

LA INVERSIÓN PRIVADA y el ciclo económico en el PERÚ

CARLOS MENDIBURU *

En el largo plazo, la inversión del sector privado constituye uno de los principales determinantes del crecimiento económico por su contribución a la formación del acervo de capital. En el corto plazo, las fluctuaciones de la inversión explican una proporción significativa de los cambios en el producto y en la demanda agregada. Utilizando datos trimestrales desde 1980 para la economía peruana, se encuentra que en los periodos de contracción económica, la inversión representa en promedio alrededor de un tercio de la caída del producto, mientras que en expansión el aporte promedio es de casi dos tercios del producto. Asimismo, se verifica que la contribución de la inversión al crecimiento ha sido mayor durante los episodios de expansión más recientes.

* Especialista en Programación Financiera del BCRP.

Durante el periodo comprendido entre 1951 y 2008, se estima que la variación del acervo de capital contribuyó a explicar la mitad del crecimiento del PBI (1,9 puntos porcentuales de una tasa de crecimiento promedio del PBI de 3,8 por ciento anual). Esta cifra pone de manifiesto la importancia de la inversión en capital físico en el crecimiento económico de largo plazo. La evidencia indica que en la medida en que la inversión esté asociada al desarrollo de proyectos rentables y eficientes, contribuirá no sólo directamente al aumento del acervo de capital, sino también de manera indirecta al incremento de la productividad asociada a éste, con un impacto positivo sobre el producto potencial de la economía. Durante la década pasada, el crecimiento de la inversión ha estado asociado a ganancias de productividad en diferentes sectores, y se han registrado tasas de crecimiento y niveles de inversión como porcentaje del producto más altos que en las dos décadas previas (ver Gráfico 1).

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN

La inversión privada mantuvo una tendencia ascendente durante la última década. Entre 2000 y 2004 a un promedio anual de 1,5 por ciento. Desde el primer trimestre de 2005 la inversión privada comenzó a acelerarse, aumentando a tasas cada vez más elevadas y por un periodo prolongado. El crecimiento promedio anual de la inversión entre 2005 y 2008 fue de 20,2 por ciento y estuvo asociado a la ejecución de proyectos y a las expectativas favorables sobre el desempeño futuro de la economía. Con ello, el nivel de inversión actual equivale a más del doble del alcanzado en el año 2000.

Durante el tercer trimestre de 2008 la inversión privada alcanzó su nivel históricamente más elevado (ver Gráfico 2). Al agudizarse la crisis financiera internacional se observó una rápida caída de la inversión. Así, el nivel del segundo trimestre de 2009 estuvo 18 por ciento por debajo de los niveles máximos. Con ello la inversión privada retornó a niveles previos al boom de mediados de 2008 y durante el año 2009 se mantuvo por encima de los niveles del primer trimestre de 2008.

INVERSIÓN Y PRODUCTO

Tal como se observa en el Gráfico 3, la inversión privada es uno de los componentes más volátiles del PBI. Esto se debe principalmente a que la inversión depende de las expectativas de los empresarios sobre la evolución futura de la economía. En general, las noticias negativas y la incertidumbre sobre el entorno futuro de los negocios tienden a traducirse en una mayor variabilidad de la inversión. En las dos últimas décadas, la mayor estabilidad macroeconómica del país ha tenido como consecuencia una moderación en la volatilidad a lo largo del tiempo, tanto en el producto como en la inversión.

Las fluctuaciones cíclicas de la inversión alrededor de su tendencia están asociadas a las oscilaciones en la actividad económica agregada. Existen diversas explicaciones teóricas para esta relación. Por ejemplo,

GRÁFICO 1 ■ Inversión Privada y PBI

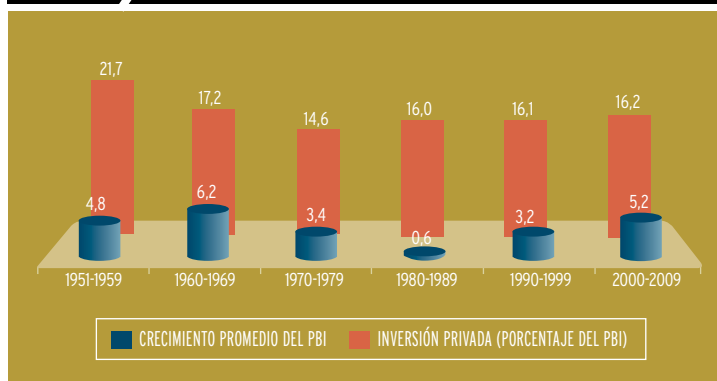


GRÁFICO 2 ■ Inversión privada desestacionalizada (Millones de nuevos soles de 1994)

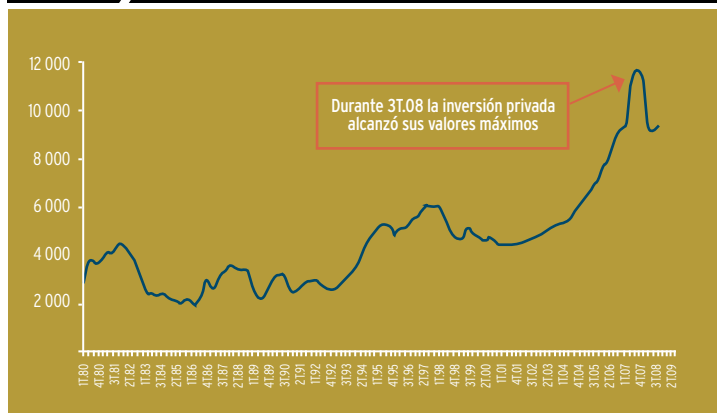
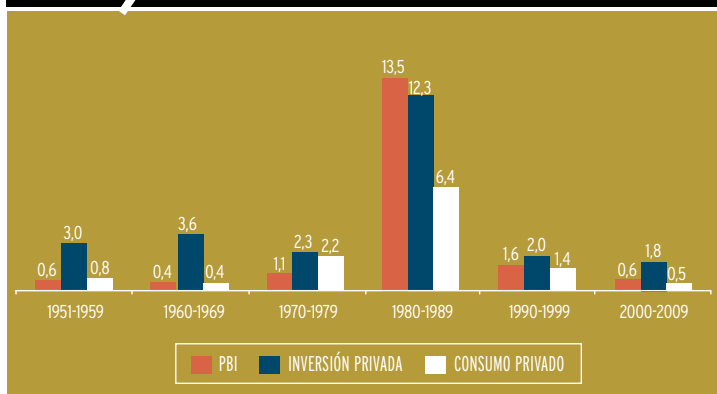


GRÁFICO 3 ■ Volatilidad del crecimiento anual ^{1/}



^{1/} COEFICIENTE DE VARIABILIDAD. SE CALCULA COMO LA DESVIACIÓN ESTÁNDAR DEL CRECIMIENTO DIVIDIDA ENTRE EL CRECIMIENTO PROMEDIO.

una de ellas es el modelo del acelerador de la inversión, el cual parte del supuesto de que hay una relación estable entre el acervo de capital deseado por las firmas y su nivel de producto. Este modelo predice que la inversión es proporcional al crecimiento del PBI. No obstante, esta explicación ignora los efectos de los costos de financiamiento de los proyectos sobre las decisiones de inversión. Un enfoque alternativo reco-

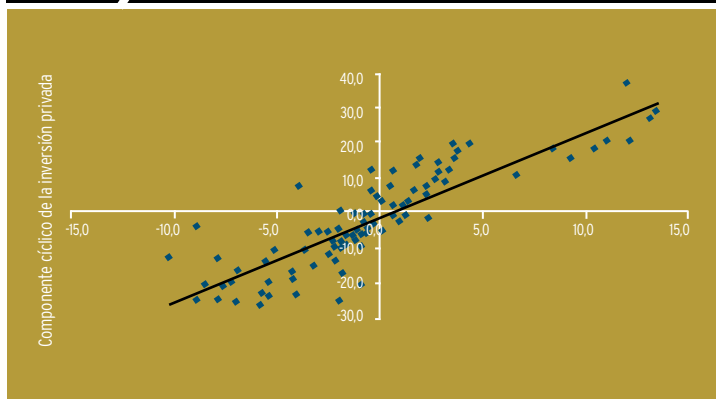
noce que el saldo de capital se ajusta lentamente hacia su nivel deseado. Hasta que una decisión de inversión se materialice, se requiere cierto tiempo para construir una nueva fábrica, adquirir maquinarias y capacitar a los trabajadores, lo que implica una serie de costos para la empresa. Por lo tanto, este proceso de ajuste o de cierre de la brecha entre los niveles de capital actual y deseado se realiza gradualmente. Como consecuencia, la inversión privada puede fluctuar según el ciclo económico.

La brecha entre el capital deseado y el capital efectivo se puede estimar utilizando el valor bursátil de las empresas. Éste es el denominado enfoque de la “q de Tobin”. El ratio q se define como el valor de mercado de las acciones de una empresa dividido entre el costo de comprar los activos de la empresa en el mercado de bienes. Cuando este ratio es mayor a 1, significa que el capital deseado es mayor que el capital efectivo y esto es un indicador de que la inversión debería incrementarse. Es decir, cuando el valor de mercado de la firma supera al valor de sus activos (q de Tobin mayor a 1) es rentable para la empresa realizar más inversiones. El crecimiento de los índices bursátiles, el mismo que responde a las expectativas sobre la evolución futura de la actividad económica, daría por tanto señales favorables a la inversión.

CICLOS DE LA INVERSIÓN Y DEL PRODUCTO

Utilizando datos trimestrales para la economía peruana se calculó el componente cíclico de la inversión privada y el PBI. Los ciclos han sido calculados como la diferencia entre las series desestacionalizadas y su tendencia, expresada como porcentaje del componente tendencial de las series. Para la estimación de la tendencia se utilizaron tres métodos alternativos, ampliamente empleados en la literatura: el filtro de Baxter y King, el filtro de

GRÁFICO 4 Componentes cíclicos de la inversión y del producto. Filtro de Baxter y King



Christiano y Fitzgerald y el filtro de Hodrick – Prescott. Todos los filtros muestran una relación positiva y contemporánea entre el ciclo de la inversión y el ciclo del producto. Se encuentra además que:

- Como se aprecia en el Gráfico 4, los períodos en los cuales el PBI se ubica por encima de su tendencia se caracterizan por niveles de inversión también por encima de su tendencia, y viceversa.
- Desde inicios de los ochenta la economía peruana ha experimentado tres grandes episodios de crecimiento por debajo de la tendencia y cuatro de magnitud importante por encima de la tendencia. (Ver Gráfico 5).
- Asimismo, se observa que durante la década de los noventa y la actual, la magnitud de las fluctuaciones en la inversión y el producto se ha moderado paulatinamente.
- En promedio, la duración de las expansiones y contracciones es de ocho trimestres. En el Cuadro 1 se observa que las contracciones se caracterizan por variaciones más pronunciadas en el PBI y la

GRÁFICO 5 Componentes cíclicos de la inversión y del producto. Filtro de Baxter y King

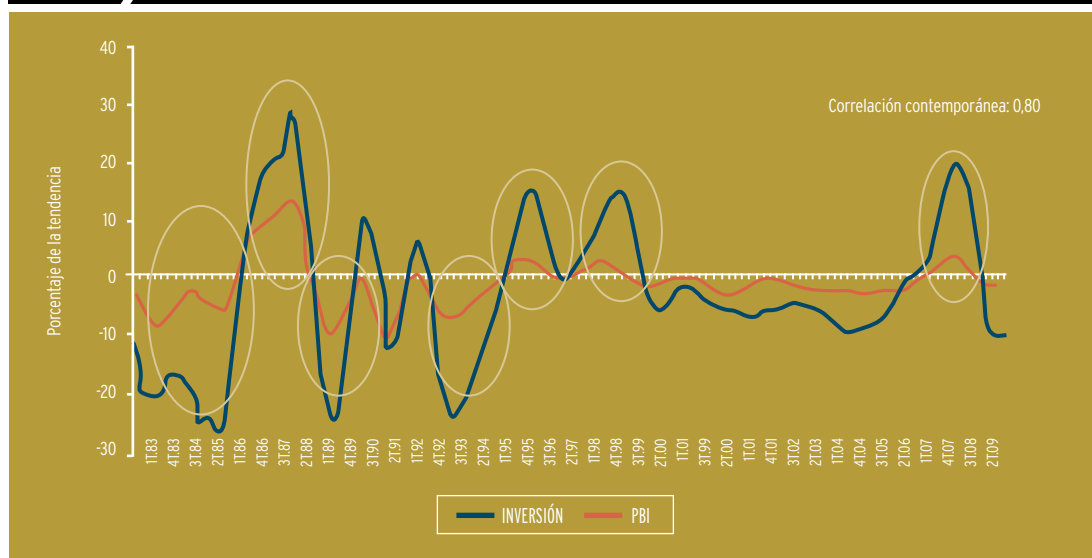
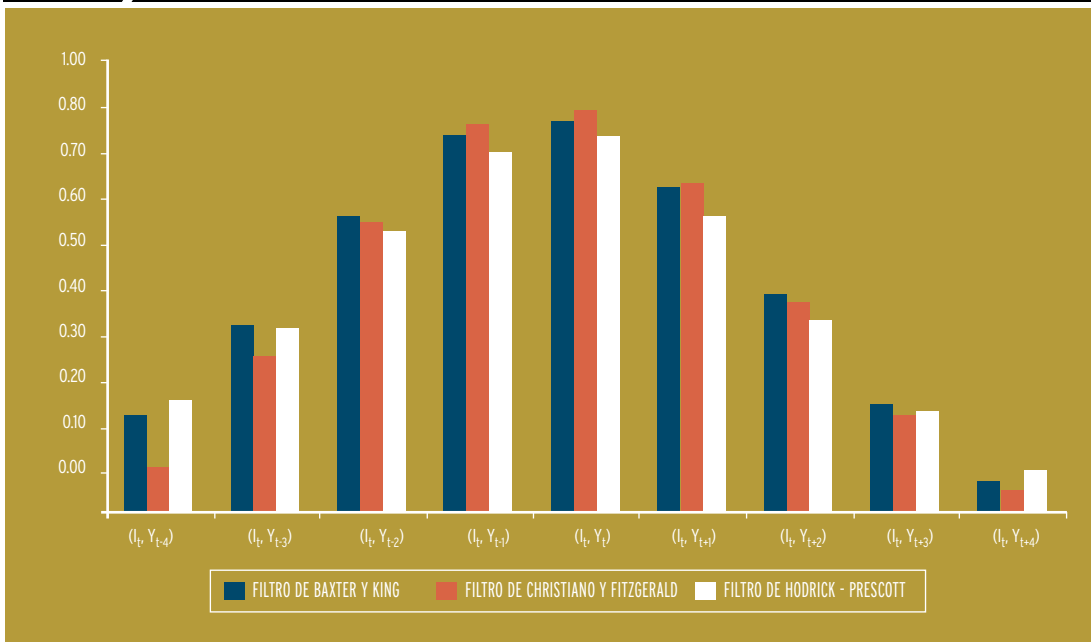


GRÁFICO 6 ■ Correlación entre componentes cíclicos de la inversión y del PBI



inversión, que alcanzan caídas máximas promedio de 7 y 17 por ciento respecto a su tendencia, respectivamente. En las expansiones el producto sube en promedio hasta 6 por ciento por encima de su tendencia, en tanto que la inversión lo hace en 20 por ciento.

• Asimismo, se observa que durante los episodios de caída del producto por debajo de su tendencia, la inversión explica casi un tercio de esta evolución. En los períodos de recuperación, el rol de la inversión es más importante, dado que llega a explicar más de

dos tercios del cambio en el producto.

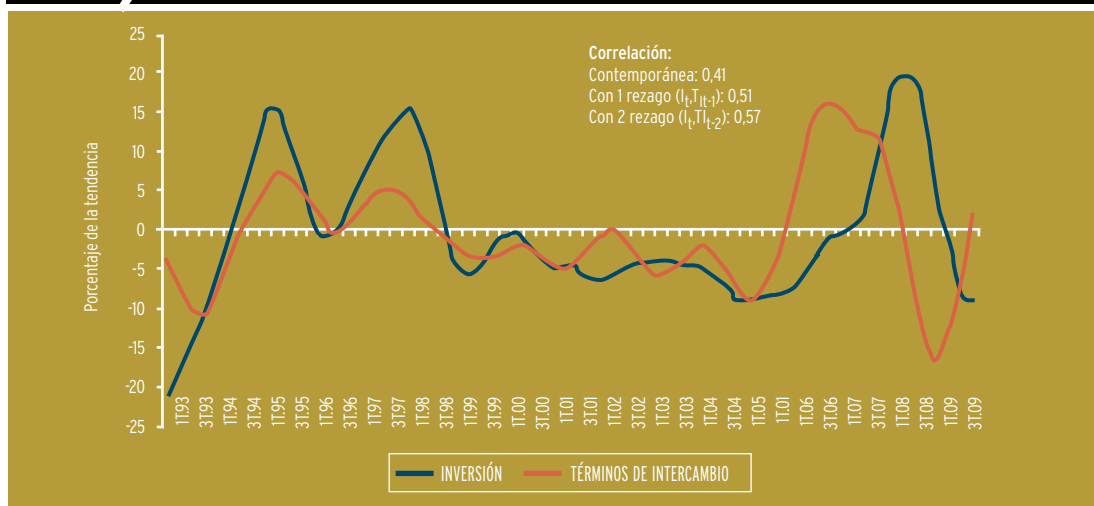
• Las fluctuaciones de la inversión y del producto están sincronizadas. Esto se puede apreciar por medio de la correlación entre los componentes cíclicos de ambas variables. El grado de asociación entre ambas variables es elevado y alcanza su máximo (cercano a 0,9) cuando se utilizan los valores contemporáneos de la inversión y el producto. El Gráfico 6 muestra que la correlación decrece conforme se consideran rezagos o adelantos del ciclo del producto.

CUADRO 1 ■ Principales expansiones y contracciones del PBI respecto a su tendencia

Período	Duración (Trimestres)	Expansión/Caída Máxima (% Tendencia) ^{1/}				(I/PBI) * Cambio en PBI / Cambio en Inversión Privada (%)
		PBI	Trimestre	Inversión Privada	Trimestre	
Por debajo de la tendencia						
1T.83-1T.86	13	-8	4T.83	-26	3T.85	42
4T.88-4T.89	5	-9	1T.89	-24	2T.89	29
1T.90-2T.91	6	-10	4T.90	-13	1T.91	5
1T.92-2T.94	10	-7	3T.92	-25	4T.92	50
3T.98-2T.99	4	-1	1T.99	-6	2T.99	22
3T.00-4T.02	10	-3	2T.01	-6	1T.02	46
1T.09 -4T.09	4	-1	3T.09	-10	3T.09	121
Promedio 2/	8	-7		-17		32
Por encima de la tendencia						
2T.86-3T.88	10	14	4T.87	28	4T.87	22
3T.94-1T.96	7	4	2T.95	16	2T.95	73
3T.96-2T.98	8	3	3T.97	15	1T.98	89
3T.07-4T.08	6	4	2T.08	20	2T.08	109
Promedio	8	6		20		73

^{1/} LA TENDENCIA SE ESTIMÓ UTILIZANDO EL FILTRO DE BAXTER Y KING. SE MUESTRA LA MAGNITUD DE LA CAÍDA O EXPANSIÓN MÁXIMA REGISTRADA EN EL PERÍODO. POR EJEMPLO, UNA CAÍDA DE 8 POR CIENTO SIGNIFICA QUE DURANTE EL PERÍODO CONSIDERADO LA VARIABLE SE UBICÓ HASTA EN 8 POR CIENTO POR DEBAJO DE SU TENDENCIA.
^{2/} NO CONSIDERA AÑO 2009.

GRÁFICO 7 ■ Componentes cíclicos de la inversión y de los términos de intercambio. Filtro de Baxter y King



LA ASOCIACIÓN ENTRE INVERSIÓN PRIVADA Y OTRAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

- Las fluctuaciones de los términos de intercambio también influyen sobre la inversión. Cuando las cotizaciones internacionales de los productos exportados suben, se elevan los ingresos de las empresas y éstas pueden emprender proyectos de inversión con mayor facilidad. Por el contrario, en períodos con fuertes caídas en los términos de intercambio se observan disminuciones importantes en la actividad económica, lo cual reduce los ingresos y deteriora las expectativas de las empresas, impactando negativamente en la inversión privada. El Gráfico 7 muestra la relación positiva entre los ciclos de la inversión y las fluctuaciones de los términos de intercambio alrededor de su tendencia. La correlación máxima entre las fluctuaciones de la inversión y el componente cíclico de los términos de intercambio ocurre con un rezago de dos trimestres. Esto significa que las variaciones en los términos de cambio preceden a cambios en la inversión.

- La inversión también se relaciona con el grado de apertura comercial de la economía. El crecimiento del comercio exterior y la consiguiente adopción de mejores

tecnologías aumentan el atractivo de la economía como destino de inversiones extranjeras e incrementa la eficiencia de las inversiones. Los datos del período 1950 – 2009 muestran que una mayor apertura comercial está asociada a niveles más altos de inversión privada (Ver Gráfico 8).

COMENTARIOS FINALES

La incertidumbre generada por la crisis financiera internacional redujo las expectativas de incremento de la demanda tanto en el mercado externo como interno. Esto se reflejó en una caída de la inversión privada en el año 2009, que acompañó a la desaceleración de la actividad económica. En términos de componentes cíclicos, la caída del producto y la inversión en 2009 es comparable a la registrada a fines de la década de los noventa.

Si bien diversos indicadores como el índice de confianza de los empresarios muestran señales positivas, la solidez de la recuperación de la inversión privada necesita un escenario con políticas orientadas a la mejora en el ambiente de negocios, con acciones tales como la estandarización y agilización de los procedimientos municipales para constituir empresas y para obtener licencias, la difusión de los rankings de clima de negocios a nivel municipal, la facilitación de las habilitaciones urbanas, y la simplificación de los trámites para comercio exterior, así como el aprovechamiento de la complementariedad entre inversión privada y pública. Condiciones como éstas apuntarían a la reducción del costo de ajuste del capital deseado al capital efectivo. Se requiere además agilizar el proceso de concesiones, lo cual dinamizaría la inversión privada y mejoraría la infraestructura para el desarrollo de nuevos proyectos. Tal como se ha mostrado, mientras más vigorosa sea la recuperación de la inversión privada, mayor será la expansión asociada en el producto en los próximos años.

GRÁFICO 8 ■ Inversión privada y apertura comercial

