



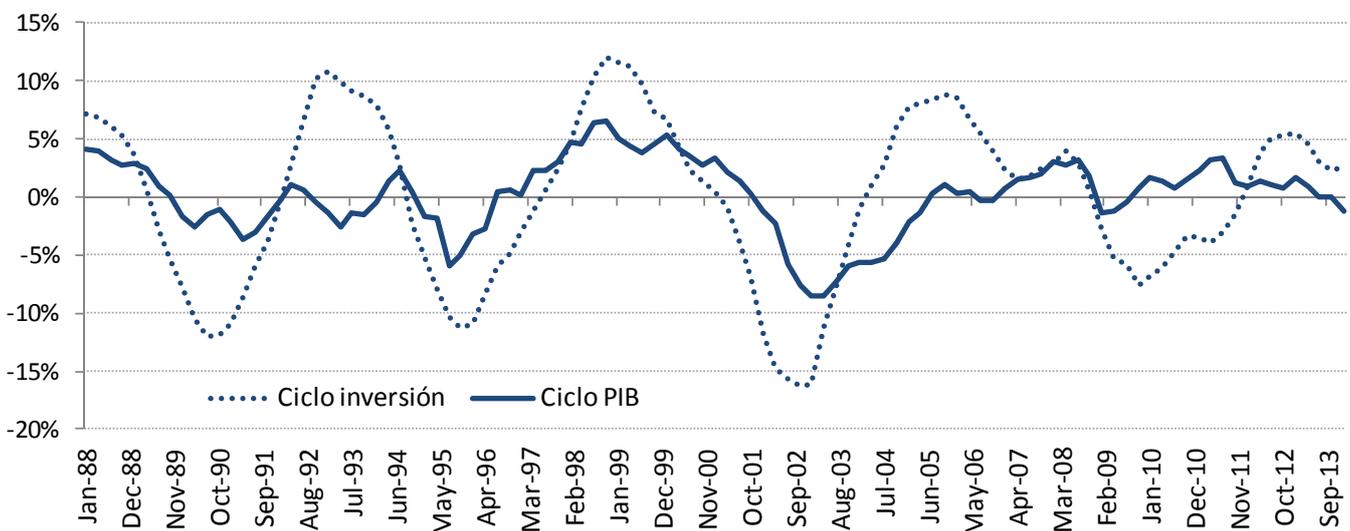
**Contenido:**

- Más y mejor inversión
- El stock de capital y su contribución al crecimiento

## INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

Las cifras de inversión han alcanzado durante los últimos años niveles históricamente elevados, representando, en términos del PIB más del 23% en 2013 y manteniendo la tendencia creciente durante el primer trimestre de este año. De hecho, la inversión ha constituido uno de los principales motores del crecimiento reciente. El gráfico 1 muestra la evolución del componente cíclico de las series de actividad (PIB) y de la inversión (FBKF)<sup>1</sup>, en términos de desvíos respecto a la tendencia de largo plazo. Como puede constatarse, la inversión se ubicaría por encima de su nivel tendencial desde fines de 2011. En el caso del nivel de actividad, el dato de Cuentas Nacionales (CC.NN) publicado recientemente posicionaría al PIB levemente por debajo de su crecimiento de largo plazo, afirmando la señal la desaceleración de la economía uruguaya.

**Gráfico 1 - Componente cíclico del PIB y la FBKF (var. respecto a la tendencia, en %)**



Fuente: Estimaciones de cinve en base a BCU

La inversión y el crecimiento se encuentran estrechamente vinculados: mayores niveles de inversión se asocian con mayores tasas de crecimiento. En efecto, un análisis de correlaciones cruzadas evidencia la fuerte relación que existe entre ellos, señalando además que la evolución de la inversión adelanta la del PIB. En lo que resta del informe se profundiza el análisis de la inversión, su evolución y sus principales características.

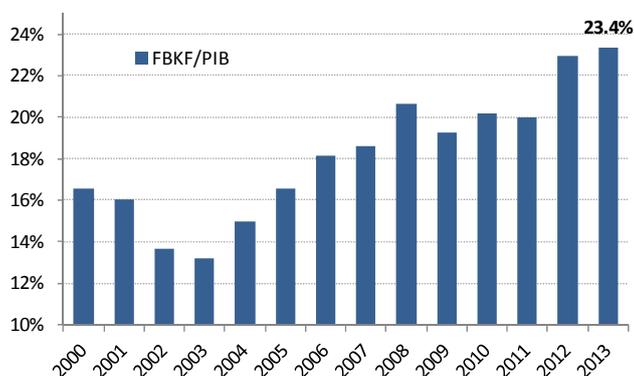
<sup>1</sup> Extraído por la metodología de Harvey (1992) en OxMetrics.



## MAS Y MEJOR INVERSIÓN

Durante los últimos años se ha constatado un creciente peso de la inversión en el Producto Interno Bruto, ubicándose en 2013 en torno al 23% del total. La tendencia creciente de la inversión ha constituido uno de los pilares fundamentales del proceso de crecimiento de los últimos diez años, siendo además base necesaria para su sostenibilidad. El gráfico 2.1 presenta la evolución de la inversión como porcentaje del PIB.

**Gráfico 2.1– Inversión (en % del PIB)**



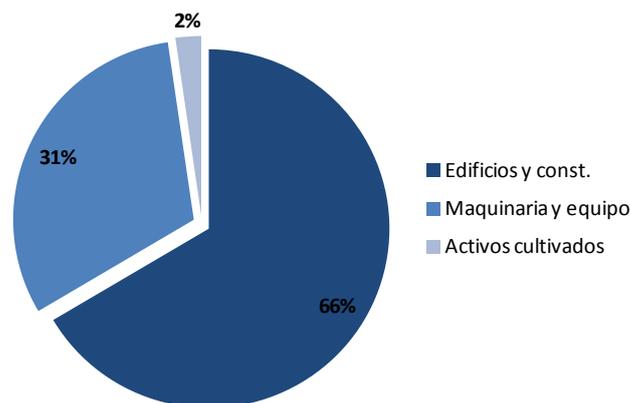
Fuente: Elaboración propia en base a BCU

Como se desprende del gráfico anterior, en los últimos diez años el ratio FBKF/PIB aumentó 6,4 puntos porcentuales, en un contexto de importante crecimiento del nivel de actividad global. Los datos del primer trimestre de este año mantienen la variación interanual de la Formación Bruta de Capital Fijo en valores positivos y significativos (8,5%) así como el crecimiento trimestral de su componente tendencia-ciclo (3,1%).

A su vez, resulta relevante analizar la composición de la inversión realizada. De acuerdo a la información divulgada por el BCU, la mayor parte del incremento de la Formación Bruta de Capital Fijo en 2013 se debió a lo sucedido con los activos tangibles (93,4%), mientras solo un 6,6% de la misma se desti-

na a activos intangibles (explotación minera, programas de software, etc.). A su vez, la inversión en maquinarias y equipos acumula el 66% de la inversión tangible. Se trata de un tipo de inversión especialmente relevante dada su estrecha relación con el proceso productivo, en tanto la inversión en estos bienes tiene la capacidad no sólo de aumentar la cantidad y la calidad de la producción sino también de desencadenar procesos de mejora en términos de productividad.

**Gráfico 2.2– Formación Bruta de Capital Fijo Tangible 2013**



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

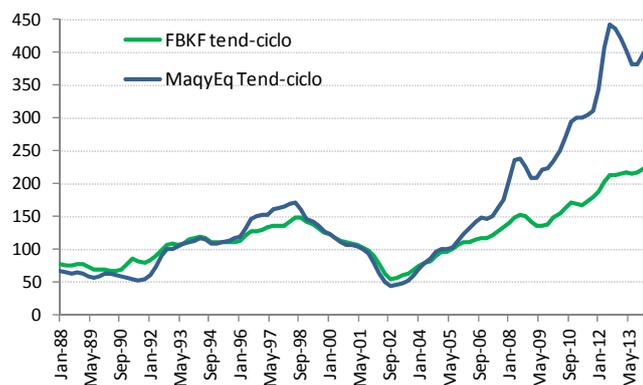
En segundo lugar se destaca la inversión en edificios y otras construcciones, a las que se destinó el 31% del total y finalmente la inversión en activos cultivados (entre los que se encuentran plantaciones, praderas y ganado) que correspondió a tan sólo el 2% del total.

En base a los resultados expuestos se consolida un proceso de crecimiento tendencial en la Formación Bruta de Capital Fijo, pero especialmente en la inversión en maquinaria y equipos, que evidencia un importante dinamismo luego de la crisis de 2002. Al respecto, el análisis del componente tendencia-ciclo (gráfico 2.3) permite una mejor aproximación al comportamiento de mediano y lar-



go plazo al depurar la serie de factores puramente coyunturales, estacionales o atípicos.

**Gráfico 2.3– Formación Bruta de Capital Fijo y Maquinaria y Equipos** (componente de tendencia-ciclo, índice base 2005=100)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU y CIU

En cuanto al primer trimestre de este año, se destaca que la FBKF acelera su crecimiento tendencial (3,1%), mientras que la inversión en maquinaria y equipos se recupera luego de varios trimestres de caída, con una variación trimestral de 4,7%.

### ¿De dónde provino tanta inversión?

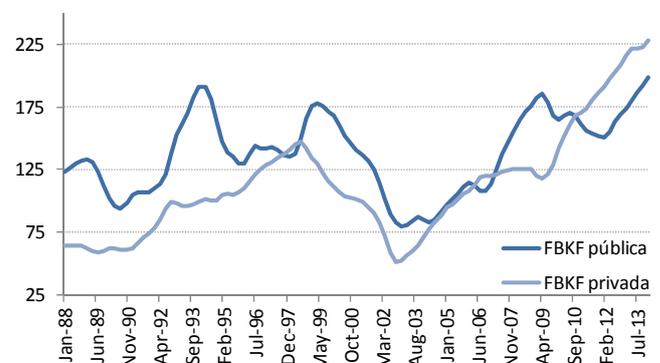
Durante los últimos años la inversión ha sido impulsada tanto desde el sector público como desde el sector privado.

La primera ha mostrado tasas de crecimiento interanual elevadas desde mediados de 2012, que se revelan también a nivel del componente tendencia-ciclo, incidiendo positivamente en el crecimiento del nivel de actividad global. El comportamiento reciente se explica esencialmente por las inversiones realizadas por algunas empresas públicas (ANTEL, ANCAP, Parques eólicos, Obras en puertos, entre otras).

A nivel privado, las tasas de crecimiento han sufrido cierta desaceleración durante el último año, aunque aún se mantienen positivas,

fundamentalmente debido a la culminación de las obras de Montes del Plata en Colonia, parcialmente compensada con la instalación de parques eólicos. De todas formas, el último dato de CC.NN confirmó el crecimiento (4,3%) y ubica la variación tendencial en valores levemente superiores al 2% trimestral.

**Gráfico 2.4– Componente tendencia-ciclo de la Formación Bruta de Capital Fijo pública y privada** (índice base 2005=100)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

### El papel de la IED

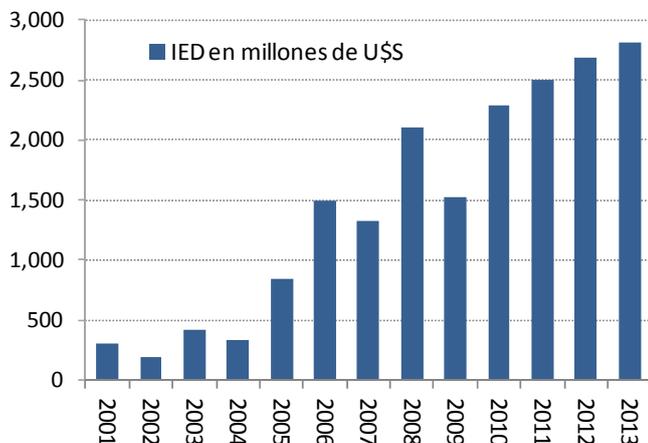
Es considerada Inversión Extranjera Directa (IED) toda aquella que siendo realizada por agentes o instituciones extranjeras implica la participación directa en empresas radicadas en el territorio nacional, con objetivos de mediano plazo. Es fundamentalmente por esto último que la literatura económica suele relacionar este tipo de inversión con el proceso de crecimiento, impulsando y sosteniendo el nivel de actividad.

En Uruguay la IED se multiplicó casi 6 veces entre 2002 y 2013 en valores corrientes. Durante el último año la IED se ubicó en torno a los 2.812 millones de dólares, lo que determina que se mantenga en torno a 5% del PIB. Debe destacarse además que durante el primer trimestre de este año los datos confirman la tendencia creciente de los últimos



tiempos, registrándose un crecimiento inter-anual de 13% en el IED recibida .

### Gráfico 2.5– IED (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

En términos de origen de la inversión, se destaca el Mercosur, especialmente Argentina, de donde provino en 2012 el 46,8% y el 36,5% del total de IED respectivamente.

### ¿Qué podemos esperar?

Si bien la evolución de la inversión durante los últimos años muestra solidez en su crecimiento, un posible contexto de desaceleración económica a nivel local y/o regional podría reducir, al menos parcialmente, su dinamismo. Existen algunas señales que podrían alertar sobre la desaceleración de la inversión para el próximo año. A nivel internacional se destaca el menor ritmo de crecimiento de la región, en tanto en lo local algunos de los emprendimientos que dieron fuerte impulso a la inversión han concluido o lo harán próximamente.

Los datos del Ministerio de Economía sobre la cantidad de proyectos aprobados por la Ley de Promoción de Inversiones mantuvo una senda ascendente hasta 2013. En particular, durante ese año el monto de inversión aprobada fue 24,5% superior que en 2012, alcanzando 2,931 millones de dólares. Sin

embargo, los primeros cuatro meses de este año parecen poner un paréntesis a esta tendencia ya que el monto de inversión promovida es sustancialmente menor al de igual período de 2013 (42,3% menos).

De todas formas, se espera que la inversión continúe creciendo este año y el próximo, aunque a tasas menores. Esto se daría esencialmente por factores locales, tanto por el escenario macroeconómico vigente como por la permanencia o comienzo de otros emprendimientos. Entre ellos se destacan la instalación de parques eólicos, así como los potenciales frutos de los proyectos de megaminería y puerto de aguas profundas, aún no confirmados, entre otros proyectos privados que contribuirían al dinamismo de la inversión.

### En síntesis...

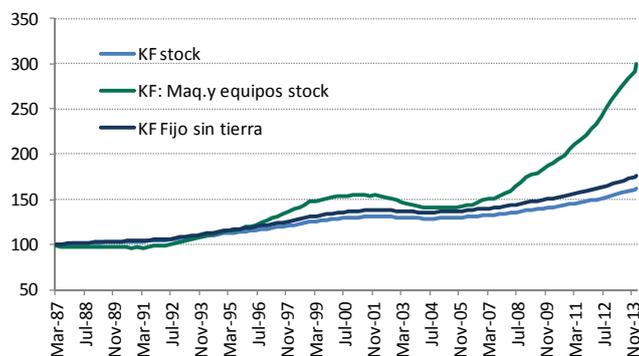
En los últimos años ha tenido lugar un aumento sostenido de la inversión, de origen público y privado, tanto si la medimos en valores absolutos como en porcentaje del PIB. Por tipo de activo, esta dinámica ha sido impulsada esencialmente por la inversión en maquinaria y equipos (aunque aquella en construcciones es también relevante), incentivada por emprendimiento puntuales, un proceso de crecimiento vigoroso y precios relativos más beneficiosos para la importación de bienes de capital. La IED ha jugado un papel relevante, marcando una tendencia claramente creciente de inversión productiva. En tanto, para 2014 se espera que se mantenga la senda de crecimiento, aunque a un ritmo más moderado que el del pasado año.



## EL STOCK DE CAPITAL Y SU CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO

El crecimiento de la inversión ha tenido su reflejo en el stock de capital fijo total de la economía. Como se muestra en el gráfico 3.1, la evolución creciente se evidencia tanto en el stock total de capital fijo como cuando se excluye la tierra y en la dinámica de maquinaria y equipos.

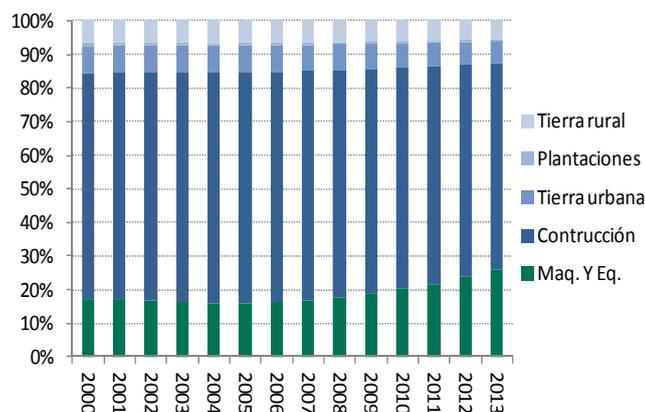
**Gráfico 3.1– Stock de Capital Fijo** (índice base 1986=100)



Fuente: Estimaciones de **cinve**

La concentración de la inversión en maquinarias y equipos ha llevado a incrementar su participación en el stock total de capital. En concreto, maquinarias y equipos cuentan con una participación que pasó de 17% en el año 2000 a 26% durante 2013 y 27% durante el primer trimestre de este año.

**Gráfico 2.5– Stock de Capital Fijo** (participación en % por componente)



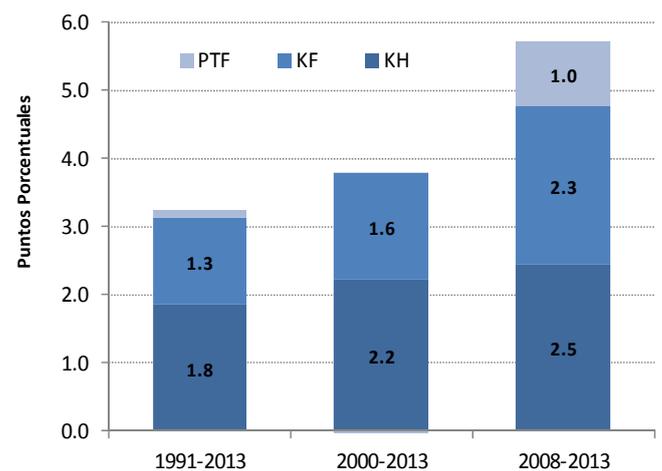
Fuente: Estimaciones de **cinve**

Por su parte, edificios y otras construcciones representan más del 60% del stock total, aunque con cierta tendencia a la reducción de su participación. El restante 13% está constituido por tierras urbanas y rurales y plantaciones. El gráfico 3.2 presenta la evolución de la estructura del stock de capital físico fijo durante el último decenio y refleja estas consideraciones.

### ¿Cómo impacta en el crecimiento?

El peso creciente que tiene maquinarias y equipos en el total del capital fijo es un dato alentador, en tanto se trata de un tipo de capital directamente vinculado al proceso productivo. En este sentido, un ejercicio de contabilidad de crecimiento permite descomponer el mismo según la contribución de cada uno de los factores últimos: capital físico, capital humano y productividad total de los factores<sup>2</sup>.

**Gráfico 3.3 – Determinantes del crecimiento** (en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones de **cinve**

El análisis previo subraya el papel del capital físico en el proceso de crecimiento de los

2– Domínguez, M., Lanzilotta, B., Rego S., Regueira, P.; "Productividad Total de los Factores en Uruguay (1990-2013)". DT 01/2014, **cinve**.



últimos años, acortando distancias en la participación respecto al que ha sido el principal factor de crecimiento en el período analizado, el capital humano. En el período 2000-2013, la participación del capital físico fue de 1,6 pp. y la del capital humano de 2,2 pp. mientras que en el período comprendido entre 2008 y 2013 2,3 pp. del crecimiento se atribuyen al factor capital físico, y más precisamente, al crecimiento del stock de maquinarias y equipos. En ese mismo período el capital humano explicaría 2,6 pp. de crecimiento, mientras que la productividad total de factores (que engloba otros factores no contenidos en los anteriores), representaría 1 pp.

**En suma...**

El importante dinamismo de la inversión durante los últimos años se ha visto reflejado también en el stock global de capital fijo de la economía, tanto en el nivel como en su composición. La sostenida inversión en maquinarias y equipos ha donde lugar a que las mismas ganaran peso en el stock de capital fijo existente. Este proceso ha contribuido positivamente en la trayectoria de crecimiento. En particular, cuando se considera el período 2008-2013 se encuentra que la evolución del capital físico explica 2,3 pp. del crecimiento global, siendo el segundo en importancia levemente por debajo del capital humano.