



Departamento de Estudios Económicos

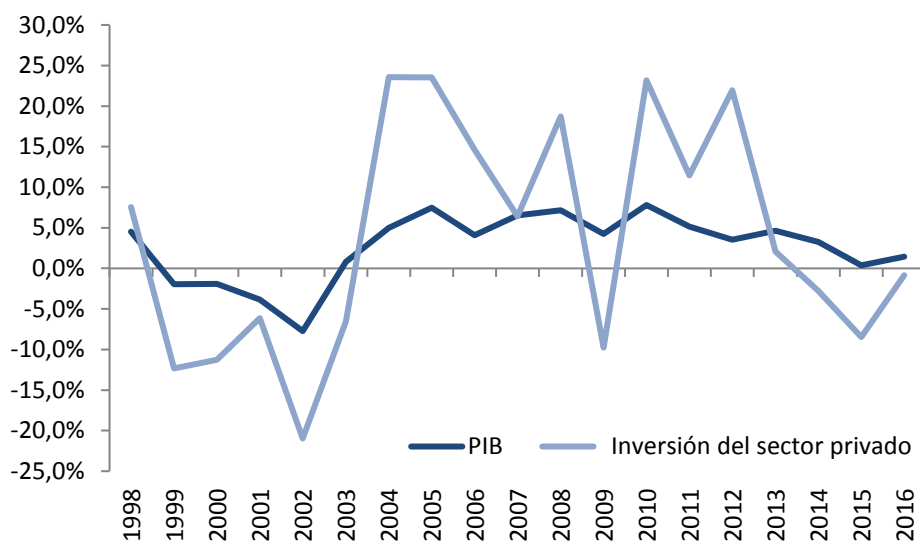
Inversión privada: base del crecimiento económico

1. La economía uruguaya ha atravesado en los últimos 20 años por diferentes etapas en lo que refiere a ciclos económicos: al período de crisis desencadenado a fines de los 90, le siguió una etapa de recuperación y crecimiento entre los años 2004 y 2013, para luego ingresar en un período de menor crecimiento en los últimos tres años, determinando así el fin de un ciclo económico de auge. En 2015 atravesó un escenario de estancamiento, y luego el año 2016 comenzó con varios altibajos. Sin embargo, los datos al cierre del año fueron mejorando y dando señales de una relativa recuperación económica dejando atrás el contexto de desaceleración de los años previos. Asimismo, los pronósticos de crecimiento para el presente año y siguiente también son más optimistas: las tasas de variación del producto se acercarán al entorno del 3%.
2. Detrás de las distintas fases de los ciclos económicos pesan una gran diversidad de factores, tanto domésticos como del contexto internacional. Sin embargo y en términos generales, en la teoría macroeconómica se identifican como fuentes fundamentales de las fases de crecimiento económico de los países los procesos de inversión en capital humano, la generación de avances tecnológicos y la inversión en capital físico e infraestructura. Es decir que la inversión, en la forma que sea, es un determinante clave del crecimiento de una economía, tanto en el corto como en el largo plazo.
3. El efecto de la inversión sobre la potencialidad de crecimiento de un país, se mide a través del ratio Inversión – Producto Interno Bruto (I/PIB). Sin embargo, como fundamento del crecimiento de una economía no sólo es esencial la dotación y calidad de factores de producción (capital humano y capital físico), sino también cómo se utilizan y los resultados que se obtienen a partir de ellos. En definitiva, también importa la “receta”, es decir la productividad de las actividades económicas, lo que permitirá alcanzar mayores niveles de eficiencia en los procesos de producción de bienes y servicios.

Formación Bruta de Capital Fijo – Sector Privado

4. El PIB analizado desde la óptica del gasto, se conforma por distintos componentes, entre ellos, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), la cual en términos prácticos es entendida como Inversión. Ésta puede ser realizada tanto desde el sector público como del privado.
5. En particular y de acuerdo con los datos de Cuentas Nacionales publicados por el Banco Central del Uruguay (BCU), la Inversión Privada (IP) representó en 2016 el 16,2% del total del PIB. Este ratio alcanzó su máximo valor en el año 2012 (19,8%) momento a partir del cual comenzó un proceso de desaceleración hasta llegar a los valores actuales entorno al 16%, aunque superando los registros previos a la crisis del año 2002, cuando la participación de la IP en el PIB total se encontraba en el entorno del 15%. Asimismo, el valor promedio en los últimos 20 años es de 14,8%.
6. Por su parte, la inversión realizada desde el sector público, que hoy representa el 4,4% del PIB, se ubicó en 3,9% en el promedio de los años 1997 – 2016.
7. Asimismo, el comportamiento de la IP ha replicado los ciclos económicos del PIB global, pero de manera más pronunciada. Es decir, en momentos en los que la economía creció, la información desagregada entre los componentes del gasto daba cuenta que detrás de ese comportamiento residía un aumento aún mayor de la IP, mientras que lo mismo sucedía en sentido contrario.
8. En particular, mientras la máxima caída del PIB en plena crisis económica en 2002 fue de 7,7% en términos constantes, la IP caía en magnitudes mayores: -21,0%. En contracara, durante el período posterior de recuperación y auge, la economía creció a tasas entre 4% y 8% aproximadamente, mientras que las tasas de variación de la IP alcanzaban valores entorno al 20% anual. Es importante tener en cuenta que el comportamiento de la Inversión Extranjera Directa (IED) ha sido determinante en el resultado global de la IP, sobre todo en años puntuales frente a la instalación de grandes emprendimientos de la Cadena Forestal - Madera, como se analizará más adelante.

PIB e Inversión del Sector Privado: variación interanual en términos constantes

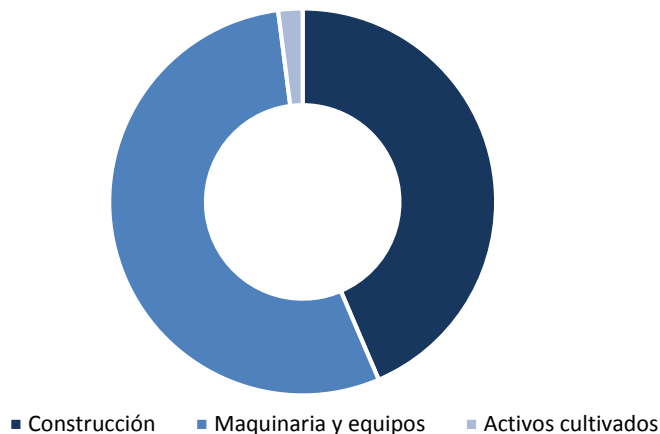


Fuente: BCU

9. Tal como se aprecia en el gráfico anterior, este patrón mencionado que se repetía desde 1998, se vio interrumpido a partir del año 2014 (sin considerar los años 2003 y 2009, casos puntuales de crisis económicas a nivel regional y mundial respectivamente). Es decir, en los últimos tres años mientras que el PIB enfrenta un proceso de desaceleración sin alcanzar valores negativos, los niveles de IP caen año a año. Por lo tanto, si bien las caídas registradas en la IP se tradujeron en incidencias negativas sobre el comportamiento global del PIB, los restantes componentes del gasto (principalmente el consumo privado) llevaron a que el PIB no cayera mientras la IP sí lo hizo.
10. En 2015, año de menor crecimiento económico del período (0,4%), la tasa de variación de la IP fue de -8,5%. Ya en 2016 y en línea con la reactivación evidenciada en el PIB (creció 1,5% respecto al año previo), si bien la IP se contrajo nuevamente, fue en menor magnitud: -0,8%.
11. En términos de incidencia en la tasa de crecimiento de 1,5% del PIB en el año 2016, mientras que la FBCF alcanzó un valor de 0,2%, en el caso del consumo final de los hogares fue de 0,5%. Asimismo, según los últimos datos de actividad correspondientes al primer trimestre del año, el PIB creció de forma interanual 4,3%, y la incidencia del gasto del sector privado fue de 3,1% (el 72% del crecimiento del PIB en el primer trimestre del año es resultado del aumento del consumo privado), mientras que el comportamiento de la FBCF en este período tuvo una incidencia negativa de -0,2%.

12. De esta forma queda en evidencia que en la actualidad la base de crecimiento de la economía uruguaya se encuentra principalmente en el comportamiento del consumo final de los hogares, lo cual se traduce en una gran debilidad de esta fase económica. Ya que para lograr tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo lo óptimo es que la base del crecimiento esté sustentada en mayores niveles de inversión tanto de capital humano como físico, y no en mayores niveles de consumo de las familias o, peor aún, del sector público.
13. De forma complementaria, es posible analizar la información relativa a las inversiones discriminando entre los distintos tipos de inversión realizada, que pueden ser en *Construcción*, en *Maquinaria y equipos*, y en *Activos cultivados*. Un primer aspecto a destacar de las series analizadas desde el año 2005 a la fecha es que los niveles totales de inversión (pública y privada) corresponden principalmente a inversión en *Construcción* y *Maquinaria y equipos*.
14. Asimismo, mientras que en el año 2005 el 52,5% de la IP se volcaba a la *Construcción* y el 42,7% a *Maquinaria y equipos*, en 2016 esta relación se hace inversa: la inversión en *Construcción* representa el 43,6% del total en 2016, mientras que la inversión en *Maquinaria y equipos* asciende a 54,4%.

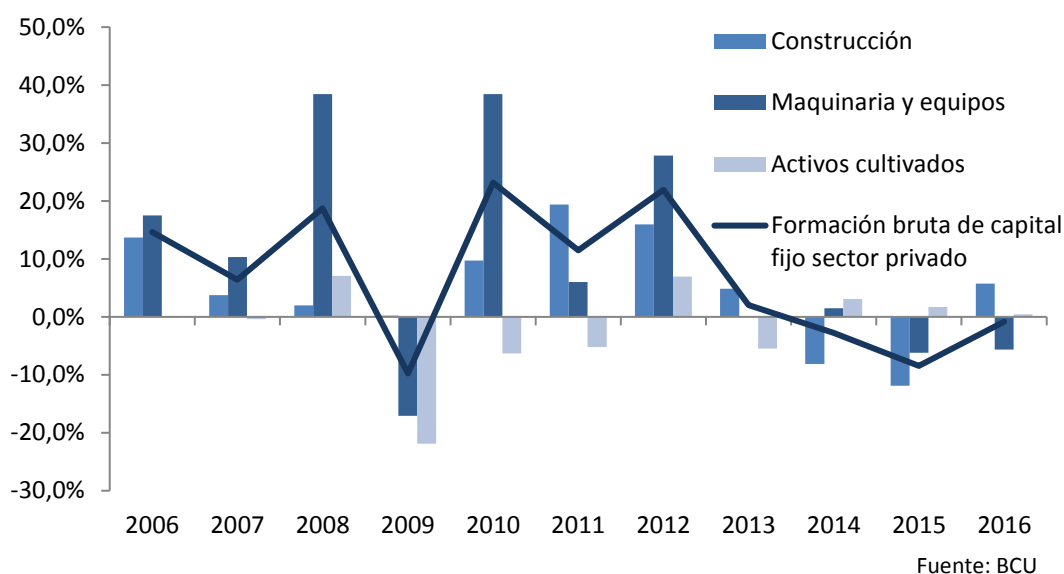
Inversión Privada por tipo de activo, año 2016



Fuente: BCU

15. Sin embargo, pese a que la inversión en *Maquinaria y equipos* ha ido creciendo en términos de su participación dentro de la IP total, si se analiza la evolución del nivel de este tipo de inversión en los últimos años se observa una evolución a la baja. En particular, en el año 2016 la inversión en este tipo de activos cayó 5,6% respecto a 2015 en términos constantes, lo cual explicó la caída en términos globales de la IP (-0,8%), principalmente por la incidencia de este componente. Notar que la IP asociada a la *Construcción* aumentó en el año 2016 5,8%, luego de dos años de profunda caída.

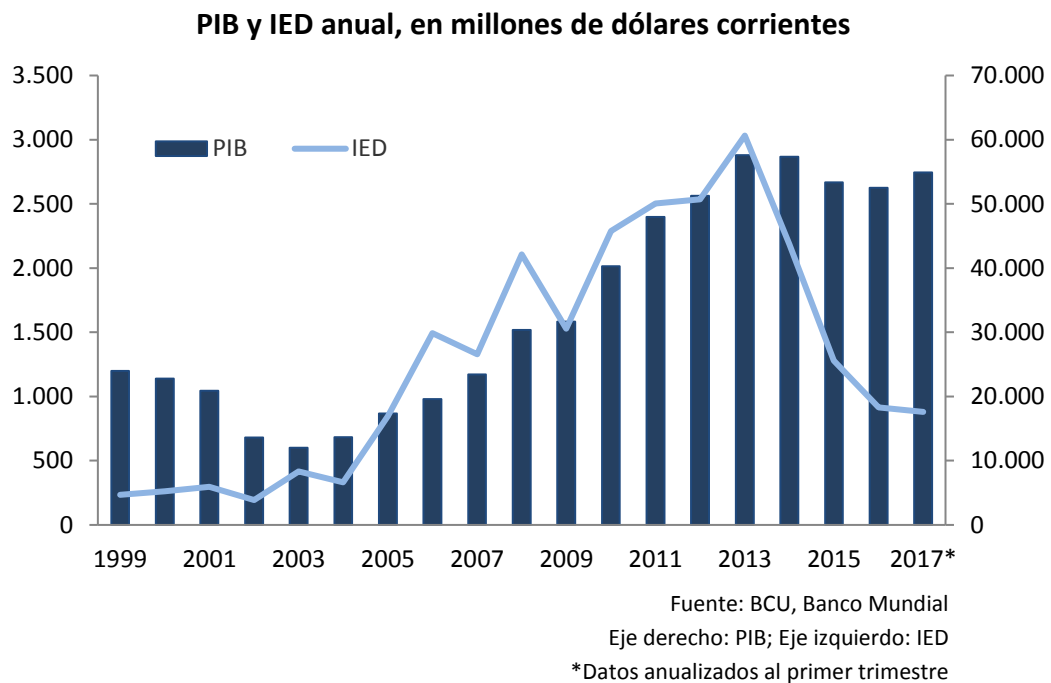
Inversión Privada y componentes: variación interanual en términos constantes



Inversión extranjera directa

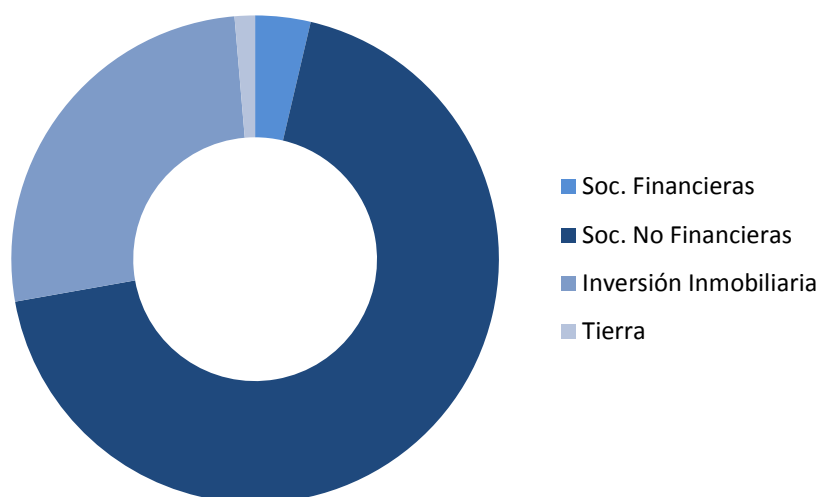
16. Tal como indica su nombre, la IED es un tipo de inversión que involucra capitales extranjeros destinados a la inversión ya sea en empresas establecidas, o en nuevos proyectos. Para el caso concreto de Uruguay, tal como se mencionó anteriormente, los flujos de IED han sido determinantes en los niveles de la tasa de inversión del país. Sin embargo, el ingreso de IED a una economía, no sólo se traduce en un aumento en el nivel de capital físico, sino que por el contrario, sus efectos se evidencian desde varios frentes.
17. En este sentido, de acuerdo con la CEPAL en su último informe “La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2017”, únicamente un tercio de la IED se refleja de manera directa en aumento de la FBCF. La generación de capital intangible es, sin embargo, otro factor asociado a este tipo de flujo de capitales. Si bien ésta surge como un, mal llamado, “efecto secundario”, el derrame de conocimiento resulta decisivo en la lógica del crecimiento económico, y lejos de ser un efecto secundario, constituye uno de los mayores atractivos que tiene, o debería tener, la IED para las economías.
18. A partir de los años 90 las economías emergentes se transformaron en un importante destino para los flujos de capitales, en búsqueda de rentabilidad en negocios relacionados con el agro como resultado de los elevados precios de los *commodities* a nivel internacional, y Uruguay no fue ajeno a esta tendencia sino que por el contrario, resultó muy beneficiado por dicho contexto mundial.

19. Desde entonces el crecimiento en la llegada de IED al país fue prácticamente ininterrumpido, alcanzándose el pico máximo en 2013, año en el que se construía en Colonia la planta de Montes del Plata. Dicho récord fue de U\$D 3.032 millones en términos corrientes, representando el 5,3% del PIB en ese año.
20. Sin embargo, en los años siguientes la llegada de IED al país se contrajo período tras período. En particular, los últimos datos anuales que corresponden al año 2016 dan cuenta que el nivel anual de IED fue de U\$D 915 millones, con una participación respecto al PIB también significativamente menor: 1,8%. Inclusive, los primeros datos del año corriente no parecen indicar una reversión en dicho comportamiento: los datos anualizados al primer trimestre de 2017 determinan un valor de la IED de U\$D 880 millones en términos corrientes.



21. En lo que refiere al tipo de IED, el gráfico siguiente muestra que casi las tres cuartas partes se volcaba en 2015 (últimos datos disponibles) a Sociedades No Financieras, mientras que en el restante cuarto predomina la inversión inmobiliaria. En esta relación, en los últimos años han tomado mayor peso las Sociedades No Financieras, mostrando cierta tendencia al alza desde el año 2008, en detrimento de la IED volcada a las inversiones inmobiliarias.

IED por sector institucional de destino, año 2015



Fuente: BCU

22. Sin embargo, si se analiza el destino de la IED por sectores de actividad, la *Construcción* es la que concentra la mayor parte: 31,1% del total en 2015. Le sigue en importancia la categoría *Otros* con el 20,4% del total (incluye empresas que son únicas en su división de la CIU a efectos de guardar confidencialidad), mientras que el *Suministro de Electricidad, Gas, Vapor y Agua Caliente* concentra el 15,0% del total de la IED.
23. Por su parte, las actividades de *Agricultura, ganadería, caza y silvicultura*, que fueran las que generaron en un primer momento el mayor tractivo para la llegada de este tipo de inversión, han perdido participación en los últimos tiempos. En el año 2003 el 47,6% de la IED que ingresaba al país, se volcaba a este sector (pico máximo), mientras que en 2015 su participación era de apenas 7,9%. En sentido contrario evolucionó el caso de la *Construcción*: mientras en 2003 la IED volcada al sector era 2,5% del total, en 2015 la participación asciende a 31,1%. Cabe destacar también que en el único caso en que no se recibe IED actualmente, es en los *Servicios sociales y de salud*.
24. Más allá de estos casos particulares, los datos reflejan que con el paso de los años se dio una diversificación en el destino de la IED. El cuadro siguiente deja en evidencia dicha evolución: mientras en 2003 casi la mitad de la IED se volcaba a un único sector, en 2015 el que concentra la mayor proporción de IED apenas supera el 30% del total.

Participación del total de IED por sector de actividad

Sectores de actividad	2003	2015
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	47,6%	7,9%
Explotación de minas y canteras	0,0%	1,8%
Industrias manufactureras	9,5%	5,5%
Suministro de electricidad, gas, vapor y agua caliente	-1,2%*	15,0%
Construcción	2,5%	31,1%
Comercio al por mayor y al por menor	4,0%	5,7%
Hoteles y restaurantes	13,2%	-4,3%*
Transporte almacenamiento y comunicaciones	3,4%	8,1%
Intermediación financiera	13,6%	7,3%
Actividades inmobiliarias empresariales y de alquiler	0,2%	1,6%
Servicios sociales y de salud	0,0%	0,0%
Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	7,1%	20,4%

Fuente: BCU

*Datos negativos implican desinversión en activos o reembolso de pasivos

25. Por último, se analizará el comportamiento de la IED respecto al origen de la misma. Nuevamente con información hasta el año 2015, se constata que entre los grandes bloques de países, el Mercosur ha sido el principal origen de la IED llegada al país en los últimos 15 años, con la excepción del período post crisis (2003 a 2005). Inclusive con el menor ingreso observado en estos años, se alcanza una participación promedio de 30,3% entre 2001 y 2015. En este último año en particular, la llegada de IED desde el Mercosur concentró el 37,6% del total.
26. Al analizar estos datos en relación a cada país que integra el bloque, se observa que lo comentado anteriormente, es producto de la IED llegada desde Argentina: en 2015 la IED de dicho origen representó el 28,6% del total, mientras que el peso de Brasil y Paraguay fue de 8,2% y 0,8% respectivamente, siendo esta relación también relativamente constante desde 2001.
27. En el caso de la IED con origen europeo (24,9% del total en 2015), no se repite el comportamiento observado respecto al Mercosur: hay mayor variabilidad respecto al país de origen año a año. Pese a dicha volatilidad, se podría identificar a España como un origen de mayor importancia respecto a los restantes países, con una participación promedio de 8,1% entre 2001 y 2015.

Reflexiones Finales

28. Del análisis de la información disponible queda en evidencia el hecho de que tanto los procesos de inversión local como los flujos de inversión provenientes del exterior, están atravesando un período de desaceleración en sus niveles que se traduce en una menor incidencia como motor de crecimiento de la economía local.
29. Por un lado hay factores externos que tienen un efecto directo sobre estos resultados, tal como los elevados precios de los *commodities* que habían atraído inversiones y en la actualidad ya no gozan de tal condición, a lo que se suma un período de desaceleración económica a nivel de la región (producto entre otros factores, de lo anterior). A su vez, inversiones enfocadas a áreas tecnológicas han tomado más vigor, y todo ello en conjunto llevó a que los capitales se direccionaran con mayor fuerza hacia países desarrollados, o hacia países asiáticos en desarrollo.
30. Esto último genera que la condición de países productores de bienes primarios que se da en América del Sur, y en particular en Uruguay, lleve a que los pronósticos para el año que corren aún permanezcan bajo un escenario negativo. En particular, la CEPAL estima que la llegada de IED a la región caerá aproximadamente 5% en 2017 respecto al año previo.
31. Sin embargo, también es importante analizar el contexto local, y cómo éste incide positiva o negativamente a la hora consolidarse el país como un destino atractivo para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión, o para promover el crecimiento de sus empresas privadas y por lo tanto generar procesos de re inversión.
32. En esta línea, en el último “Informe de Competitividad Global 2016-2017” del World Economic Forum, se analiza cuáles son las principales problemáticas que deben enfrentar los empresarios a la hora de hacer negocios en el país. En primer lugar, se identifican las regulaciones laborales restrictivas, seguidas por la carga tributaria, la burocracia e ineficiencia estatal y la inadecuada oferta en términos de calidad de infraestructura y mano de obra calificada.
33. Las deficiencias que el país enfrenta en estos factores no son más que las llamadas “barreras a la inversión”, a las cuales la Cámara entiende se les debe agregar una baja apertura de la economía al mundo. Se trata de factores que no solamente afectan el comportamiento de la IP a nivel interno, sino que también condicionan particularmente la llegada de IED, en un contexto de caída no solo local sino también regional.

34. Al mismo tiempo, en una economía pequeña como la local el ambiente institucional así como la seguridad jurídica y los elementos de promoción y protección a la inversión también son esenciales a la hora de concretarse nuevos proyectos.
35. En este sentido, junto a los tradicionales mecanismos de Promoción y Protección de Inversiones (Ley N° 16.906 de 1998) y de promoción de Construcción de Vivienda de Interés Social (Ley N° 18.795 de 2011) se incorpora el marco regulatorio de los Contratos de Participación Público – Privada (Ley N° 18.876 de 2011). En el caso de este último, si bien data del año 2011, los proyectos que están en ejecución hoy en día son únicamente tres: la Unidad de personas privadas de libertad N°1, el Corredor Vial 21-24 (170 km de carretera), y el proyecto de jardines y centros CAIF (44 centros educativos y 15 centros de atención a niños y familias).
36. Con el fin del sortear algunos de los obstáculos que presenta dicha institucionalidad, y permitir que sea un instrumento que promueva el impulso de inversiones privadas que el país necesita sobre todo en materia de infraestructura vial, portuaria, de energía en un contexto donde las finanzas públicas se encuentra altamente tensionadas, a fines de 2016 se concretó la creación del Fondo de Deuda para Infraestructura, un fideicomiso financiero que tiene como objetivo justamente financiar obras de infraestructura mediante la modalidad de PPP, gestionado por la CAF.
37. No quedan dudas, que poner atención en los elementos que son considerados como frenos a la hora de analizar al país como destino de inversiones, debería estar en la agenda de las autoridades. Y en este sentido, se entiende que las decisiones de política deben enfocarse en lograr las condiciones adecuadas para atraer y lograr la permanencia de IP, generadora de valor agregado, de puestos de trabajo y por lo tanto dinamizadora de la economía en su conjunto. El objetivo debe estar en lograr procesos de inversión productivos, y esa productividad debe ser entendida no solo en términos de mayor y mejor infraestructura, sino también en términos de mayor calidad en educación y capacitación de la mano de obra actual y futura.
38. En suma, hay un largo camino por recorrer en el ámbito de la inversión, desde el desarrollo del sistema educativo, hasta la mejora en términos de productividad basada en la innovación y modernización, pasando por la optimización de las relaciones laborales y del funcionamiento del estado como órgano gestor.

39. Justamente son estos elementos los que están detrás de los determinantes del crecimiento económico, y si el objetivo es lograr que la economía uruguaya se afiance en este camino, las etapas a recorrer son claras. La seriedad y estabilidad a nivel institucional, macroeconómico, jurídico, son pilares fundamentales de Uruguay de cara al mundo, y como tales, deben potenciarse y aprovecharse como parte del camino andado.

Montevideo, 30 de agosto de 2017