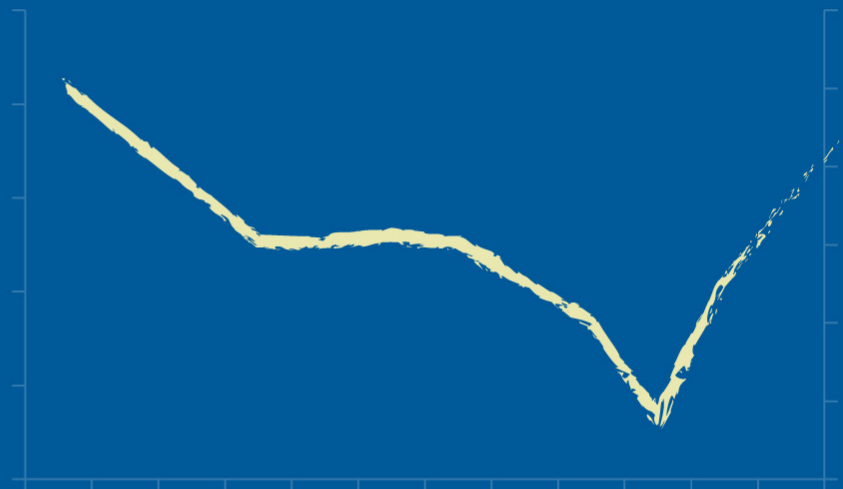


MAYO 2021

EL DESEMPEÑO DE LA INVERSIÓN

Un repaso de los datos recientes



cece

POR **RICARDO CARCIOFI**
MARCOS OCHOA

El desempeño de la Inversión: un repaso de los datos recientes

Mayo 2021

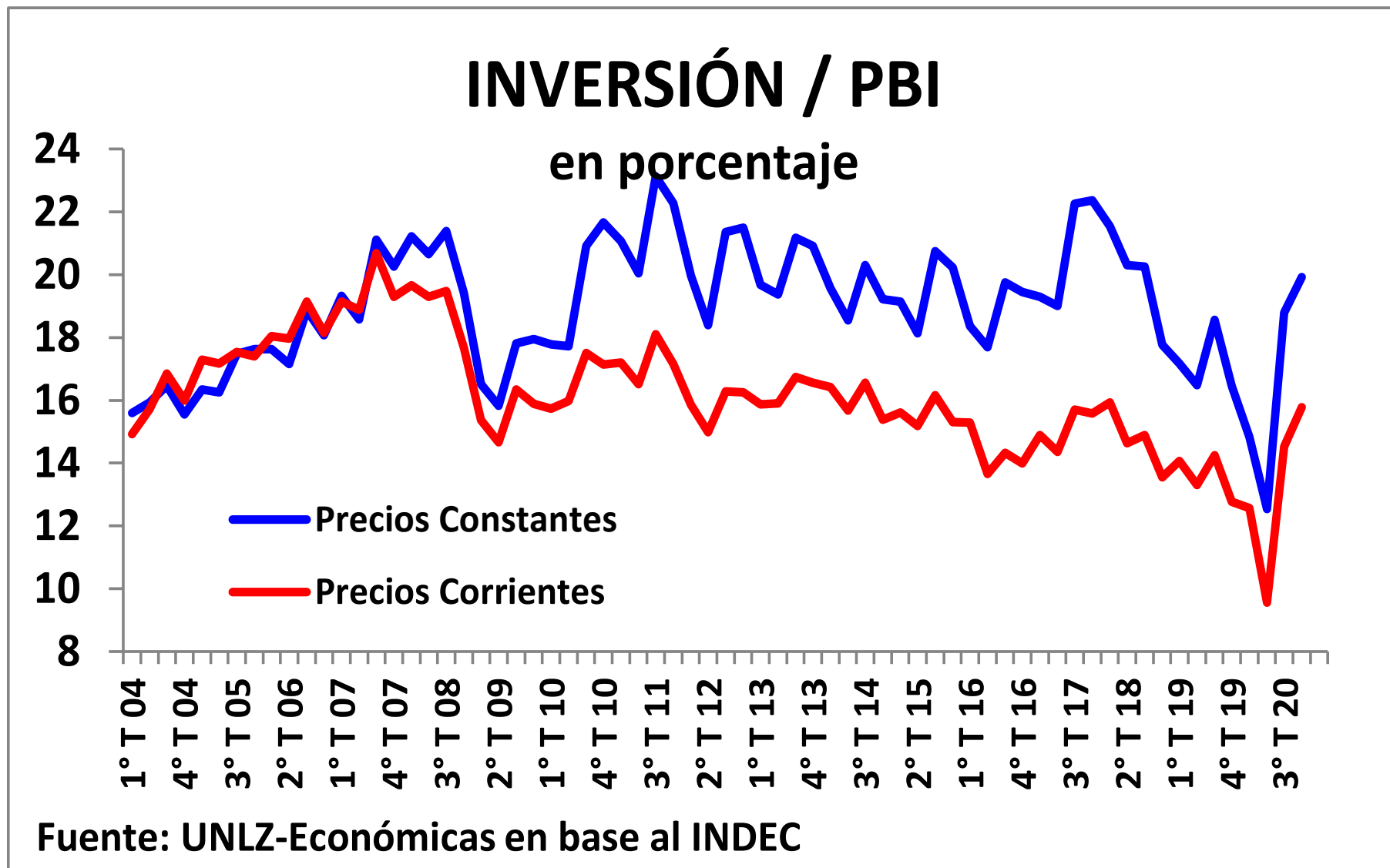
Ricardo Carciofi, Investigador IIEP, FCE-UBA

Marcos Ochoa, Director, Instituto de Investigaciones
Económicas UNLZ

Introducción

- La preocupación por la evolución del nivel de actividad a lo largo de 2020 ha soslayado el recorrido que ha seguido la inversión. El análisis siguiente se concentra sobre este tema, en particular, de la trayectoria de la tasa de inversión –cociente entre Inversión y PBI.
- En 2019, antes del advenimiento de la pandemia, Argentina registró una tasa de inversión de 19% del PBI. Ese fue el punto de llegada de un sendero descendente que se inició a fines de 2017, pero que se inscribe en un proceso más largo de declinación que se remonta a 2011. La cuestión reviste importancia clave: la insuficiente formación de capital compromete el crecimiento futuro.
- Teniendo en consideración lo anterior veamos primero qué dicen los datos de los últimos años para analizar luego la evolución seguida en los trimestres más cercanos.
- El gráfico siguiente describe la evolución de la tasa de inversión, utilizando dos mediciones alternativas, precios constantes y corrientes respectivamente.

Tasa de Inversión – Cuentas Nacionales



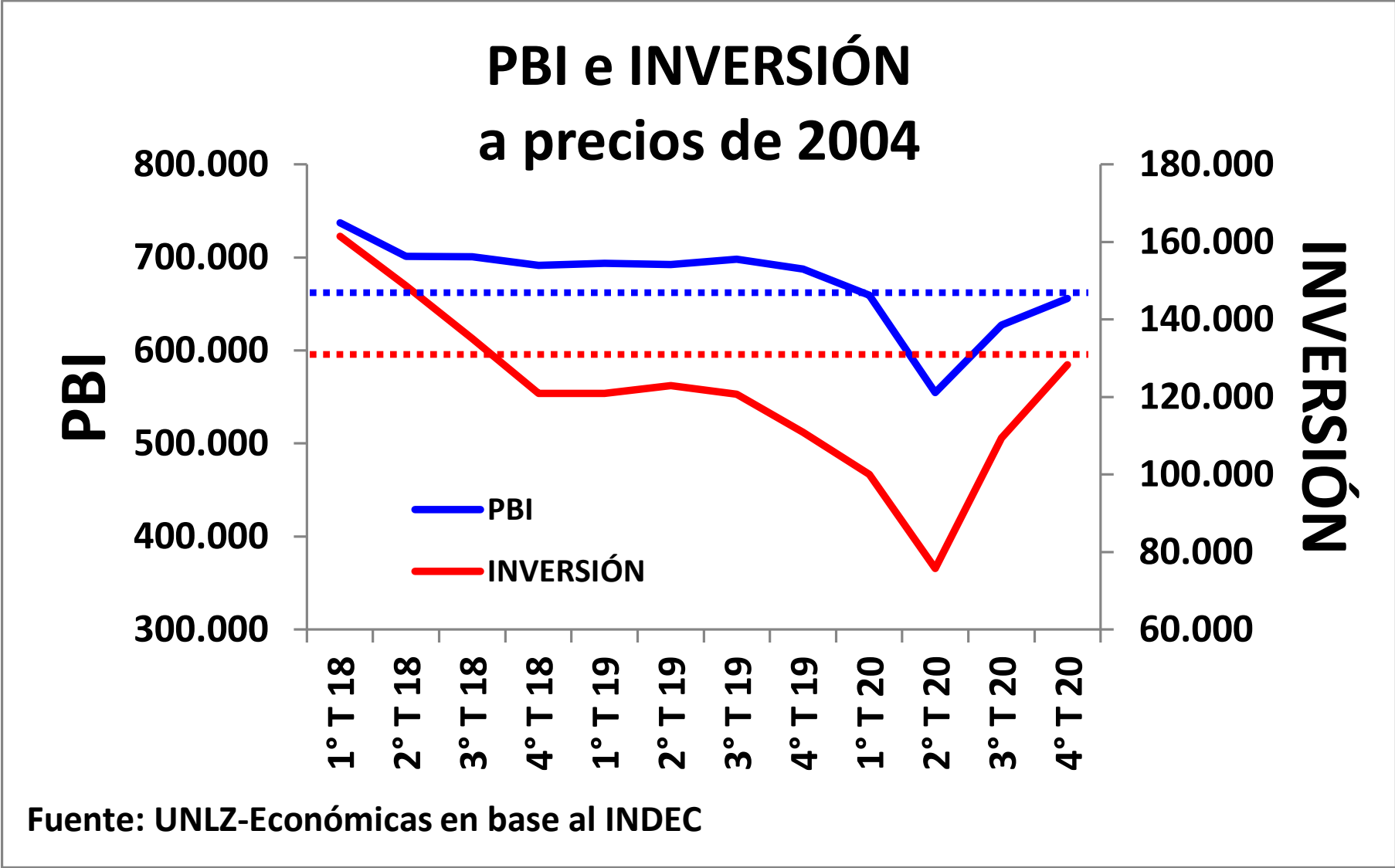
Tasa de inversión, precios constantes y corrientes

- La tasa de inversión a precios constantes es la presentación habitual de las cuentas nacionales con el año base de 2004. Este indicador refleja los precios relativos correspondientes a ese año. En cambio, la serie en precios corrientes ofrece un panorama distinto porque supone una actualización anual de los ponderadores de precio. De particular importancia es el tipo de cambio real, en razón que parte de la inversión supone la incorporación de maquinaria y equipo importada.
- Atendiendo a estas distintas formas de medición, la tasa de inversión expresada en precios corrientes parece más apropiada si el propósito es apreciar la magnitud de la incorporación de capital en la economía.
- Se observa entonces que la tasa de inversión así medida cobra valores ascendentes desde 2004 y se desploma en 2009 –cuando Argentina es golpeada por las perturbaciones de la Gran Recesión iniciada en EEUU- y se recupera muy débilmente. La década posterior (2009-2019) sigue un curso declinante. Este es un primer atributo de importancia que cabe anotar: Argentina no ha crecido con posterioridad a 2011 y, una de las razones detrás del fenómeno, es la baja tasa de inversión.
- Prestemos ahora atención a la evolución del PBI y la inversión en 2020.

PBI e Inversión en 2020

- En 2020 Argentina replicó un fenómeno similar a lo ocurrido en otros países: la pandemia y las restricciones asociadas a la misma implicaron una caída abrupta del PBI en la primera parte del año. No obstante que las dificultades continuaron, el relajamiento gradual de las limitaciones a la movilidad, ayudado además por el paquete fiscal de ayuda a las familias y a las empresas, contribuyó una recuperación acelerada en 2020, con la característica trayectoria en V. Pese a ello, a fines de año todavía no se había alcanzado el nivel de actividad económica previo a la pandemia. La serie de PBI en el gráfico de la lámina siguiente ilustra las observaciones previas.
- Es de interés observar también la evolución de la inversión frente a este episodio extraordinariamente singular. Como era de esperar la inversión se desplomó a un mayor ritmo que el conjunto de la economía en los primeros 6 meses del año. Pero el fenómeno a destacar es que una vez alcanzado el valle de la recesión, la inversión reacciona de manera muy acelerada.
- Esta velocidad de respuesta de la inversión no tiene una explicación obvia, en razón que el horizonte económico no estaba despejado. De hecho no resultaba claro cómo y cuándo se superaría la crisis sanitaria, además de otros interrogantes pendientes del programa económico propiamente dicho.

PBI Inversión – Cuentas Nacionales



La inversión solo se recupera de los bajos valores de 2020. En términos del PBI es muy baja (15,9% Precios corrientes – 19,9% Precios Constantes)

Tasa de Inversión. Evolución trimestral 2020

- Con el propósito de poner atención a la reacción de la inversión en el corto plazo, la lámina siguiente describe la evolución trimestral de la tasa de inversión. Se observa así que ésta experimenta una caída en el primer semestre de 2020 para recuperarse en la segunda parte del año.
- El valor anual de 2020 es inferior al promedio de los últimos años. Este resultado puede ser explicado en razón de la singularidad de 2020 y el impacto de la pandemia sobre la actividad económica.
- Sin embargo, cabe destacar el dato del 4to trimestre: 15,8%. Tal como se apuntó más arriba, este valor indicaría una recuperación importante de la inversión en un contexto donde la economía exhibía un funcionamiento anómalo. Lo cual plantea la pregunta de cuáles serían los factores que podrían explicar este desempeño.

Tasa de Inversión 2020 – Cuentas Nacionales

Precios Corrientes En términos del PBI	2020				
	1° trim	2° trim	3° trim	4° trim	Total
PBI	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Consumo privado	68,2%	66,4%	62,7%	58,9%	63,6%
Formación bruta de capital fijo	12,6%	9,6%	14,5%	15,8%	13,4%
Consumo público	15,9%	17,5%	15,2%	16,3%	16,2%
Exportaciones	15,7%	18,4%	18,0%	14,8%	16,6%
Importaciones	14,0%	12,8%	14,3%	14,2%	13,9%

Fuente: UNLZ-Económicas en base al INDEC

Componentes de la inversión

- Con la intención de responder a cómo se puede explicar la rápida reacción de la inversión en el segundo semestre de 2020 conviene desagregar los datos de inversión en sus componentes principales: construcción, los rubros de maquinaria y equipo nacional e importado y equipos de transporte.
- El cuadro siguiente señala estos componentes y muestra su participación. La información está disponible para los datos en moneda constante. Se analizan posteriormente dos rubros principales: construcción y maquinaria y equipo importado.

Inversión – Cuentas Nacionales

Precios Constantes En términos del PBI	2020				
	1° trim	2° trim	3° trim	4° trim	Total
Formación bruta de capital fijo	14,8%	12,5%	18,8%	19,9%	16,6%
Construcciones	6,1%	4,5%	7,6%	8,2%	6,6%
Otras construcciones	1,0%	0,6%	1,0%	0,7%	0,8%
Maquinaria y equipo	6,3%	6,2%	8,1%	8,8%	7,4%
Nacional	2,1%	2,5%	3,6%	3,9%	3,0%
Importado	4,2%	3,8%	4,5%	4,8%	4,3%
Equipo de transporte	1,3%	1,1%	2,0%	2,1%	1,6%
Nacional	0,8%	0,8%	1,3%	1,5%	1,1%
Importado	0,5%	0,3%	0,6%	0,6%	0,5%
Otros activos fijos	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Fuente: UNLZ-Económicas en base al INDEC

La inversión está compuesta por

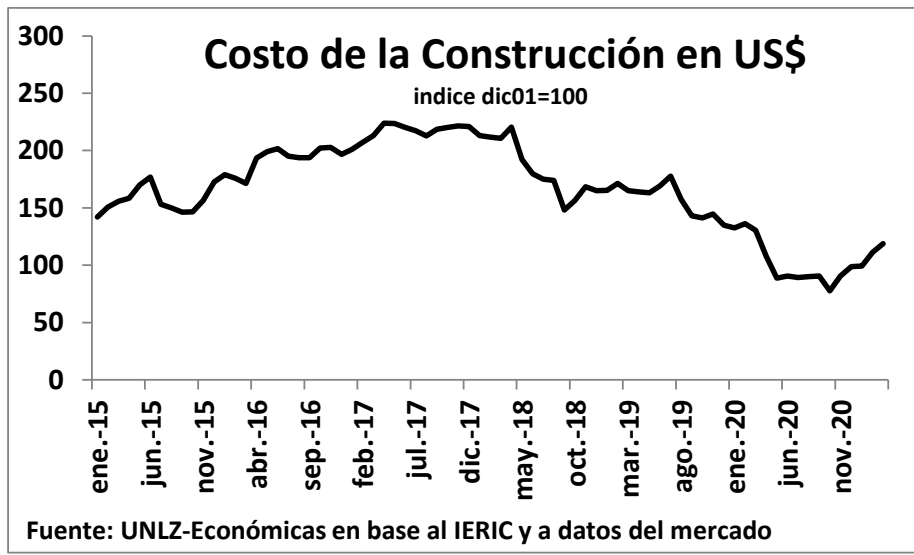
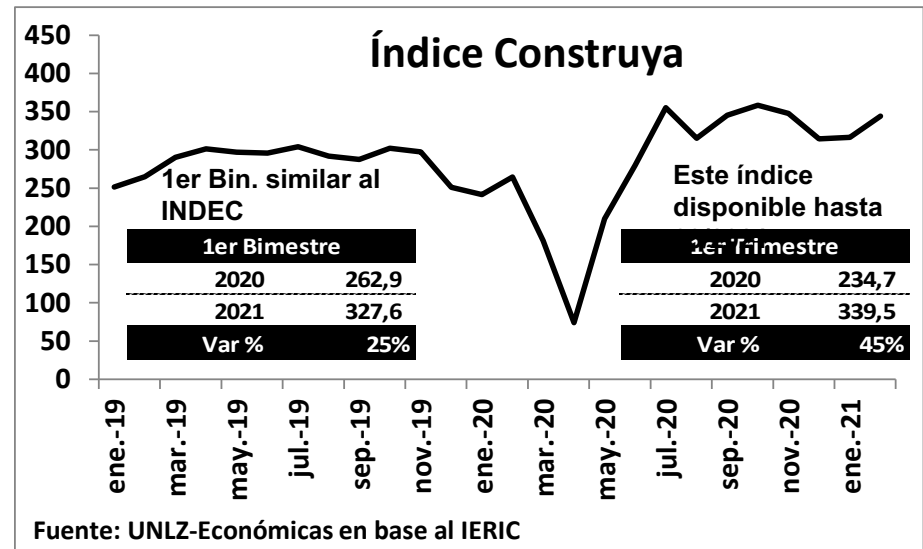
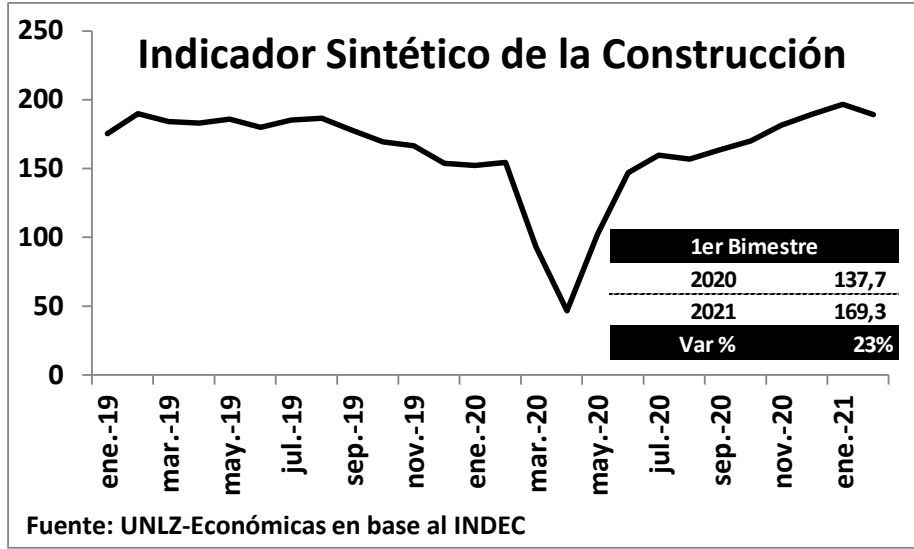
-Construcciones

-Maquinarias y equipos: nacionales e importados

La inversión en Construcción

- El cuadro siguiente consigna tres indicadores del sector construcción: el indicador sintético del sector que elabora el INDEC que engloba la inversión privada y pública en construcción, el índice Construya que tiene origen en el Instituto de Estadística y Registro de la Construcción y, finalmente, el costo en dólares de la construcción. Este último tiene también como fuente al IERIC y se ha tomado el tipo de cambio marginal (blue) para deflactar la serie de costo en pesos. Se considera el dólar blue por cuanto en este sector parte de las transacciones se canalizan por fuera del circuito formal.
- Los datos muestran que:
 - La Construcción, se encuentra creciendo en el primer bimestre 23% en términos anuales según INDEC.
 - Y en el primer trimestre, se encuentra creciendo en términos anuales al 45% según el Índice Construya.
 - El sector muestra una importante caída de costos en dólares, que se revierte parcialmente en fecha más reciente. Esta evolución declinante de los costos es de interés para explicar la mayor actividad de la construcción.
 - Con el aumento de la brecha cambiaria, cae el costo en dólares del metro cuadrado, lo cual alienta el gasto en construcción nueva. Esta es una manera de capitalizar los beneficios la valorización futura de la propiedad, una vez que la cotización real del peso recupere parte de su valor. También aquí se da cita el “efecto riqueza” en la medida que gran parte del ahorro privado se hace en dólares.

Construcción 2019-21 – Indicadores Privados y Públicos



La inversión en Maquinaria y Equipo Importado

- El cuadro siguiente compara las importaciones de 2021 (mes de marzo y primer trimestre) con igual período de 2019. Se excluye 2020 dado fue el período donde impactó con fuerza el comienzo de la pandemia –especialmente el mes de marzo.
- Los ítems a observar son bienes de capital, bienes intermedios y piezas para bienes de capital.
- En el cuadro se insertan los comentarios particulares de cada uno de ellos.
- Como puede observarse los datos apuntan en la misma dirección. El nivel de importaciones de los distintos ítems de la inversión importada –bienes de capital, bienes intermedios y piezas- del primer trimestre de 2021 es más elevado que en 2019. Además, las tasas de variación entre uno y otro período sugieren que se habrían acelerado tales compras.
- Nuevamente surge la pregunta de cuáles serían los factores explicativos de tal respuesta. Encontramos aquí cierta analogía con lo ocurrido con la inversión en construcción. Por un lado, hay un factor de precios relativos y brecha cambiaria, que aquí opera en sentido inverso. Es decir, el acceso de los importadores al dólar oficial es un incentivo a cursar adquisiciones mientras las restricciones a la importación permitan realizar tales compras. Estas ventajas cambiarias deben ser balanceadas contra el riesgo de quedar con stocks sin vender. Sin embargo, en presencia de un ritmo de actividad en alza y la incertidumbre sobre las limitaciones de acceso a las divisas, predomina la lógica de adelantar

Importaciones 2021 vs 2019

IMPORTACIONES millones de dólares	Marzo				
	2021		2019		Var. %
TOTAL	5.320	100%	4.212	100%	26,3%
Bienes de Capital	854	16%	736	23%	16,0%
Bienes Intermedios	2.251	42%	1.514	48%	48,7%
Comb. y lubricantes	304	6%	331	10%	-8,2%
Piezas para bienes de cap.	1.048	20%	856	27%	22,4%
Bienes de consumo	652	12%	539	17%	21,0%
Automotores	166	3%	214	7%	-22,4%
Resto	45	1%	21	1%	114,3%

Fuente: UNLZ-Económicas en base a datos del INDEC.

En marzo las importaciones de bienes de capital crecen 16,0%, los bienes intermedios suben 48,7% y piezas para bienes de capital 22,4%

IMPORTACIONES millones de dólares	1er Trimestre				
	2021		2019		Var. %
TOTAL	12.876	100%	12.166	100%	5,8%
Bienes de Capital	2.308	18%	2.069	21%	11,6%
Bienes Intermedios	5.075	39%	4.296	43%	18,1%
Comb. y lubricantes	744	6%	970	10%	-23,3%
Piezas para bienes de cap.	2.537	20%	2.490	25%	1,9%
Bienes de consumo	1.603	12%	1.549	16%	3,5%
Automotores	497	4%	727	7%	-31,6%
Resto	112	1%	64	1%	75,0%

Fuente: UNLZ-Económicas en base a datos del INDEC.

Con respecto al primer trimestre 2019 las importaciones de bienes de capital crecen 11,6%, los bienes intermedios suben 18,1% y piezas para bienes de capital 22,4%

Todos estos componentes inciden en la inversión.

A modo de conclusión

- A pesar de la recuperación reciente de la tasa de inversión en Argentina, el análisis sugiere que el país encuentra serias dificultades para la formación de capital. El bajo nivel de inversión constituye una limitación al crecimiento de largo plazo.
- Después del desplome de la actividad económica de la primera mitad de 2020 y la consecuente caída de la inversión, se ha producido un rápido repunte de la misma que continúa en el primer trimestre de 2021.
- Cuando se desagregan los componentes que se sintetizan en este indicador se observa que los precios relativos y las restricciones en el mercado de cambios ofrecen la mejor explicación para entender lo que ha venido ocurrido.
- En el caso de la construcción, la reducción de los costos en dólares ha llevado a un impulso en el crecimiento de esta actividad.
- En lo que respecta a los bienes y equipos importados, la existencia de la brecha cambiaria y las limitaciones para acceder a las divisas han alentado las mayores compras externas.
- Son estos elementos que permiten comprender por qué ha reaccionado favorablemente la inversión en un contexto económico adverso, con la crisis sanitaria a medio camino, y con múltiples interrogantes sobre el curso del programa económico.