

Cuidado con la trampa de menos inversión y mas inflación¹

Jorge Vasconcelos

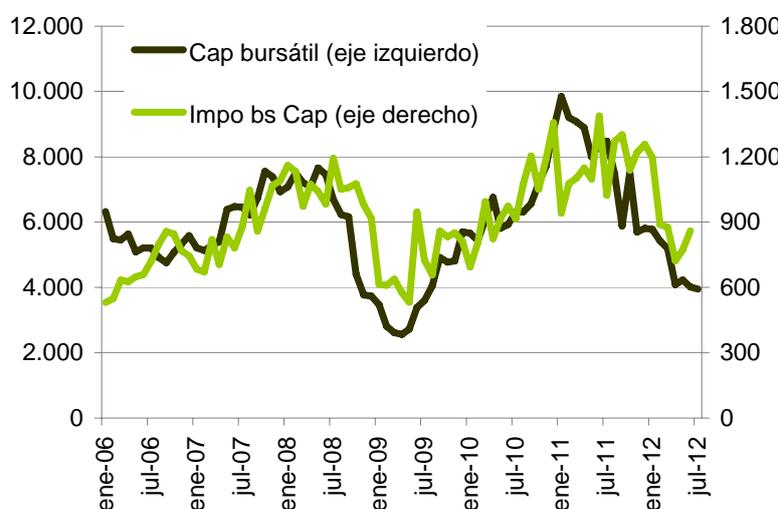
jvasconcelos@ieral.org

La marcada caída de la inversión, con importaciones de bienes de capital que retrocedieron 35,2 % interanual en el segundo trimestre de 2012, hace que naturalmente haya aumentado la preocupación por la suerte del empleo de aquí en adelante. Se muestra en este artículo la marcada correlación que existe entre el valor de las firmas industriales y la trayectoria de la inversión, por lo que una opción para revertir el deterioro pasa por regenerar condiciones para la operación competitiva de las empresas, que en lo inmediato ha sido afectada por las restricciones al cambio y al comercio exterior. Otro camino, que intente compensar vía mayor gasto público la merma en la inversión y en el empleo sería actualmente muy riesgoso. Con un déficit fiscal consolidado de nación y provincias que se acerca a los 4 puntos del PIB (sin contar recursos extraordinarios) esta alternativa, que probablemente no resulte muy eficaz por el lado de la productividad de la economía, podría realimentar las expectativas inflacionarias, mantener nublado el horizonte para quienes toman decisiones en el sector privado y, por lo tanto, introducirnos en un desaconsejable círculo vicioso de baja inversión y crecientes presiones inflacionarias de origen fiscal. El escenario en el que Keynes imaginó la solución de "hacer y tapar pozos" era el de una gran depresión con deflación, muy difícil de transplantar a uno que presenta tendencias recesivas acompañadas de inflación.

¹ Nota publicada en el diario Perfil el 4 de Agosto de 2012

En 2009, cuando la crisis internacional mostró su peor cara, la Argentina sufrió una merma significativa de sus indicadores de inversión. Para el segundo trimestre de aquel año, por ejemplo, las importaciones de bienes de capital mostraban una caída interanual de 33,6 % en dólares corrientes. Las expectativas de las empresas, vinculadas con el futuro de la demanda y de la rentabilidad, eran de negativas a inciertas. Los inversores capturaban esta información devaluando el valor de las firmas. Un panel de siete empresas industriales que cotizan en la bolsa local (Agrometal, Aluar, Holcim, Ledesma, Mirgor, Molinos y Siderar) podía ser adquirido en julio de 2009 por 3,6 mil millones de dólares, sacando de circulación el 100 por ciento de las acciones. En un año, estas firmas habían perdido 46 % de su valor, considerando cotizaciones previas a la quiebra de Lehman.

Argentina: valor de empresas industriales en bolsa* e importaciones de bienes de capital
Millones de dólares



*Incluye la capitalización bursátil en dólares (desde nov-2011 tipo de cambio transferencia) de: Agrometal, Aluar, Holcim, Ledesma, Mirgor, Molinos y Siderar

Fuente: IERAL en base a datos de mercado, Económica e INDEC

Desde los aportes de James Tobin (Nobel de Economía en 1981) no es novedoso asociar a la inversión con el precio de las empresas, que en esencia refleja el valor actual de los beneficios esperados. Mientras menores sean las expectativas de rentabilidad



(descontada por una cierta tasa de interés), más débiles serán los datos vinculados a la inversión. Por supuesto, también vale la situación opuesta. Así, en los años posteriores a 2009 se observa un ascenso simultáneo del valor de las empresas y de la importación de bienes de capital, ítem clave del proceso de inversiones.

¿Que está sucediendo en 2012? Las importaciones de bienes de capital disminuyeron 35,2 % interanual en el segundo trimestre (-33,6 % interanual en igual período de 2009). El valor de las siete empresas seleccionadas cayó un 53,5 % en dólares entre julio de 2011 e igual mes de 2012 (-46,6 % en 2009). Actualmente (datos a julio) las acciones de ese panel valen unos 3,9 mil millones de dólares (3,6 mil millones en 2009), utilizando el tipo de cambio arbitraje (por el que pueden ingresar legalmente capitales al país).

Pese a las significativas coincidencias detalladas, hay que tener en cuenta que la situación de 2012 no es comparable a la de 2009. No sólo por el precio de la soja. En 2009 el comercio mundial se contrajo en forma dramática, un 22,3 % respecto de 2008, mientras que en lo que va de este año esta variable se mantiene en terreno positivo, en torno a 3 % interanual.

Esto es lo que permite conjeturar que la drástica caída de los indicadores de inversión este año en la Argentina tiene que ver, sobre todo, con la fuerte devaluación que ha sufrido el valor de muchas de las empresas que operan en el país. El panel elegido para estos ejemplos tiene dificultades para pagar dividendos en dólares, a diferencia de otras firmas que cotizan localmente, pero operan bajo jurisdicción internacional, caso de Petrobrás Brasil y Tenaris. Al ser industriales, es cierto que las firmas del panel sufren los problemas de competitividad por el desfase entre los costos internos y el tipo de cambio oficial. Si comparamos el segundo trimestre de 2012 con igual período de 2009, el costo laboral unitario (corregido por productividad) de la industria en general ha subido nada menos que un 76 % en dólares, ya que los salarios en pesos se incrementaron 123,4 % mientras que el tipo de cambio pasó de 3,74 a 4,46. Pero hacia mediados del año pasado el desfase de costos y tipo de cambio ya pesaba sobre los balances. Y desde entonces el valor de estas firmas se derrumbó a la mitad. Como factor explicativo tenemos que las restricciones más intensas al comercio exterior aparecieron en este período, al igual que las que afectan a la convertibilidad del peso (no hablamos del 1 a 1 sino de la posibilidad de arbitrar la moneda local con otras divisas). Al parecer, las trabas en el mercado cambiario han



generado dudas entre los inversores acerca de si los activos radicados en la Argentina pueden seguir valiendo, en dólares, lo que antes valían.

Dado el impacto que la cotización de las empresas tiene en la dinámica de la inversión (ver gráfico adjunto) y, por ende, en la creación de empleo genuino, el problema descrito más arriba no puede ser acotado a una mera cuestión bursátil o microeconómica. Para los pesimistas, es un desaliento a invertir porque puede estar anticipando un período de muy baja rentabilidad empresarial. Para los optimistas, antes de volcarse a nuevos proyectos conviene “comprar hecho” los devaluados activos existentes.

Por un motivo u otro, una eventual recuperación de los indicadores de inversión sólo será sustentable si va de la mano de una recomposición del valor de las compañías locales.

En este sentido, un problema a atacar es el de la brecha cambiaria. Esta cuña penaliza las decisiones de inversión productiva porque mientras la facturación de las industrias está atada al tipo de cambio oficial, el precio al que pueden ser compradas desde el exterior depende del tipo de cambio que surge de la operatoria del “contado con liquidación”. Hoy esas firmas han quedado muy vulnerables y no parece apropiado que el principal mecanismo de protección con el que pueden contar sea la desconfianza sobre el futuro de la Argentina de los potenciales compradores.

Pero más allá del factor cambiario, lo que se necesita es que nuestro país comience a pasar en limpio cual es su verdadera estrategia de crecimiento. La mayoría de los instrumentos que se han utilizado en los últimos años lucen agotados. El gasto público ha excedido las posibilidades genuinas de financiación, la tasa de interés ya es marcadamente negativa como para pretender reducirla aún más, la masa salarial ya no puede subir a un ritmo muy superior al de la inflación.

Es posible encontrar una salida desplazando el centro de gravedad de las fuentes de crecimiento a favor de una conexión más decidida al mundo, con todo lo que esto implica. Sin duda los empleos más productivos y mejor remunerados, que es lo que debería proliferar en nuestro país, son aquellos vinculados a la producción de bienes y servicios que son testeados cada día en el mercado mundial. Y debemos ser concientes que



nuestras exportaciones, aún con precios muy favorables, están estancadas en el 0,45 % de las exportaciones mundiales desde hace una década, período en el cual Brasil pasó de 0,9% a 1,4 % de market share.