

Contenido

1. Inversión: un componente clave para entender el crecimiento de largo plazo.....1
2. Evolución reciente de la inversión.....2
3. Comparación internacional y perspectivas.....6

Realizado por cinve

Centro de Investigaciones
Económicas

Fecha de elaboración:
31 de julio de 2012

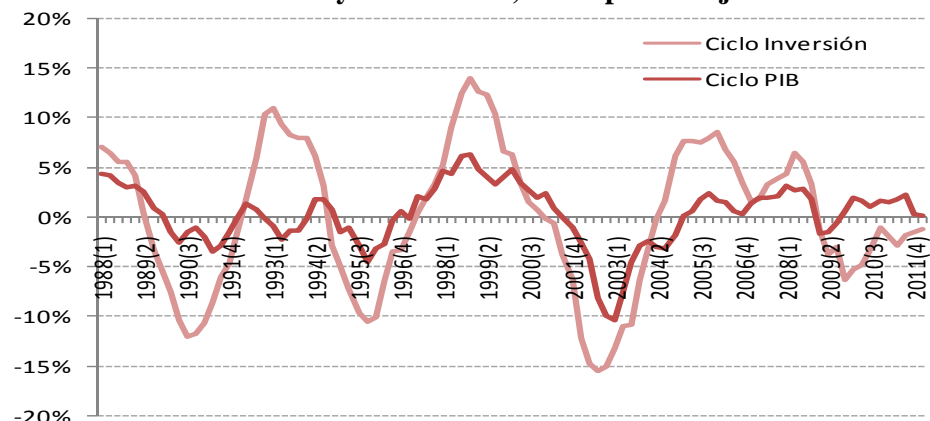
1. INVERSIÓN: UN COMPONENTE CLAVE PARA ENTENDER EL CRECIMIENTO DE LARGO PLAZO

La economía uruguaya ha logrado crecer por 9 años consecutivos, y completará a fines de 2012 una década de crecimiento. Si bien las tasas de expansión se han ido moderando con el correr de los años, no debemos pasar por alto que este proceso expansivo se dio incluso en años difíciles para la economía internacional, como en 2009. La inversión fue uno de los pilares de este proceso, y se torna fundamental analizar tanto su evolución como su composición y perspectivas si buscamos analizar la sostenibilidad del crecimiento observado.

La relación entre el PIB y la inversión es recíproca, es decir, una mayor inversión determina un mayor producto, en tanto que una mejor situación económica del país alienta a los empresarios a invertir más. Sin embargo, estos dos efectos no se dan al mismo tiempo. Nuestras estimaciones nos indican que, la dinámica de interacción de estas variables viene dada, en una primera instancia, por un cambio en la inversión que redundará en una variación del producto un período después, es decir, que la inversión antecede al PIB. Esto no quiere decir que no exista simultaneidad en los efectos descriptos, pero es el anteriormente explicado el que prima.

La cercana relación entre inversión y PIB es muy clara si analizamos el ciclo de estas dos variables macroeconómicas. Tal como podemos apreciar en el gráfico 1, los ciclos de estas variables están fuertemente entrelazados, apreciando una mayor volatilidad en el componente de inversión. Más precisamente, en fases expansivas del ciclo, la inversión reacciona más que el producto presentando mayores crecimientos, en tanto que en las fases recesivas cae mucho más.

Gráfico 1. Ciclo del PBI y la inversión, como porcentaje de la tendencia



Fuente: Estimaciones de CINVE en base a datos de BCU.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN

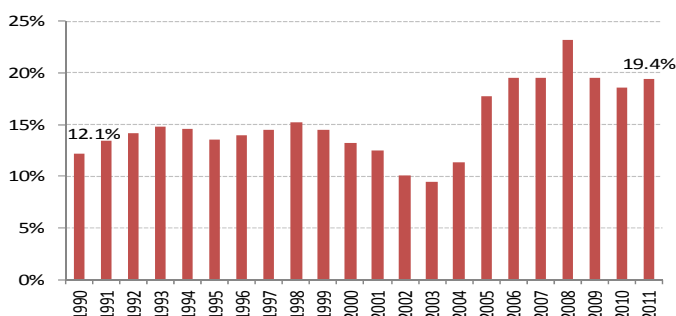
Tal como se mencionó en la primera parte de este informe, la inversión en capital físico representa un canal fundamental para el crecimiento de largo plazo, por lo que, en esta sección analizaremos la evolución de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en el Uruguay para los últimos años.

En primer lugar analizaremos la evolución del ratio FBKF/PIB en estos últimos años de forma de cuantificar la importancia de la inversión en el proceso de crecimiento de la economía uruguaya. En una segunda etapa, haremos foco en los tipos de activo que la componen, a saber: edificios y otras construcciones; maquinaria y equipos; activos cultivados y activos fijos intangibles. Luego analizaremos este componente del producto desde el origen de los fondos que lo financian, distinguiendo entre sector público y privado. Finalmente haremos referencia al papel de la COMAP respecto a la inversión y su promoción.

La evolución de la inversión y su peso en el PIB

En las últimas décadas el peso de la inversión en el PIB ha crecido. El gráfico 2.1 muestra que mientras el promedio para la década del 90 era inferior al 15%, para los años 2000 lo superaba, a pesar de incluir los años 2002 y 2003 con ratios inferiores al 10%. Para 1990 la formación bruta de capital representaba 12,1% del producto; en 2011 constituía 19,4%.

Gráfico 2.1 - Peso de FBKF en el PIB (% del total)



Fuente: BCU

Cabe destacar que en 2005 hubo un cambio en la metodología de elaboración de las Cuentas Nacionales por parte del Banco Central que afectó, entre otras cosas, la estimación del componente de FBKF, con lo que no debemos pasar por alto que parte de las diferencias observadas con los valores previos a 2005 podrían deberse a estos cambios metodológicos.

La inversión no sólo es parte del crecimiento observado de un país, sino que funda las bases para la continuidad del mismo. Es por esto que el ratio FBKF/PIB cobra especial importancia a la hora de determinar 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 en el mismo es acompañado de mayores tasas de crecimiento en el mediano y largo plazo.

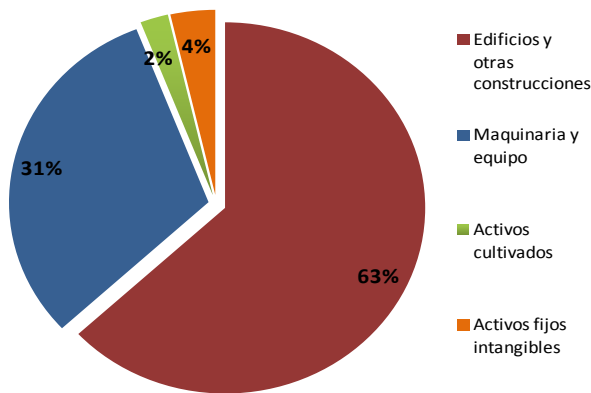
De esta forma, pasar de ratios levemente superiores al 10% a principios de los 90 a valores cercanos al 20% a fines del año pasado, podría representar un cambio en el patrón de crecimiento de nuestra economía, y explica en parte los 9 años de crecimiento consecutivos de la economía uruguaya.

Formación Bruta de Capital Fijo por tipo de activo

Analizando la estructura de la FBKF a partir de los diferentes tipos de activos que la componen, podemos constatar que la misma se ha mantenido prácticamente incambiada en los últimos años. Del 2005 al presente, el componente de Edificios y Otras Construcciones ha representado más del 50% en todos los años y desde 2009 supera el 60%. A pesar de presentar una caída en la participación, lo siguen Maquinaria y Equipos, con aproximadamente un tercio del total. Finalmente se encuentran los rubros de Activos Cultivados y Activos Fijos Intangibles, cuyo peso conjunto no supera el 10% para ningún año.

Tal como podemos apreciar en el gráfico 2.2, para 2011 la composición de la FBKF sigue la estructura descrita anteriormente. Priman los Edificios y Otras Construcciones con 63% del total, lo siguen Maquinaria y Equipos con 31%, luego Activos Fijos Intangibles con 4% y finalmente los Activos Cultivables representan un magro 2%.

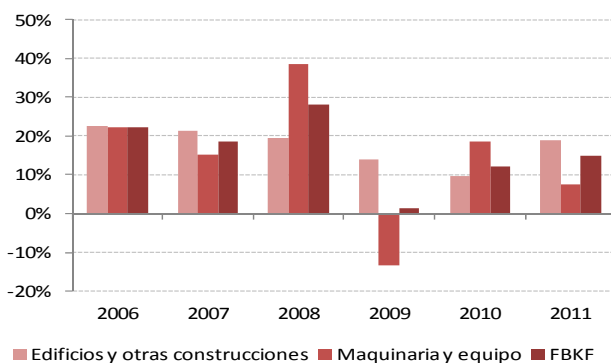
Gráfico 2.2 - Estructura de la Formación Bruta de Capital Fijo por tipo de activo, año 2011



Fuente: BCU

Otro elemento de interés para el análisis es la evolución de estos componentes en los últimos años. A raíz del escaso peso tanto de Activos Cultivados como de Activos Fijos Intangibles, la evolución de la FBKF total se explica casi en su totalidad por el comportamiento de Edificios y Otras Construcciones y de Maquinaria y Equipos.

Gráfico 2.3 - Componentes Principales de la FBKF, variación anual



Fuente: BCU

Tal como podemos apreciar en el gráfico 2.3, la

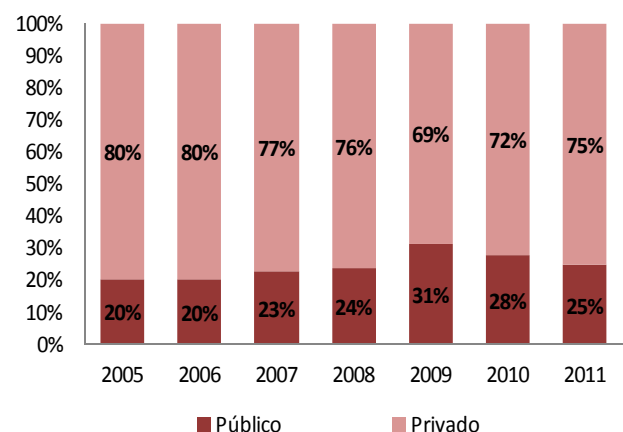
FBKF ha presentado tasas de crecimiento superiores al 10% para los últimos años, salvo para 2009, cuando la variación fue prácticamente cero como consecuencia de la crisis internacional. El componente más afectado fue Maquinaria y Equipos, ya que se trata en su mayoría de productos importados, que se vieron encarecidos por la depreciación del peso en este período.

Adicionalmente, en momentos de incertidumbre internacional es esperable que los empresarios sean cautelosos al momento de realizar nuevas inversiones, lo que podría ser un factor adicional para explicar la caída en la inversión en este rubro. Sin embargo, más allá de este episodio, el promedio del crecimiento durante 2006-2011 fue de 16%, registro que resulta alentador por ser superior a las tasas de crecimiento del PIB para el mismo período.

Formación Bruta de Capital Fijo por origen de fondos

Al igual que en el análisis por componentes, la estructura de la FBKF respecto al origen de sus fondos se ha mantenido prácticamente incambiada, primando los privados, los cuales detentan entre un 70% y un 80% del total, dependiendo del año en el que se analice.

Gráfico 2.4 - Composición de la FBKF por origen



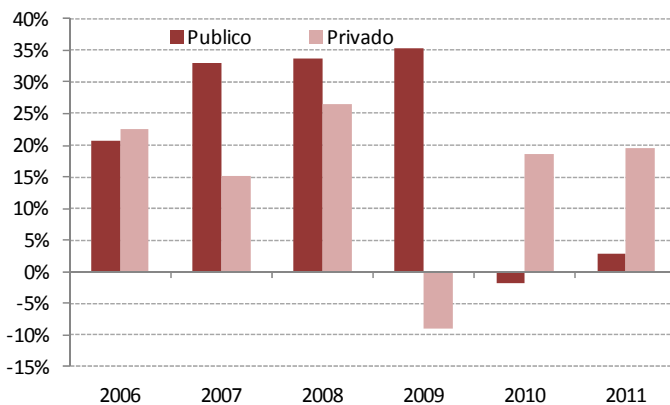
Fuente: BCU

En el correr de estos últimos años el componente

público ha ganado peso, pasando de representar el 20% en 2005 a 25% en 2011, aunque durante 2010 y 2011 el mismo se ha retraído respecto a su participación en 2009.

Este cambio en el peso de la inversión pública se explica fácilmente por la diferencia en las tasas de crecimiento en ambos tipos de inversión. Tal como podemos observar en el gráfico 2.5, en el período 2005-2009 la FBKF del sector público presentó mayores incrementos que la privada. La situación es distinta en los últimos dos años, cuando la inversión privada se recuperó del shock negativo de 2009 y comenzó a crecer a tasas cercanas al 20%, mientras que la pública tuvo un crecimiento virtualmente nulo.

Gráfico 2.5: Evolución de la FBKF, por origen (IVF, base 2005=100)



Fuente: BCU

Más específicamente, durante los últimos tres años podemos observar cierta asimetría en las tasas de crecimiento de ambos tipos de inversión. En 2009, cuando la FBKF de origen privado se contrajo a raíz de la crisis internacional, el gobierno incrementó sus esfuerzos en esta materia con el objetivo que la FBKF a nivel agregado se mantuviese estable, y de esa forma evitar presiones contractivas sobre el producto global. En 2010 la situación fue la contraria, cuando la inversión privada se recuperó del shock de 2009, el gobierno redujo su gasto en FBKF, mientras que en 2011 si bien ambas inversiones se incrementaron, la tasa de la financiada con fondos privados fue considerablemente superior a la de la pública.

¿Qué rol juega la COMAP en la inversión?

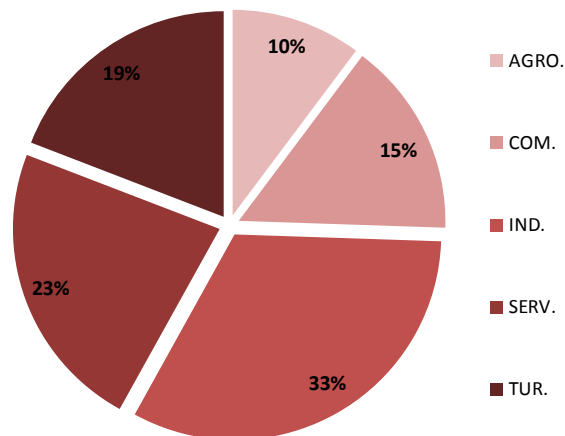
La Comisión de Aplicación de la Ley de Inversiones (COMAP), órgano perteneciente al Ministerio de Economía y Finanzas, es quien se encarga de la promoción de inversiones en nuestro país a través de facilidades para los proyectos que cumplan con los requisitos planteados, fundamentalmente de carácter fiscal.

Para el año 2011, la inversión promovida por esta entidad fue cerca de 1.500 millones de dólares, lo que representa aproximadamente 16% del total de la FBKF para el mismo año. Este dato resulta aún más importante si se toman en cuenta los mismos ratios para años previos: entre 2005 y 2010 el mayor financiamiento de la COMAP representó tan sólo el 4% de la FBKF.

Estos datos nos permiten visualizar la nueva postura del gobierno respecto de la inversión en estos últimos años. Por un lado, mantuvo la FBKF pública prácticamente incambiada durante 2010 y 2011, mientras que dirigió sus esfuerzos a promover inversión privada a través de la COMAP. Durante estos últimos dos años, el Gobierno priorizó el estímulo de la inversión privada, incidiendo en los destinos de la inversión a través de la selección de los proyectos promovidos por la COMAP, según una serie de criterios preestablecidos.

En cuanto a los sectores promovidos, podemos apreciar en el gráfico 2.5, que fue la industria quien percibió la mayor proporción de financiamiento, adquiriendo un tercio del total. El registro para los servicios fue elevado también, muy cercano a un cuarto del total (23%). Por otro lado, el sector agropecuario fue el menos favorecido, con sólo 10% del total, lo que se explicaría por la naturaleza de las inversiones en el sector agropecuario que no necesariamente se ajustan a los indicadores seleccionados por la COMAP para atribuir exoneraciones fiscales.

Gráfico 2.6. Distribución de la inversión promovida por COMAP según sectores de actividad, año 2011.



Fuente: COMAP.

Esta estructura de distribución del financiamiento se ha mantenido prácticamente incambiada durante los últimos años, primando la industria para toda la segunda mitad de la década pasada, lo que evidencia el sesgo industrializador que busca darle el Gobierno a la inversión privada. No obstante, este sesgo ha disminuido en los últimos años. El peso de los servicios evidencia un fuerte crecimiento en detrimento de la industria manufacturera. Prueba de ello es que para 2006 los servicios pesaban 7% y la industria ostentaba 90% del total de la inversión promovida, mientras que en 2011 los primeros recibieron el 23% del financiamiento mientras que la industria obtuvo el 33%.

En suma, la inversión viene creciendo a un ritmo sostenido en los últimos años, siendo la construcción y la compra de maquinaria y equipos los principales componentes de la misma. El sector público jugó un rol fundamental en este proceso, incrementando en una primera etapa la inversión de forma directa (aumentando la FBKF pública) y en los últimos años, promoviendo la inversión privada a través de la Ley de Promoción de Inversiones, incrementando tanto el número de proyectos aprobados como los montos promovidos. El sector históricamente más beneficiado por el financiamiento de la COMAP ha sido el industrial, señalando el sesgo industrializador que busca darle

el Gobierno a la inversión privada. Aunque la tendencia continua siendo la misma en estos últimos años, los servicios han ganado participación en los proyectos promovidos por la COMAP en detrimento del sector industrial.

3. COMPARACIÓN INTERNACIONAL Y PERSPECTIVAS

A lo largo de este informe hemos analizado la evolución reciente de la inversión en Uruguay, y visto como la misma ha crecido significativamente en estos últimos años, elemento clave para entender el proceso de crecimiento de Uruguay en esta última década.

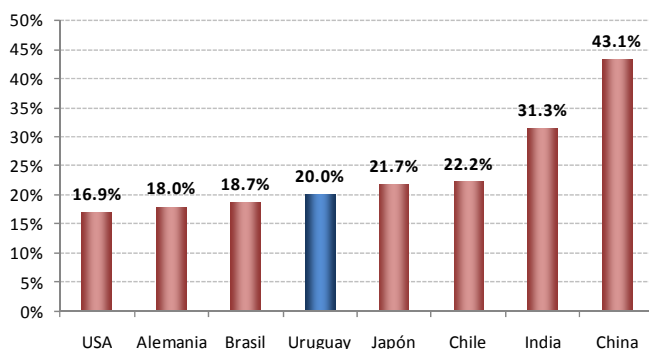
Cabe ahora preguntarse en qué medida este nivel de inversión es suficiente para garantizar el crecimiento sostenido de la economía. Para ello analizaremos a cuánto asciende el ratio Inversión/PIB en las principales economías del mundo y cuál es la posición relativa de Uruguay en esta comparación.

Finalmente concluiremos este informe con un análisis de las perspectivas de la Inversión para 2012 y 2013, basado en nuestros modelos estadísticos-económicos de predicción.

Una comparación a nivel internacional

Uruguay cerró el 2011 con un nivel de inversión que alcanzó a 19% de su producto, promediando un ratio FBKF/PIB de 20% para estos últimos 5 años. Si bien, tal como señalamos en la parte II de este informe, este ratio representa un avance para el país en términos de inversión, vale la pena analizarlo desde una perspectiva comparada respecto de las principales economías del mundo.

Gráfico 3.1. Ratio FBKF/PIB en las principales economías del mundo, promedio 2007-2011



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas oficiales de los diferentes países y Banco Mundial.

Tal como podemos apreciar en el gráfico 3.1, Uruguay presentó en estos últimos cinco años un ratio Inversión/Producto levemente superior al de varias economías del primer mundo como Alemania (18%) y Estados Unidos (16%), e incluso mayor que el de Brasil (18,7%).

Si bien estos últimos años no han sido los de mejor desempeño para las economías del primer mundo, el ratio Inversión/Producto de años anteriores no era mucho mayor que el observado en el último quinquenio.

Con ratios levemente por encima del de Uruguay se encuentran Japón (21,7%) y Chile (22,2%), y con valores significativamente más elevados están India (31,3%) y China (43,1%). Ambos gigantes asiáticos se han expandido a tasas en torno a los dos dígitos en este período, con un modelo de crecimiento que apuesta fuertemente a la inversión en capital físico como motor del mismo.

Esta escueta comparación internacional permite advertir como Uruguay ha logrado obtener tasas de inversión cercanas a las de las economías “maduras” como las de Alemania, Japón y Estados Unidos, naciones que ya cuentan con un elevado nivel de desarrollo y cuyo crecimiento es más bien moderado. Sin embargo, tal como analizamos en la parte II de este informe, esta situación no fue siempre así, ya que este ratio ha sido históricamente inferior en Uruguay en comparación con los países anteriormente citados.

Sin embargo, Uruguay se encuentra muy lejos en materia de inversión de los países con mayor dinamismo, como China e India. Esta comparación sugiere que con la actual tasa de inversión Uruguay podrá consolidar el crecimiento obtenido pero requerirá de un mayor esfuerzo si quiere continuar creciendo a tasas por encima del 5% en el mediano y largo plazo.

Perspectivas para 2012 y 2013

Durante el primer trimestre de 2012 la inversión creció 7,3% respecto a igual período de 2011, según los datos publicados por el BCU. Este registro se explica en parte por el comienzo de las obras de Montes del Plata, que continuarán a lo largo del año.

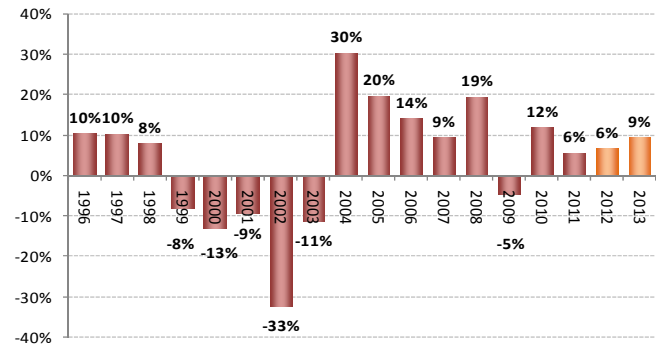
Estos proyectos afectan la FBKF en dos de sus principales componentes: la construcción y la inversión en maquinaria y equipos. En la construcción, principalmente en la primera etapa del proceso, en tanto que la adquisición de maquinarias se vuelve más significativa a medida que la obra va finalizando. La principal diferencia entre estos dos tipos de inversión radica en que mientras que la construcción tiene un porcentaje muy elevado de mano de obra nacional, la incorporación de maquinaria suele ser mayoritariamente importada, por lo que agrega menor valor agregado bruto a la economía.

Otra de las variables relevantes a la hora de entender el comportamiento de la inversión en Uruguay es el desempeño de la industria manufacturera, por ser este uno de los sectores de actividad con mayor gasto en inversión. Nuestras proyecciones de actividad industrial para 2012 y 2013 son de un crecimiento moderado, algo superior al 2% y 3%, respectivamente.

En cuanto al desempeño de la economía argentina, otra de los indicadores claves a la hora de explicar la inversión en Uruguay, esperamos que la misma se desacelere significativamente durante 2012 y 2013, aunque continuará presentando tasas de crecimiento positivas en torno al 3% y 4%.

En este contexto, y con una inflación en dólares virtualmente nula para 2012 y acercándose al 3% en 2013, nuestras proyecciones son de una expansión de la inversión algo superior a **6% para 2012** y de **9% para 2013** (ver gráfico 3.2).

Gráfico 3.2. Tasa de crecimiento del IVF de la FBKF en Uruguay



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCU.

En suma, la inversión ha mostrado un importante dinamismo en estos últimos años empujando el crecimiento económico. Los principales activos de inversión son los edificios y otras construcciones y la maquinaria y equipos, representando entre los dos el 94% de la FBKF en 2011. Mientras que la inversión en construcción cuenta con un importante porcentaje de mano de obra nacional, la adquisición de maquinaria suele tener como origen economías del resto del mundo, aportando menor valor agregado bruto a la economía.

En cuanto al rol del gobierno en este proceso expansivo de la inversión, se puede constatar como en los últimos años se priorizó el uso de fondos públicos para promover inversión privada en desmedro del gasto del gobierno en FBKF.

Por último, cabe resaltar que todos estos esfuerzos en materia de inversión sitúan a Uruguay en ratios de FBKF/PIB cercanos a los de economías del primer mundo, como Alemania y Japón, con tasas de crecimiento moderadas, pero aún lejos de las economías de alto crecimiento como India y China.