

## PUNTO DE VISTA

# ¿La gran inversión productiva en Chile se evalúa en UF o en dólares?



—por RODRIGO WAGNER—

**L**as proyecciones del nivel de inversión del próximo año para Chile han crecido bastante. Si nos fijamos en los Informe de Política Monetaria (Ipom) del Banco Central, de los últimos seis meses, vemos que la perspectiva del nivel de formación bruta de capital fijo saltó a 3,3 puntos porcentuales para 2025, pasando desde menos de 1% a un 4.2%, ambos respecto de su baseline de 2023.

En general, con este 2024, ya son tres años en que las expectativas de inversión para el año y el siguiente han tendido a mejorar a medida de lo que corre el 2024. En marzo se ha partido con expectativas más bajas y luego se ha ido corrigiendo al alza. Claramente no hemos estado en un boom de inversión, pero sí quiero discutir por qué las cosas se han ido viendo relativamente mejor que lo que uno hubiera pensado inicialmente desde la macroeconomía estándar.

Ojo que acá los fundamentales económicos sí han ido cambiando durante el año, entonces no necesariamente hablamos de sesgos o malas estimaciones. Además, proyectar la inversión es bastante difícil, por una serie de factores: al ser muy sensible a expectativas de largo plazo, que han ido cambiando y así como a la capacidad de ejecutar oportunamente esa inversión. Sobre esos factores, está el efecto directo del costo de capital en la inversión, que sería uno de los canales de transmisión de la política monetaria doméstica. Bien en simple, uno podría haber pensado que tener tasas domésticas más altas debieran haber afectado un poco más a la inversión en años anteriores.

Pero habiendo dicho eso, creo que es momento de preguntarnos sobre si las grandes empresas que invierten en Chile están realmente definiendo sus tasas de descuento mirando más al Banco Central y las tasas en UF o, si por el contrario, miran más lo que pasa con la Reserva Federal, las tasas en dó-

lares y la situación global. En los modelos macroeconómicos estándar, tendemos a pensar que el costo del capital está en UF, digamos la tasa real larga a 10 o 20 años, más un premio por riesgo. Pero si vamos a los datos, la impresión podría ser distinta.

Dejemos de lado el sector inmobiliario, cuya demanda claramente depende de las tasas largas en UF y los hipotecarios, así como algunos sectores que dependen del consumo local. Centrémonos puramente en el efecto que ocurre vía costo de capital en sectores exportadores o de multinacionales, por ejemplo. En ellos, varias de las prácticas contables y de gestión financiera parecieran sugerir que estas empresas piensan más en dólares que en pesos o UF, para varias de sus decisiones de inversión.

Con Julio Salinas, del programa de doctorado en finanzas de la Universidad Adolfo Ibáñez (UAI), hicimos en análisis de ciertas prácticas de los grandes contribuyentes en Chile. Cerca de un 30% de los grupos de grandes contribuyentes llevan contabilidad en dólares en algunas empresas. Un 45% si uno pondera por ventas, por lo que esta práctica es obviamente más relevante en empresas más grandes. Por otro lado, tenemos que, más del 65%, emite deuda en dólares, casi un 70% tiene operaciones fuera del país y otra proporción tiene calculado un costo de capital en dólares en Bloomberg.

Chile es un país donde la inversión extranjera representa algo así como un tercio del stock de capital de la economía, por lo cual las decisiones grandes muchas veces pueden estar pensadas en sus monedas de origen. Estas no son pruebas irrefutables, pero sí indicativas de que en Chile los grandes proyectos de inversión podrían ser más sensibles a condiciones financieras globales que a las locales.

*Profesor asociado de Finanzas en la Escuela de Negocios UAI y director de Espacio Público.*