

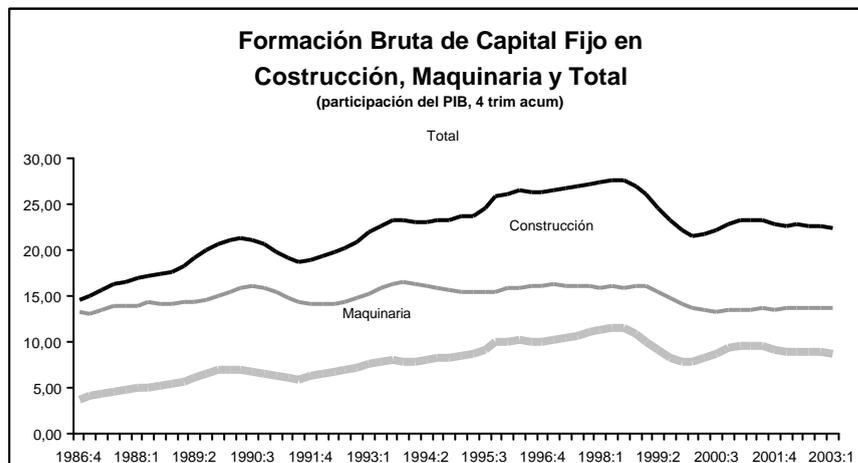
Tendencias de la inversión

Jorge Marshall, Vicepresidente del Banco Central de Chile, Exposición en el Encuentro de la Corporación de Bienes de Capital, Santiago 29 de mayo de 2003

Quiero agradecer a la Corporación de Bienes de Capital, CBC, la invitación a participar en este encuentro sobre la inversión en nuestro país. En esta exposición analizaré, en primer lugar, los principales determinantes de la inversión; en segundo lugar me referiré a las perspectivas de la inversión en Chile y, finalmente, presentaré algunas conclusiones.

Determinantes de la inversión

Una de las fuentes más importantes de la expansión de la economía chilena desde mediados de los años 80 fue el aumento en la tasa de inversión. En efecto, la evolución de la formación bruta de capital fijo, medida en pesos de 1996, muestra un crecimiento sostenido hasta 1998, exceptuando un breve período durante 1991. La tasa de inversión pasó de un 17% en 1986 a un 27% en 1998. Durante 1999 se observó una caída de la inversión en capital fijo, manteniéndose desde entonces en torno a un 22% del producto. Los niveles promedio de la inversión de los últimos quince años son elevados cuando se comparan con los estándares históricos de la economía chilena, así como en relación con otras economías de similar nivel de desarrollo.

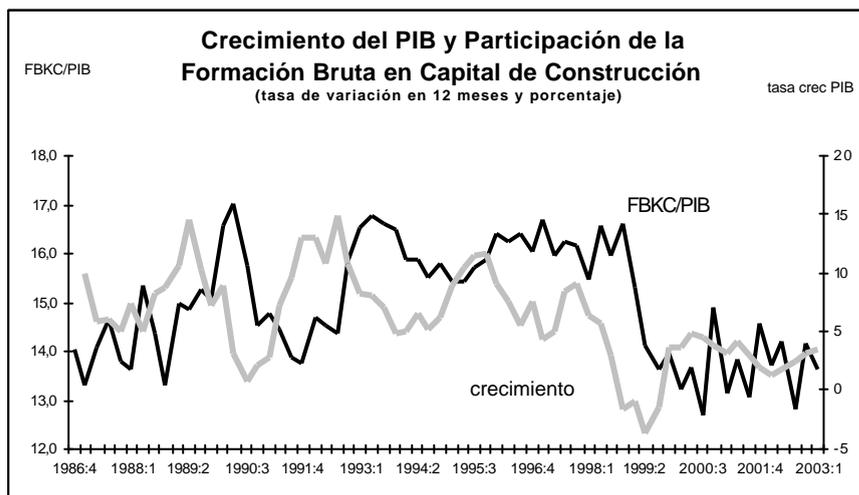


Para analizar los determinantes de la inversión conviene separar los dos componentes principales de la formación bruta de capital fijo. En primer lugar está el componente de construcción edificios y obras de ingeniería, que representa un 60% de la inversión en capital fijo total. A su vez, sus componentes principales son la edificación habitacional, con un 21%; la edificación no habitacional, con un 12% y las obras de ingeniería, con un 26%. En segundo lugar están las compras de maquinarias y equipos. Este segundo componente representa un 40% de la inversión en capital fijo total y está compuesto por la importación de bienes de capital, que representa un

37,7% y las ventas de maquinarias origen nacional, con un 2,6% del total de la inversión en capital fijo.

La inversión en construcción está vinculada a la tasa de crecimiento del producto, con unos 4 a 5 trimestres de rezago. En el gráfico adjunto se muestra el crecimiento del producto y la tasa de inversión en construcción para el período 1986.2003. Se aprecia que, tomando en cuenta el rezago señalado, las series presentan una dinámica bastante similar.

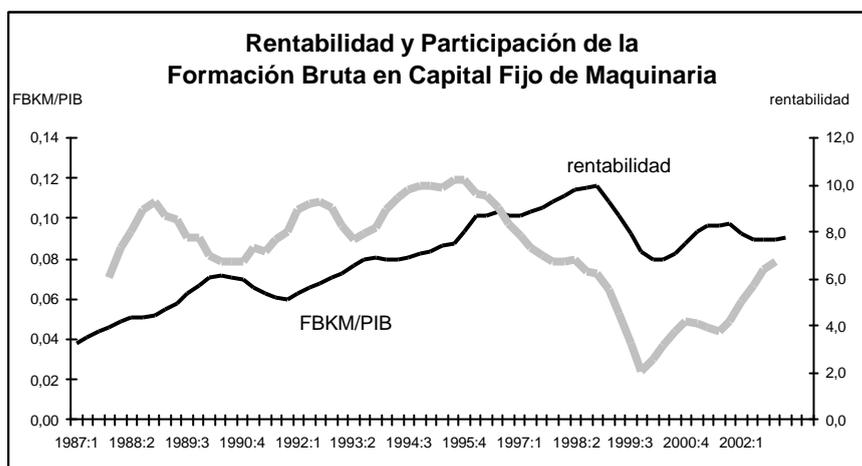
Adicionalmente, la inversión en construcción está influida por la evolución de la tasa de interés, especialmente de instrumentos de largo plazo. Los componentes de inversión habitacional y de edificaciones comerciales son los más sensibles a la tasa de interés. Por esta razón, en la actualidad este componente de la inversión está siendo estimulado por las bajas tasas de interés. Las colocaciones bancarias para viviendas mantienen un alto dinamismo, solo superado en los trimestres recientes por la expansión de las colocaciones de consumo.



En cuanto a la inversión en maquinaria y equipo, que representa cerca de un 40% de la inversión total, su relación con el crecimiento del producto es más indirecta. En este caso, se observa una relación más estrecha entre la evolución de la inversión y la rentabilidad de las actividades productivas, aunque también en este caso hay un rezago en torno a 4 trimestres entre los cambios observados en la rentabilidad y su efecto en la compra de maquinaria. Por cierto, la rentabilidad de las empresas está vinculada positivamente con la tasa de crecimiento del producto. En el gráfico siguiente se presenta la trayectoria de la inversión en maquinaria y equipos y la rentabilidad de las empresas, neta de costo del capital (medida como la rentabilidad operacional promedio de las empresas que publican las FECU, menos la tasa de costo de capital en maquinaria).

Hasta mediados de 1998 la inversión en maquinaria como razón del PIB muestra una trayectoria sostenidamente ascendente. Posteriormente se produce una caída en 1999 y una relativa estabilidad desde el 2000. Por su parte, la rentabilidad neta de las empresas se mantuvo en torno a

los 8 puntos porcentuales hasta comienzos de 1997. Luego, la rentabilidad se redujo hasta alrededor de 2 puntos porcentuales hacia fines de 1999. Desde entonces este indicador ha mostrado, con vaivenes, una tendencia a recuperarse, tanto por los aumentos en la rentabilidad operacional de las empresas como por las menores tasas de interés.



Perspectivas de la inversión

Con relación a la evolución reciente y las perspectivas de la inversión en Chile, el marco apropiado para realizar el análisis es el último Informe de Política Monetaria del Banco Central, en el cual se anticipa un mejoramiento gradual en el escenario externo, acercándose a las tasas de crecimiento de tendencia de la economía global hacia fines del próximo año. Junto a ello, se considera que durante entre el 2003 y el 2004 se producirá una recuperación de los términos de intercambio que apoyará un crecimiento del ingreso nacional superior al de años recientes. A su vez, los avances hacia mayores grados de estabilidad financiera en países vecinos permitirán también disminuir las incertidumbres locales, apoyando eventuales aumentos de los flujos de capital y una recuperación del comercio con la región. Este conjunto de antecedentes, además de las condiciones monetarias expansivas de la actualidad, llevará el crecimiento económico este año hasta cifras de entre 3 y 4%.

Por otra parte, el producto potencial de la economía está creciendo entre 3,5 y 4% por año durante este año y el próximo. Por esta razón se espera un crecimiento de la actividad mayor que 4% para el 2004, lo cual llevará a una reducción de las brechas de capacidad en cerca de 1% del PIB.

Por su parte, la tasa de inversión en los últimos años se ha mantenido estable en torno al 22% del producto (medida a precios de 1996). Esta cifra refleja que en la actual fase del ciclo de la economía chilena los impulsos de demanda se deben originar más en el consumo y en las exportaciones, para luego llegar a la inversión en capital fijo. Por esta razón, lo que se espera en el corto plazo es una evolución de la inversión cercana al crecimiento del producto.

Las holguras de capacidad existentes en diversos sectores dificultan por el momento un repunte vigoroso de la formación bruta de capital fijo a nivel agregado. De hecho, las importaciones y ventas internas de bienes de capital, que se asocian a inversión en maquinaria y equipos, muestran una tendencia de crecimiento moderado. Si bien las importaciones de bienes de capital muestran un mayor dinamismo en el margen, parte de esta recuperación, no obstante, pareciera estar asociada a proyectos de envergadura en el sector de la celulosa.

El mercado inmobiliario, por su lado, ha mostrado gran vigor en los últimos cuatro trimestres, aunque presenta en el margen un menor dinamismo. Las ventas inmobiliarias continúan altas, con cerca de mil unidades mensuales (desestacionalizadas). Según la información más reciente, los stocks han crecido de forma más moderada, implicando una reducción en los meses necesarios para agotarlos. El nivel actual de este último indicador se compara favorablemente con los niveles promedio que se observaron en el período 2000-2002.

Los elevados niveles de ventas de viviendas responden a las bajas tasas de interés y a las perspectivas económicas más favorables de los hogares. En estas condiciones, el dinamismo del sector inmobiliario ha comenzado a traducirse en un notable aumento de los permisos de edificación, tanto habitacionales como de establecimientos, por lo que puede esperarse mayor actividad y empleo en el sector en los próximos trimestres.

Respecto del componente de obras de ingeniería, que representa cerca de un cuarto del total de la inversión fija, el catastro de proyectos de inversión privada de marzo de este año, que considera una revisión tanto de los proyectos en marcha durante el 2002 como de los planeados para el 2003 y 2004, registró una disminución de aproximadamente 6,0% para el período 2002-2004, respecto de lo informado en diciembre del 2002. Esta caída se concentra principalmente en los sectores Inmobiliario y Obras Públicas (Concesiones). Por otra parte, los sectores Forestal y Puertos muestran un repunte en su inversión, debido a la entrada de nuevos proyectos al catastro.

De acuerdo con el presupuesto del año 2003, la inversión del sector público crecerá 6,8% real sobre el año pasado. Dentro de los principales destinos de esta inversión se encuentran obras de vialidad del Ministerio de Obras Públicas, el Plan de Transporte Urbano en la Región Metropolitana, la ampliación de la red del Metro y la realización de proyectos de desarrollo urbano.

En cuanto a la rentabilidad de los negocios, las cifras recogidas de las FECU muestran un incremento que se mantiene por varios trimestres consecutivos. Al mismo tiempo, las menores tasas de interés prevalecientes se verifican en el descenso de la relación entre gastos financieros y gastos totales. Por sectores, aquellos ligados a actividades exportadoras mostraron una importante recuperación de su rentabilidad, lo que se vincula con la trayectoria del tipo de cambio real y los precios de los bienes de exportación. A su vez, los sectores no exportadores muestran una sostenida recuperación de su rentabilidad desde los mínimos que experimentaron a comienzos del 2000. Hacia el futuro, se espera que el crecimiento de la formación bruta de capital fija esté en línea con la economía como un todo, apoyándose en las menores holguras hacia el próximo año y la recuperación de los indicadores de rentabilidad.

Hacia adelante, la parcial recuperación de la rentabilidad corporativa hace esperar un dinamismo mayor en la acumulación de capital, especialmente de los sectores exportador y de sustitución de importaciones, en que la recuperación de los indicadores de rentabilidad es más notoria. Todo esto, junto con una trayectoria de la inversión pública que no se desvíe sustantivamente de lo previsto, permitirá incrementar levemente la tasa de inversión fija, sobre todo durante el año próximo.

Los aumentos en la rentabilidad que hemos observado en el último período también se manifiestan en las cotizaciones bursátiles de las empresas, lo que refleja mejores perspectivas de rentabilidad en el futuro. Estos antecedentes también sustentan la proyección de un aumento en la inversión en maquinaria, aunque existe un importante rezago entre los cambios en la rentabilidad y el resultado en términos de mayor inversión.

Conclusiones

En síntesis, las tendencias de la economía permiten anticipar que se mantiene la recuperación de la actividad económica, principalmente por la mejora gradual en el escenario externo y el estímulo de la política monetaria. Hacia adelante se espera que el crecimiento económico este año llegue hasta cifras de entre 3 y 4%, rango equivalente al previsto en enero pasado, mientras se espera un crecimiento de la actividad mayor que 4% para el 2004.

Este panorama refleja que en la actualidad están dadas las condiciones macroeconómicas favorables para un repunte de la inversión en capital fijo, aunque se debe señalar que su recuperación efectiva ocurre normalmente con un rezago respecto de la actividad económica.

Un aspecto favorable para las perspectivas de la inversión es la mejora en los indicadores de rentabilidad de las empresas y en las cotizaciones bursátiles. Estas señales generan, también con rezago, respuestas positivas en la inversión en maquinarias y equipos.

Por último, un aspecto relevante en este análisis es la necesidad de reconocer que en los últimos años el crecimiento de la productividad total de factores ha sido cercano a cero, debido principalmente a la posición cíclica de la economía chilena. En adelante, en cambio, se espera un repunte en los indicadores de productividad, lo que es una condición para que los aumentos en el nivel de los recursos productivos se conviertan en un mayor ritmo de crecimiento.