008), “Inversión por Actividad Económica en Chile Período 2004-2005”, Estudio Económico Estadístico N°65, Banco Central de Chile.

GRÁFICO 1

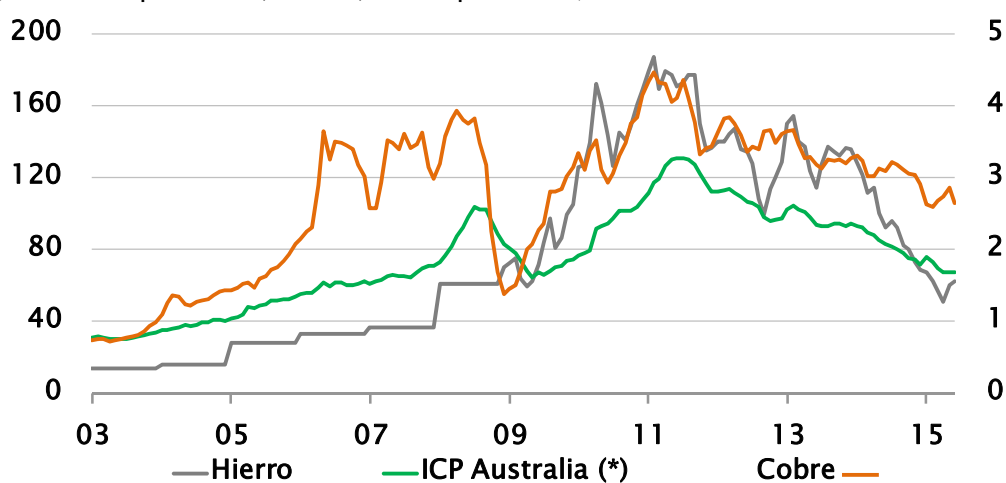
Inversión en minería (*) (porcentaje del PIB nominal)



(*) Para Chile, serie anual de CCNN. Para detalles metodológicos ver Hernández (2008). La serie trimestral corresponde a inversión en planta y equipos reportada por las principales empresas mineras en sus FECU. Ambas series se pueden encontrar en la Base de Datos Estadísticos del BCCCh (<http://si3.bcentral.cl/Siete/secure/cuadros/home.aspx>).
Fuentes: Australian Bureau of Statistics, Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.

GRÁFICO 2

Precios de materias primas (toneladas por dólar; índice; libras por dólar)



(*) ICP: Index of Commodity Prices. Es un índice de precios compuesto por productos básicos exportados por Australia. Para mayor detalle, ver <http://www.rba.gov.au/statistics/frequency/weightsicp>.
Fuentes: Australian Bureau of Statistics (ABS) y Bloomberg.

GRÁFICO 3



(1) Para Chile corresponde al Índice de Percepción de la Economía (IPEC), mientras que para Australia a Westpac Consumer Confidence Index. (2) Para Chile corresponde al Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), mientras que para Australia a NAB Business Conditions.
Fuentes: Adimark, Bloomberg e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

TABLA 1

Resultados del ejercicio macro (1)
(porcentaje)

	Variables externas	Inversión minera Australia	Actividad interna	IMCE (<i>shock</i> autónomo)
Descomposición histórica de la Inversión				
2009–10 (2)	63,6	21,9	9,5	–6,8
2011–13 (3)	–4,2	66,7	8,5	7,4
2014 (4)	4,1	46,5	24,1	22,8

(1) Los valores corresponden a la contribución del shock autónomo de cada variable al desvío de la inversión. Dichas contribuciones se calculan para cada trimestre, y se promedian para cada episodio considerado.

(2) Entre el primer trimestre del 2009 y el primer trimestre 2010.

(3) Entre el tercer trimestre del 2011 y el tercer trimestre del 2013.

(4) Entre el tercer y el cuarto trimestre del 2014.

Fuente: Albagli y Luttini (2015).