



cinve

Centro de Investigaciones Económicas

Actividad y Comercio

Abril 2013

Nº 114

En este informe

Inversión: Motor de crecimiento

¿Cómo se compone la inversión en Uruguay?

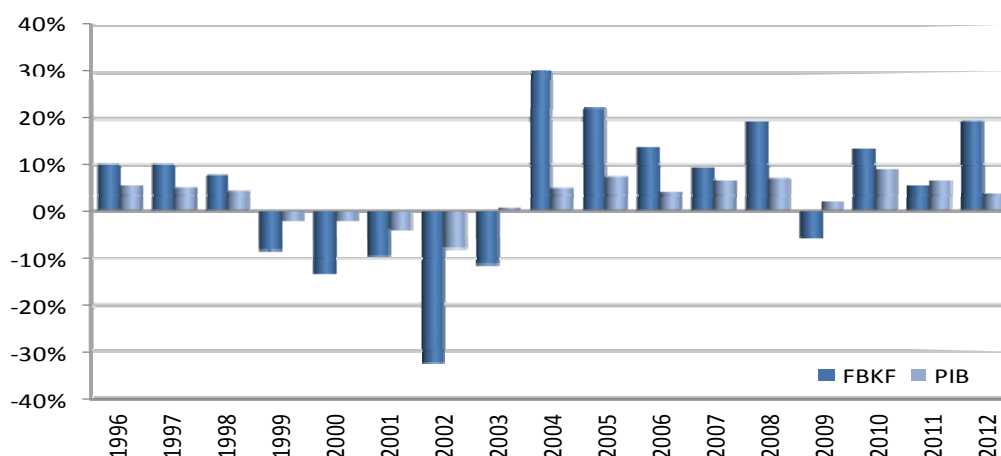
¿Qué se espera que suceda con la inversión?

INVERSIÓN: MOTOR DE CRECIMIENTO

El mes pasado el Banco Central del Uruguay publicó los datos referentes a Cuentas Nacionales. Estos indican que para el año 2012 el Producto Bruto Interno (PBI) del país se incrementó 3,9% respecto a 2011, siendo éste el décimo año consecutivo de crecimiento para Uruguay. Analizando los componentes de demanda, quien tuvo un mejor desempeño fue la formación bruta de capital fijo, la cual alcanzó un crecimiento de 19,4% promedio anual.

Tal resultado fue muy favorable, ya que la inversión juega un rol determinante sobre el crecimiento, en especial en el mediano y largo plazo: a mayor inversión, mejor infraestructura, tecnología y eficiencia, lo que redundaría en una mayor tasa de crecimiento. Asimismo, cuanto más propicio sea el escenario macroeconómico, los incentivos a invertir son mayores. Dichas afirmaciones pueden verse a partir del gráfico 1, el cual evidencia que en Uruguay el desempeño de la FBKF (utilizado como medida de la inversión) presenta el mismo signo que el del PBI, aunque la magnitud suele ser mayor, denotando así mayor volatilidad.

Gráfico 1: Producto Bruto Interno y Formación Bruta de Capital Fijo (Var. Promedio anual)



Fuente: BCU

A la luz de las consideraciones previas resulta pertinente un análisis más profundo de este componente del producto. En las secciones siguientes del informe se describe el estado de situación de la inversión en Uruguay, distinguiendo sus principales componentes y actores. Por último, se presentan las proyecciones de **cinve** en un escenario de corto plazo, a la vez que se plantean las implicancias que se derivan de tales resultados.



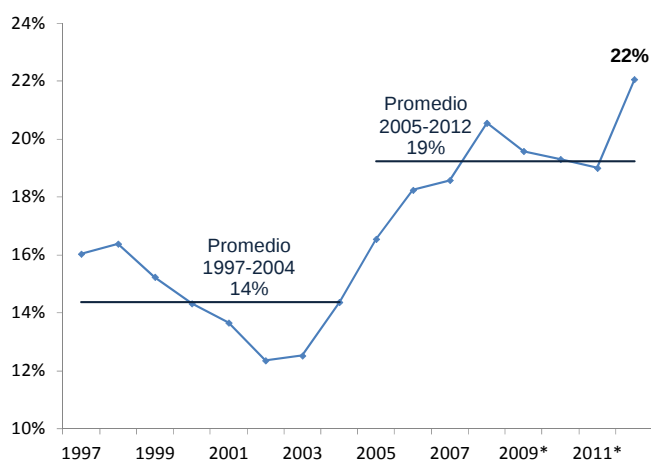
¿CÓMO SE COMPONE LA INVERSIÓN EN URUGUAY?

Contribución de la inversión al PIB

Como mencionamos previamente, el ratio FBKF/PIB resulta de vital importancia para evaluar la sostenibilidad de un proceso de crecimiento. Si bien no existe un consenso sobre a cuánto debería ascender este ratio, y el mismo puede variar mucho dependiendo de la estructura económica y las ventajas comparativas de las distintas economías, un mayor valor de dicho ratio está asociado a mayores tasas de crecimiento en el mediano y largo plazo.

Al analizar la evolución de la FBKF se distinguen dos períodos, uno de bajo dinamismo (comprendido entre 1997 y 2004) y otro de mejor desempeño, en los últimos ocho años (ver gráfico 2). De esta manera, el peso promedio de la FBKF en el PIB fue de 14% entre 1997 y 2004, al tiempo que dicha relación se mantuvo en el entorno de 19% entre 2005 y 2012. Vale destacar también que en 2012 el ratio FBKF/PIB alcanzó un nivel muy alto (22%), asociado a importantes obras de construcción y a la instalación de la fábrica de Montes del Plata en Colonia.

Gráfico 2 – Peso de la FBKF en el PIB (como % del total)



Fuente: BCU

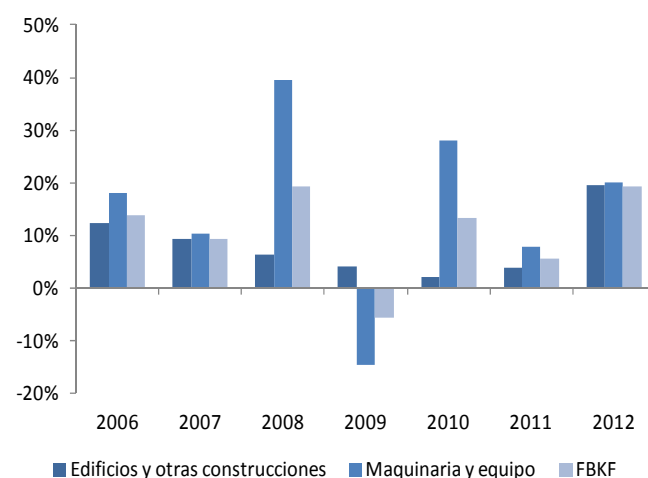
De esta forma, los mayores ratios registrados en los últimos años explicarían en parte la senda expansiva que ha transitado el país.

Formación Bruta de Capital Fijo por tipo de activo

En cuanto a los diferentes activos que componen la FBKF, se constata que la estructura se ha mantenido prácticamente incambiada en los últimos años. De 2005 al presente, el componente “Edificios y Otras Construcciones” representó en promedio un 60%. Por su parte, la inversión en Maquinaria y Equipos constituyó un tercio del total. Finalmente, el peso conjunto promedio de Activos Cultivados y Activos Fijos Intangibles fue de 3% en los últimos ocho años.

Por su parte, en 2012 la composición de la FBKF mostró una estructura muy similar a la descrita anteriormente. Priman los Edificios y Otras Construcciones con 63% del total, lo siguen Maquinaria y Equipos con 32%, luego Activos Fijos Intangibles con 4% y finalmente los Activos Cultivados, que representan un 1%.

Gráfico 3– Componentes Principales de la FBKF (variación anual)



Fuente: BCU

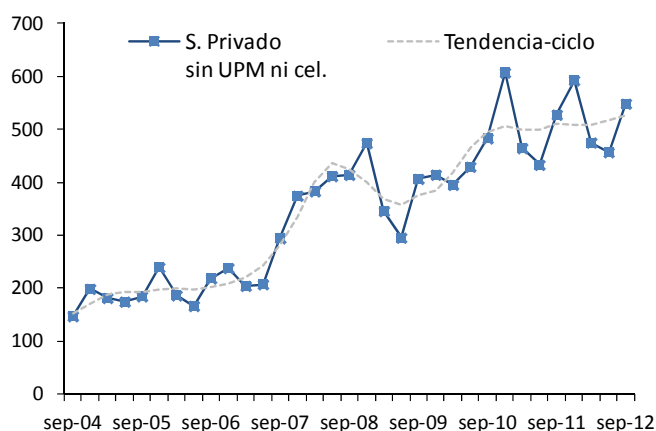


Cuando se analiza la evolución de los principales componentes de la FBKF, se constata que la inversión en edificios y en maquinaria y equipos mostró un buen desempeño, con excepción de 2009 (como consecuencia de la crisis internacional). En efecto, en el acumulado 2006-2012, la tasa de crecimiento promedio de la inversión en edificios se ubicó en 8%, al tiempo que la referente a maquinaria fue de 16% en igual período. De este modo, la FBKF se expandió a tasas muy superiores a las evidenciadas por el PIB en los últimos años (11% en promedio entre 2006 y 2012).

Vale destacar que en 2012 la FBKF fue 19% superior a la registrada en 2011. Esta suba obedece a las tasas de crecimiento de la inversión en edificios y en maquinaria (19% y 20% respectivamente).

Por otro lado, los datos publicados por la Cámara de Industrias del Uruguay (CIU) evidencian resultados que permiten confirmar el análisis en base a las Cuentas Nacionales del BCU. En concreto, el índice de inversión en maquinaria y equipos (IMEQ), en especial el del Sector Privado sin considerar UPM ni celulares, muestra una tendencia alcista desde 2004 (ver gráfico 4).

Gráfico 4– Índice de inversión en maquinaria y equipos (Sector Privado sin UPM ni celulares- Base 2002=100)

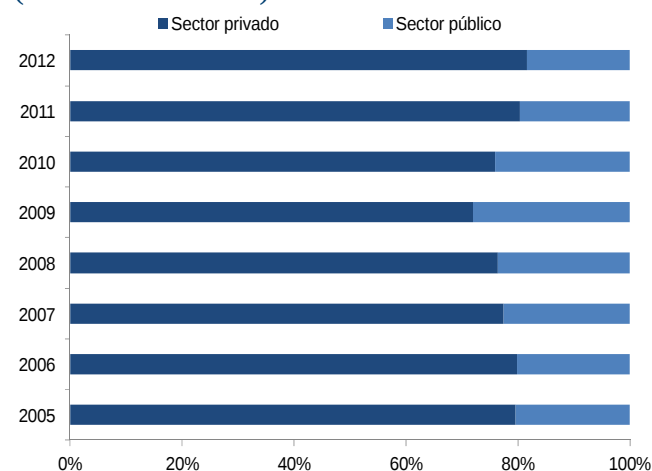


Fuente: CIU

Formación Bruta de Capital Fijo por origen de fondos

La estructura de la FBKF respecto al origen de los fondos no ha evidenciado modificaciones sustanciales en los últimos años. En dicha desagregación se distingue un mayor peso de los privados, los cuales detentan entre un 70% y un 80% del total, dependiendo del año en el que se analice.

Gráfico 5– FBKF por origen de fondos (como % del total)



Fuente: BCU

En cuanto a la evolución de estos componentes, en 2012 la Formación Bruta de Capital Fijo del sector privado mostró un mayor dinamismo que la del sector público. Concretamente, el índice de volumen físico de la inversión de los privados creció 22% en la comparación interanual al tiempo que la del ámbito público se expandió 5% frente a 2011. Así, por tercer año consecutivo el crecimiento de la FBKF del sector privado superó a la del sector público. Este mayor dinamismo estaría asociado al buen clima de negocios de nuestro país, el entorno macroeconómico y al impulso que desde el sector público se ha dado a la inversión privada, a través de instituciones como la COMAP.

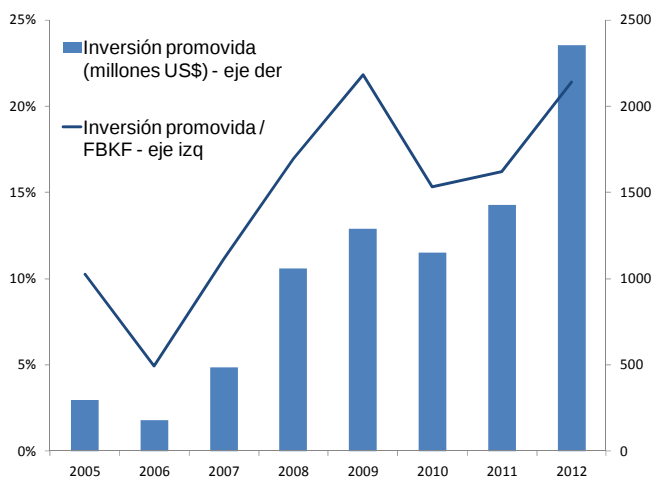


Inversiones impulsadas por la COMAP

La Comisión de Aplicación de la Ley de Inversiones (COMAP) es un órgano perteneciente al Ministerio de Economía y Finanzas y es quien se encarga de la promoción de inversiones a través de exoneraciones fiscales a proyectos que cumplan con determinados requisitos previamente establecidos.

La inversión promovida por la COMAP ha evolucionado favorablemente desde 2005, con algunas excepciones. En efecto, tal como se aprecia en el gráfico 6, entre 2005 y 2012 el monto impulsado por esta institución pasó de casi US\$ 300 millones a US\$ 2350 millones. Así, el nivel alcanzado en 2012 fue 65% superior en términos nominales al registrado en 2011 y representó el 21% de la FBKF del año pasado.

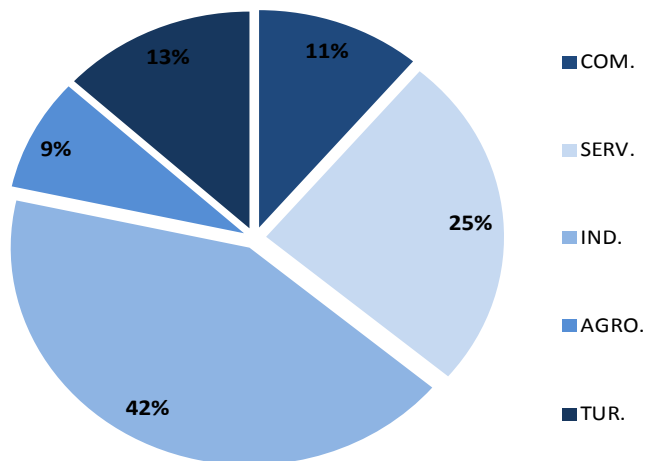
Gráfico 6– Inversión promovida por la COMAP



Fuente: BCU y COMAP

Al analizar los proyectos aprobados desagregados por sector, se observa en el gráfico 7 que la mayoría están vinculados a la industria (42% del total). En tanto, los asociados a los servicios representan un cuarto del total (25%). Por otro lado, los vinculados al sector agropecuario explican, tan sólo, un 9% del total.

Gráfico 7– Inversión promovida por la COMAP según sectores de actividad (2012)



Fuente: COMAP

Esta estructura de distribución del financiamiento se ha mantenido prácticamente invariada desde 2005. De todas formas, la orientación sectorial de la inversión promovida por este organismo podría tener cierto sesgo dado los requisitos establecidos para su promoción.

El rol de la IED

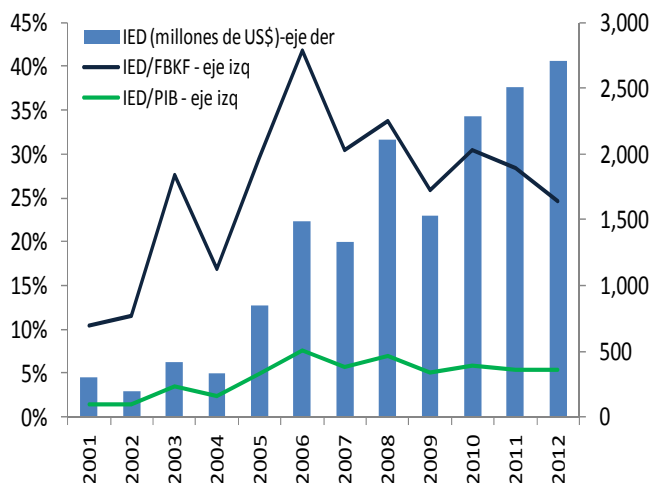
Por el lado de la inversión extranjera directa recibida por nuestro país, ésta se ha incrementado fuertemente en la última década. De hecho, mientras que en 2001 la IED se ubicó cercana a US\$ 300 millones (registro equivalente al 1% del PBI y al 10% de la FBKF de dicho año), en 2012 la misma alcanzó a US\$ 2700 millones (5% del PIB y 25% de la FBKF del año pasado)

Cuando se analiza la IED por rubro, apreciando el gráfico 9 se encuentra que su composición no se ha mantenido estable en el tiempo. De hecho, la IED destinada a la intermediación financiera, que en 2002 representaba el 20% del total, tuvo un peso de 4% en 2011. Del mismo modo, la proporción de IED en relacionado a actividades primarias (agropecuaria y minería) pasó del 48% en 2003 al 15% en 2011. Por su parte, la IED hacia la construcción, que explicó el 35% en



2011, había tenido una participación de 12% en 2001.

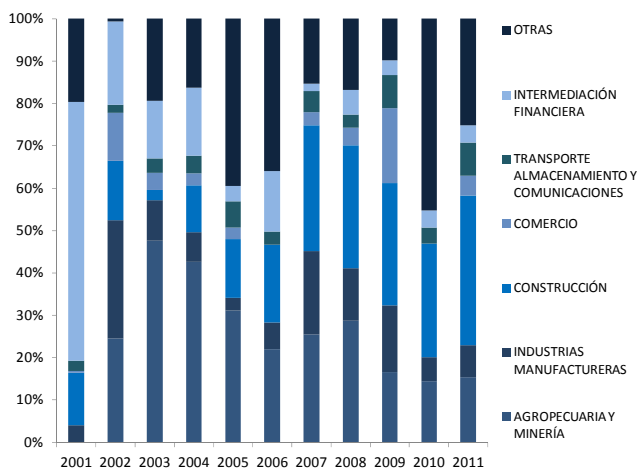
Gráfico 8– Evolución de la IED, IED/ PIB e IED/FBKF



Fuente: BCU

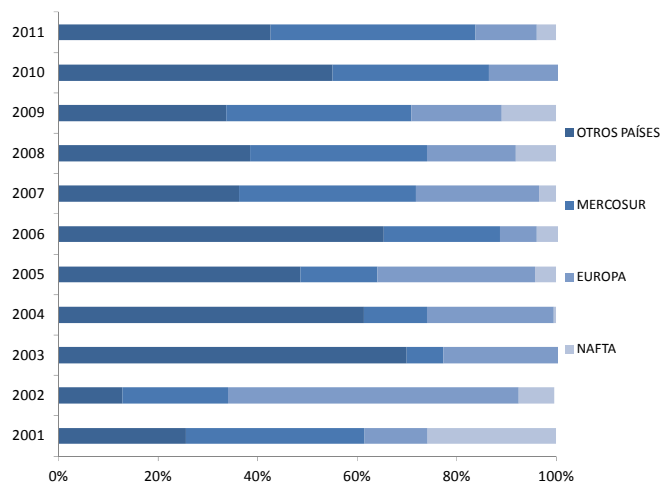
Gráfico 9– Evolución de la IED por rubros

Fuente: BCU (últimos datos disponibles)



A nivel de los países de origen de la inversión, en 2011 los flujos recibidos desde el MERCOSUR representaron el 40% del total, mientras que la inversión de origen europeo explicó el 12% y la proveniente del NAFTA el 4%.

Gráfico 10– Evolución de la IED por origen



Fuente: BCU (últimos datos disponibles)

En suma...

La inversión en nuestro país ha experimentado altas tasas de crecimiento en los últimos años, lo que resulta muy favorable habida cuenta la correlación positiva entre inversión y crecimiento. En concreto, la formación bruta de capital fijo se expandió 19,4% interanual en 2012, nivel muy superior al crecimiento promedio del acumulado 2006-2012 (11%). Asimismo, se destaca el impulso que ha tenido la inversión privada desde la COMAP. De hecho, el monto de los proyectos aprobados por la COMAP en 2012 representó el 21% de la FBKF de dicho año. Por último, cabe señalar los importantes flujos de Inversión Extranjera Directa que ha recibido el país en la última década. Concretamente, en 2012 la IED alcanzó a US\$ 2700 millones, monto equivalente al 5% del PIB.



¿QUÉ SE ESPERA QUE SUCEDA CON LA INVERSIÓN?

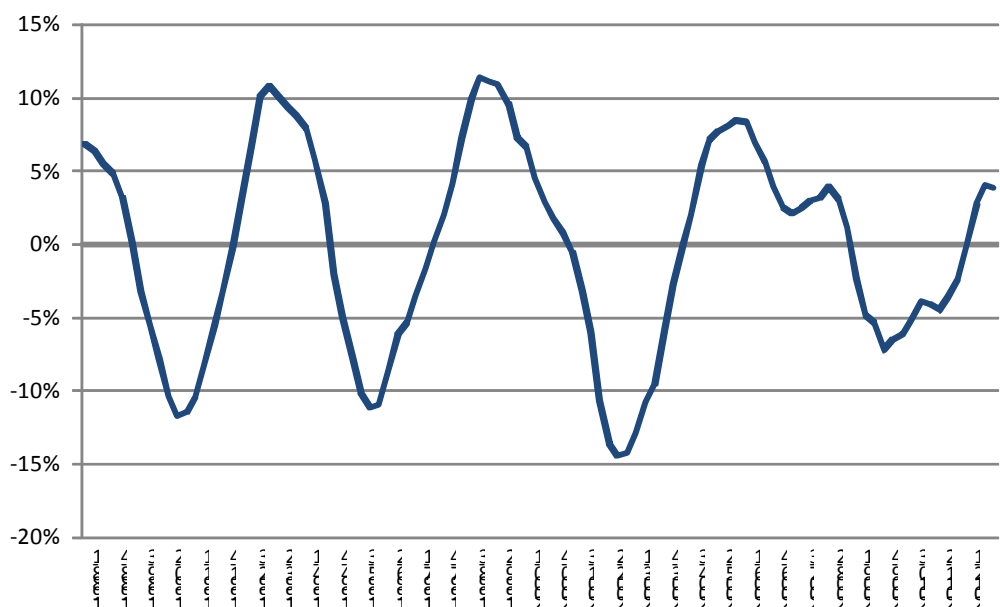
Como ya fue comentado previamente, el último dato de Cuentas Nacionales publicado por BCU indicó un crecimiento del IVF de la FBKF de 19,4% respecto a 2011, alcanzando así un registro histórico en su participación relativa en el producto, el cual fue de 22,5%. A raíz de ambos incrementos, resulta relevante analizar las perspectivas de la inversión para el año corriente, analizando sus determinantes y componentes.

De acuerdo a las proyecciones realizadas por **cinve**, el índice de volumen físico de la formación bruta de capital crecería en promedio un 10% en 2013 respecto a 2012, lo cual estaría en línea con el promedio de la última

década (10,3%). Esto implicaría un crecimiento inferior al registrado el año pasado, lo cual se corresponde con la desaceleración prevista para la actividad económica.

Vale mencionar que en dicha proyección inciden aún las obras llevadas adelante por Montes del Plata, las cuales impactarán al menos durante el primer semestre del año y afectarán tanto al componente de maquinarias y equipos como a la construcción. Asimismo, resta la finalización de ciertas obras llevadas adelante por el sector público, tales como reparaciones en el puerto de Montevideo e instalación de fibra óptica, entre otras.

Gráfico 11- Ciclo de la inversión (en % de la tendencia de largo plazo)



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCU

De esta manera, y tal como muestra el gráfico 11, el crecimiento que experimentó la FBKF durante 2012 se encuentra por encima del “equilibrio” de largo plazo (aquel que corresponde al crecimiento tendencial de largo plazo). Actualmente se ubicaría un 4% por encima.

De todas formas, el comportamiento evidenciado por el ciclo parecería estar revirtiéndose, de manera tal que para 2013 se espera

que la inversión continúe creciendo pero a tasas inferiores, convergiendo así hacia su tendencia.

Por otra parte, se analizan las respuestas empresariales dadas a la Encuesta Anual de Inversión llevada adelante por la CIU. De acuerdo al documento correspondiente al año 2012, las empresas indican que para 2013 piensan invertir un 10% más que el año pasado (medido en dólares corrientes). Asimismo,



se plantea un incremento de las inversiones en maquinaria y equipo de aproximadamente 28%, en tanto las referentes a reformas edilicias retrocederían un 17%.

En comparación a las respuestas obtenidas para el período anterior, las cifras actuales son menos auspiciosas, ya que en la edición de 2011 se pensaba invertir en 2012 un 20% más. No obstante, dicho resultado se vio afectado por las perspectivas de instalación de una planta cementera con fines de exportación a Brasil (relacionada con las obras destinadas al mundial y los juegos olímpicos). Sin dicho efecto, la inversión para 2012 se proyectaba igual a la de 2011.

Otro elemento a destacar de dicho relevamiento son los obstáculos que las empresas perciben a la hora de invertir. De la última encuesta se desprende que la demanda del mercado interno es la principal restricción, seguida por la incertidumbre de las relaciones laborales, la demanda externa y la incertidumbre política. En el otro extremo, las restricciones de financiamiento no son percibidas como un obstáculo por los empresarios.

De este modo, se concluye que no sólo existiría una voluntad explícita de la mayoría de los empresarios por generar una mayor inversión, sino también, los medios para realizarlo. En este sentido, la creación de la COMAP parece haber actuado como un incentivo para alcanzar un mayor nivel de inversión, aunque resta mucho por hacer. Si bien se ha acortado la brecha del ratio FBKF/PIB respecto a la media de los países desarrollados (incluso se ha superado a algunos), aún se encuentra alejado del de países como China o India, los cuales han registrado crecimientos extraordinarios en la última década,

da, e indican así una vía potencial de crecimiento.

No obstante, vale señalar que las declaraciones a la encuesta de la CIU respecto a lo que se planea invertir por parte de las empresas no siempre se condicen con lo que realmente se lleva a cabo a lo largo del año, período en el cual las expectativas se adaptan a las posibilidades reales de cada empresa.

Finalmente, se considera necesario avanzar hacia un clima más propicio, que aliente las iniciativas empresariales, permitiendo llevar adelante los distintos proyectos planeados, reduciendo los obstáculos y equiparando expectativas con realidad.

En suma...

Para 2013 se espera que la FBKF continúe creciendo, aunque a tasas más moderadas que las registradas el año pasado, de manera que el ciclo de la inversión se acercaría a su tendencia de largo plazo. En concreto, las proyecciones **cinve** estiman un crecimiento promedio del entorno del 10% para 2013. En dicho valor inciden principalmente las obras de Montes del Plata pero también se consideran otras del sector público y del sector privado. En estas últimas la COMAP jugará una vez más un rol importante. Indicio de ello es que en lo que va de 2013 ya se recomendaron proyectos que reflejan una inversión de US\$ 677 millones. De todas formas, las empresas continúan encontrando restricciones para invertir, derivadas fundamentalmente del reducido mercado interno. Probablemente una mayor estabilidad macroeconómica y la continuación de incentivos contribuyan a superar dichos obstáculos.