

LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN PRIVADA Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

EL CASO DE LA PROVINCIA DE CÓRDOBA, ARGENTINA

Los niveles de inversión y el desarrollo económico son dos conceptos que ineludiblemente van de la mano. La necesidad de contar con un conocimiento acabado del proceso por el cual se llevan a cabo las inversiones resulta fundamental para alcanzar el crecimiento económico sostenido y equitativo. Por ende, la construcción de métricas e indicadores que permitan dimensionar el desempeño de esta variable es clave. Este es el caso del Índice de Clima de Negocios e Inversión de la Provincia de Córdoba, un indicador desarrollado por el Instituto de Ciencias de la Administración de la Universidad Católica de Córdoba. El mismo viene midiendo desde hace 4 años la evolución de la actividad económica local y las expectativas empresariales, como así también los determinantes de las decisiones de inversión. Este trabajo resume los antecedentes teóricos y metodológicos del Índice y reseña sus principales resultados, poniendo en evidencia su utilidad como instrumento para la toma de decisiones de los agentes económicos en un contexto de incertidumbre por ciclos económicos y de pérdida de credibilidad en las estadísticas oficiales.

Palabras Claves: Inversión, Desarrollo, Indicadores

Introducción

El *desarrollo económico* de un país o región es probablemente el principal y fundamental objetivo de la política económica. No sólo se considera importante el crecimiento del Producto Bruto Interno de manera aislada, sino que también debe considerarse qué sectores motorizan la expansión, cómo se distribuyen los resultados del crecimiento en el conjunto de la población, el equilibrio territorial, la sustentabilidad medioambiental y el grado de sostenibilidad a lo largo del tiempo.

Teniendo en cuenta las premisas planteadas con anterioridad, el crecimiento se convierte en desarrollo y permite una mejor calidad de vida de la sociedad en su conjunto -ya que se pueden de esta manera adquirir más y mejores bienes y servicios- sin obviar los *trade-off* que esto acarrea para superarlos.

Haciendo referencia a la *inversión*, en este contexto no sólo importa como un componente esencial de la demanda global y del Producto Bruto Interno, sino que es el factor crítico que determina la formación de capital de una economía. Esto quiere decir, que a medida que se dispone de una mayor dotación de capital, el potencial para la producción de bienes y servicios tenderá a aumentar, generando así un impacto mayor en el bienestar del conjunto de la población, ya que pueden acceder a una mayor cantidad y calidad de bienes para la satisfacción de sus necesidades.

Cuantos más recursos destine un país a la inversión genuina no especulativa, mayor tenderá a ser la acumulación de capital y la cantidad de actividades productivas que se materialicen, generando crecientes niveles de empleo, de recaudación tributaria, de cooperación empresarial, etc. En sentido inverso, Kydland y Zarazaga (2005) plantean que una caída en el stock de capital está asociada con menor productividad laboral y por consiguiente, menores salarios reales. De esto se puede asumir que la generación de un volumen de inversión adecuado para alcanzar un stock de capital deseado debería ser motivo de búsqueda constante tanto de políticos, como empresarios, representantes sectoriales, ciudadanos, etc.

Así, las formas de medir los niveles de inversión actuales y esperados resultan fundamentales al momento de la toma de decisiones, tanto de agentes públicos como privados. La agregación de las decisiones de cada uno de los agentes económicos optimiza la asignación de recursos existentes, permitiendo más y mejores inversiones. Información confiable y accesible es fundamental en este proceso de priorización y definición de estrategias de inversión.

Sin embargo este proceso no es espontáneo ni exento de contradicciones. La experiencia Argentina en los últimos años muestra cómo la pérdida de confianza en el sistema estadístico nacional (a cargo del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, INDEC) genera incertidumbres

que incrementan la aversión al riesgo, activa conductas especulativas y desincentiva la inversión productiva.

El déficit de información económica generado por esta debilidad político-institucional motivó la creación de nuevos indicadores que permitieran al menos aproximar la situación en la que las variables macroeconómicas fundamentales se encontraban. Desde 2012 el ICDA de la Universidad Católica de Córdoba, puso en marcha investigaciones como el Índice del Clima de Negocios e Inversión de la Provincia de Córdoba (ICNIC) o el Indicador Provincial de Expectativas Comerciales de Córdoba (IPEC), con el objetivo de producir y difundir abiertamente información veraz, útil y de calidad a los empresarios, políticos, estudiantes y público en general de nuestra provincia, para mejorar la toma de decisiones y la adopción de estrategias económicas. La premisa de esta iniciativa fue sumar información para mejorar las decisiones y optimizar la asignación de recursos a la inversión y, por ende, contribuir al desarrollo económico.

Antecedentes de la investigación

La inquietud por este aspecto de la dinámica económica no es nueva y se puede hacer referencia a varios estudios en esta materia. Podemos identificarlos dentro de dos líneas claras de investigación que tienden a centrarse en distintos niveles agregados de la inversión, como lo son el enfoque macroeconómico y el microeconómico. En oposición a estos dos, puede encontrarse un tercer tipo de estudios en los cuáles se hace énfasis en las variables referidas a la opinión o expectativas de los consumidores como de los empresarios. En el caso de este trabajo de investigación, nos vamos a enfocar en esta última línea de análisis de la dinámica económica.

Entre los estudios interesados por la incidencia de variables macroeconómicas en la inversión, encontramos estudios como los de Loungani, P. y Rush, M. (1995); Blomstrom, M., Lipsey, R. y Zejan, M. (1996); Everhart, S. y Sumlinsky, M. (2001); Campos, N. y Nugent, J. (2003) y Krishna, K., Ozyildirim, A. y Swanson, N. (2003). Por el contrario, en la perspectiva microeconómica identificamos como principales estudios a: Chirinko, R. y Schaller, H. (1995); Bloom, N., Bond, S. y Van Reenen, J. (2001) y Butzen, P., Fuss, C. y Vermeulen, P. (2002).

Cuando hacemos al abanico de *variables macroeconómicas* nos referimos a: nivel de actividad, la tasa de retorno de la inversión, la incertidumbre, la disponibilidad de financiamiento, los niveles de deuda externa, el tipo de cambio real, el grado de liberalización de la economía y los efectos que la inversión pública tiene sobre la privada. Por otro lado, el volumen de ventas, el flujo de fondos, el costo del capital, el volumen de deuda y su tipo, y el impacto del incremento del capital en el valor de mercado de la empresa, son las *variables microeconómicas* usualmente aceptadas.

Analizando el caso particular de la Argentina, podemos enumerar entre los estudios para dichas variables macroeconómicas a: Bebczuk, R. (1994); FIEL (2002); Kydland, F. y Zarazaga, C. (2002) y Acosta, P. y Loza, A. (2005). Los estudios de variables microeconómicas son escasos a nivel local; se destacan Fanelli, Bebczuk y Pradelli (2003), "Determinants and consequences of financial constraints facing firms in Argentina"; Elosegui, Paladino, Español y Panigo (2006), "Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina"; y Panigo y Oliveri (2007), "Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004". Además podemos mencionar otras investigaciones a nivel latinoamericano, entre las que destacamos a Carrasco, Johnson y Núñez (2005) sobre el caso chileno.

Otro tipo de estudios hacen referencia a variables de opinión o expectativas, tanto en el caso de los consumidores como de los empresarios. Las variables hacen referencia a características subjetivas, por lo que provienen de estudios netamente empíricos sobre percepción y se obtienen mediante encuestas realizadas directamente a los actores que se encuentran bajo análisis. Se interesan por cómo perciben productores y consumidores la situación actual y futura para realizar los desembolsos de inversión y consumo, sin indagar cuáles son los condicionantes sobre los que estos agentes toman efectivamente estas decisiones.

Entre los estudios que recaban datos sobre las percepciones y las expectativas de consumo e inversión en Argentina, se pueden enumerar como los principales: Índice de Confianza del Consumidor (ICC), elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella; el Índice de Confianza del Consumidor, el Ahorrista y la Familia, elaborado por la Fundación Mercado; el Índice de Condiciones Políticas y Económicas para la Inversión (ICI), de la Universidad Católica Argentina; el Índice del Clima Empresarial, elaborado por la consultora Lide-IBOPE; y tanto el Índice del Clima de Negocios e Inversión de la Provincia de Córdoba (ICNIC), como el Indicador Provincial de Expectativas Comerciales de Córdoba (IPEC), llevados a cabo por éste equipo de investigación en el ámbito del ICDA de la Universidad Católica de Córdoba.

Cada uno de dichos trabajos suelen tener una metodología particular, pero pueden existir situaciones en que haya puntos de contacto entre cada uno de sus indicadores. Cabe destacar, que cada uno de ellos, desea mostrar una porción determinada de la realidad a medir.

Expectativas económicas y niveles de inversión: la utilidad de los índices.

La construcción metodológica del instrumento de medición es tan relevante como la definición misma del fenómeno a mensurar. Se presenta aquí una aproximación al concepto de Índice y cuáles serían las maneras correctas de construcción de los mismos.

Primero, debemos considerar que es una herramienta que se aplica en forma sistemática. La forma de construcción de estos índices es de utilidad para dar seguimiento a la percepción que tienen los agentes económicos sobre la confianza para la inversión. Permite resumir información relacionada que se obtiene de dos preguntas: 1) ¿Cómo considera que sea la coyuntura actual de las empresas para efectuar inversiones?; 2) ¿Cómo considera que evolucione el entorno económico para las actividades productivas en los próximos seis meses en relación con los pasados 6 meses?¹

Un buen índice debería reunir las siguientes características: estar inscripto en un marco teórico conceptual; ser específico, es decir, estar vinculado con los fenómenos sociales, económicos y culturales y de otra naturaleza; ser explícito; debe estar disponibles para varios años; debe ser relevante y oportuno para la aplicación de políticas; ser de fácil comprensión para los miembros de la comunidad; sólido, confiable y comparable.²

Se establece que el índice está compuesto por dos propiedades fundamentales como son la validez y la confiabilidad. Sobre éste último atributo, es ampliamente conocida la situación que Argentina vivió -y que actualmente intenta revertir con dispar éxito- en las publicaciones del INDEC. De allí se desprende la necesidad de contar con datos confiables, veraces y de fácil accesibilidad, lo que motivó la construcción y difusión de indicadores que fuesen útiles no sólo a

¹ "Índice de Confianza para la Inversión según los analistas económicos". Banco Central de Costa Rica. Departamento de Investigaciones económicas. Documento de investigación. Febrero de 2005.

² "Sistema de indicadores económicos y sociales: la importancia del análisis integrado". López María Teresa & Gentile Natacha.

los políticos sino también a los empresarios, consumidores, inversores y demás agentes que forman parte de la sociedad.

Específicamente, los índices de confianza son útiles para el análisis de la coyuntura y el seguimiento del ciclo económico; estos se obtienen a partir de las encuestas de opinión y representan las estimaciones individuales de los agentes económicos, lo que se pretende medir es el atributo “expectativas”. Dentro de estos índices de confianza podemos destacar tres tipos, entre ellos: índice del consumidor, índice empresarial, e índices de los analistas económicos.

En este trabajo en particular nos centraremos en el índice empresarial, donde se refiere a la situación de ciertas ramas de actividad y de la economía en general. Como esbozamos con anterioridad, se utiliza información de variables como producción, empleo, nivel de inventarios de bienes terminados, entre otros; es una valoración desde el punto de vista de las unidades microeconómicas que toman decisiones sobre producción. Uno de los componentes del índice es la percepción sobre lo que se espera que sea el clima de inversión en el futuro inmediato.

Dentro de los informes de las encuestas realizadas, aparecen apreciaciones de los consultados acerca de lo que se espera que sea la evolución de la inflación, el tipo de cambio, las tasas de interés y la actividad económica en el corto plazo. Cuando las expectativas de inflación son al alza, el índice muestra una tendencia descendente, por el contrario, cuando las expectativas inflacionarias han sido moderadas, el valor del índice tiende a aumentar.

En conclusión, los índices de confianza son adecuados para conocer las expectativas e información anticipada a corto plazo.

Midiendo el Clima de Negocios

El Índice de Clima de Negocios e Inversión Privada en Córdoba (ICNIC), surge como una contribución a la mejora de la toma de decisiones tanto en nivel provincial como municipal. Se busca comprender la coyuntura que atraviesa el sector productivo en vistas de generar un insumo para las políticas de mediano y largo plazo. Además, se lo puede entender como un insumo que permite comprender las relaciones existentes, entre el sector público y el privado, en función de sus necesidades e inquietudes.

En el ICNIC, se toma como criterio rector el enfoque microeconómico moderno, en el cuál se plantea que la decisión de inversión puede estar influida no sólo por la coyuntura y el corto plazo, sino por un conjunto de variables micro, macro y también de aquellas propias de la estructura económica de una región.

En este caso la construcción del índice se basa en encuestas de percepción sobre un número significativo de encuestados que permita dotar de consistencia a los resultados obtenidos. Se toma como referencia el manual de procedimientos de la Universidad de Michigan para la construcción de indicadores de percepción, en el cuál se codifican las respuestas positivas y negativas, alcanzado un número entre -1 y 1, para cada una. El índice se construye así, a partir de 5 preguntas con alternativas pre-codificadas y cada pregunta cuenta con cinco alternativas posibles, es decir, dos positivas, dos negativas y una alternativa neutral. Como dijimos las preguntas contemplan aspectos políticos, sociales y económicos.

La población a encuestar es de 400 empresas, entre ellos mandos directivos de empresas públicas y privadas que desarrollen alguna actividad en la provincia de Córdoba. La muestra es aleatoria simple, con un 95% de significación, lo que arroja un error estadístico alrededor del 5%.

Con el objetivo de mostrar algunos resultados del ICNIC, se realizará una breve comparación de los datos obtenidos en encuestas realizadas en el cuarto trimestre del 2015 y el primer trimestre del 2016.

Históricamente, los subíndices con mejor desempeño fueron tanto la Situación Económica Actual como Futura, es decir, la percepción que los empresarios tienen sobre cómo se encuentra su negocio y como espera estar en los siguientes meses. Por el contrario, la Política Económica fue hasta hace poco el subíndice de peor valoración, a través del cual los empresarios manifestaban su descontento con las políticas llevadas a cabo tanto por el anterior gobierno nacional como el provincial. Esto hacía que la incertidumbre fuese elevada y el impacto en los niveles de inversión se hizo notable. Así, la inversión tocó mínimos en los últimos trimestres de 2015.

Gráfico 1: Índice del Clima de Negocios e Inversión en Córdoba (índice y subcomponentes)

Fuente: Elaboración propia

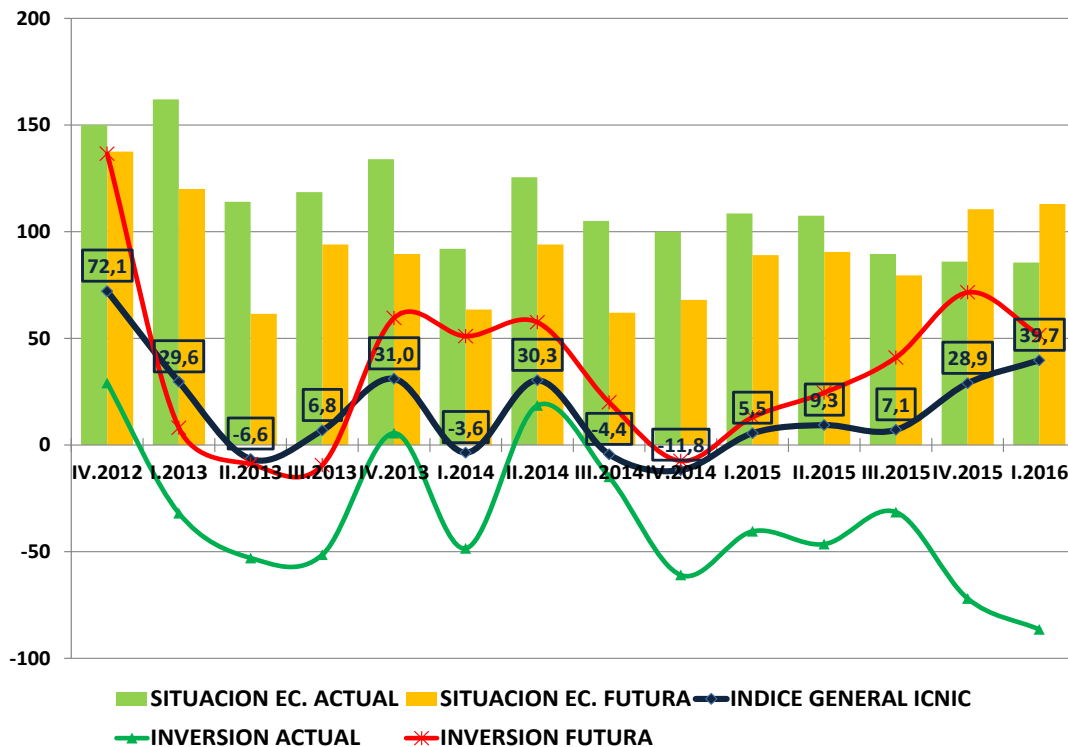
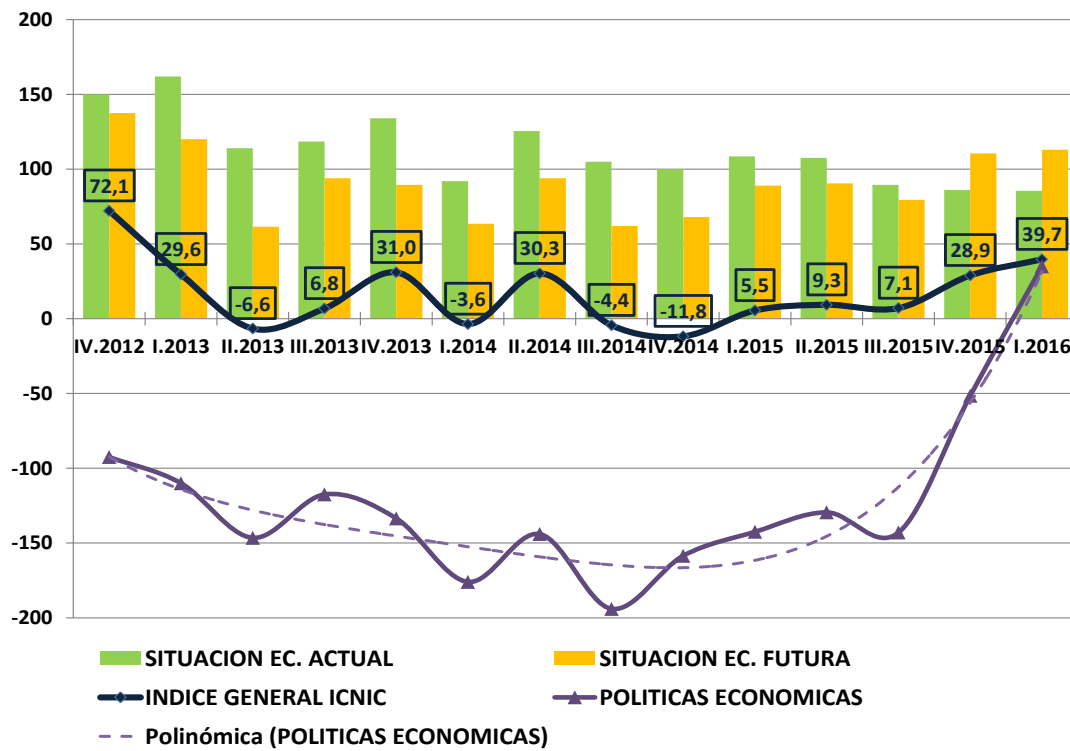


Gráfico 2: Índice del Clima de Negocios e Inversión en Córdoba (índice y subcomponentes)

Fuente: Elaboración propia



El ICNIC mostró una mejora sustancial en las últimas mediciones, aunque también demostró que las inversiones continuaron un proceso sostenidamente negativo, que arrastra desde comienzos del índice. La percepción acerca de la política económica en relación al Clima de Negocios, evidenció un giro total, transformándose de una cuestión netamente negativa a una apreciación fuertemente positiva, a partir del cambio de gobierno en diciembre del año pasado.

Durante el cuarto trimestre de 2015 el ICNIC arrojó una importante mejora luego de un año de estancamiento, producto de un fuerte incremento en las expectativas futuras. La Situación Actual, por el contrario, ha desmejorado de manera significativa respecto a las mediciones previas, debido a la fuerte baja en los niveles de inversión en el último trimestre del año pasado y primero del 2016. Se aprecia una tendencia fuertemente negativa en la Situación Económica de las empresas.

Todo lo anterior se explica debido al marcado declive evidenciado en la actividad económica, los altos niveles de inflación y presión tributaria. Por el contrario, se observa un optimismo motivado por el cambio esperado en las políticas económicas a raíz del cambio de gobierno.

Los empresarios perciben una situación económica actual muy complicada, pero que las medidas implementadas y a realizar por el nuevo gobierno estimularán positivamente el Clima de Negocios y permitirían tanto una recuperación económica como un incremento del volumen de inversiones.

El 56,3% de los encuestados supone que su situación económica será en el segundo semestre del 2016, Muy buena (9,5%) o Buena (46,8%), mientras que el 10% de los mismos estima que su situación económica futura será negativa (9,5%) o muy negativa (0,5%). El 33,8% restante estima una situación “regular”. Lo anterior significa una mejora en las respuestas positivas del 7,7% mientras que las negativas descendieron 4,0%. Interanualmente, las expectativas en cuanto a la situación económica de las empresas ha mejorado un 14,8% habiéndose reducido el porcentaje de respuestas negativas.

El porcentaje de empresas que no estima realizar inversiones o las hará escasamente (14,5%) es muy inferior a aquellas que estiman realizarlas (45,8%). Con respecto a las inversiones planeadas los sectores más optimistas son el comercial y de servicios (57,9%) y el industrial (40,5%).

El subíndice que mide la situación institucional, en relación a los negocios, presentó una mejora considerable y se ubicó en el mejor valor de toda la serie histórica (-54,5). Los empresarios esperan que la política económica aliente al emprendedurismo y las inversiones, facilitando la formación de unidades de negocios.

El 54,3% de los encuestados consideró el contexto institucional como Desfavorable (43,3%) o Muy Desfavorable (11%), mientras que el 12,8% consideró al mismo como Indiferente y el 33,0% lo evidenció favorable (26,5%) o Muy favorable (6,5%).

Los empresarios también fueron consultados sobre la capacidad del nuevo gobierno para solucionar los problemas económicos con lo que se debe enfrentar, y cómo impactarían en sus empresas las medidas económicas que pudieran tomar. Esto reflejó un fuerte optimismo de parte de los hombres de negocios en torno al cambio de gobierno, ya que cerca de 8 de cada 10 encuestados respondió positivamente a ambas preguntas.

Respecto a la capacidad para solucionar los problemas económicos, el 33,8% afirmó que el nuevo gobierno se encuentra absolutamente en condiciones de hacerlo, el 49% dijo que era capaz pero que sólo podría aportar soluciones parciales, el 9,8% dijo no considerarlo capaz para esto, pero que haría algunas mejoras y el 7,5% restante lo consideró totalmente incapaz de llevar a cabo esta tarea.

Sobre la consideración de los empresarios respecto al impacto de sus empresas, de las medidas económicas adoptadas por el nuevo gobierno, el 77,8% respondió que lo beneficiaría “mucho” (28,8%) o “algo” (49%), el 7,3% pensó que no tendrían ningún impacto y el 15% restante entendió que lo perjudicarían “mucho” (6,5%) o “algo” (8,5%).

Conclusiones

Este trabajo se realizó buscando presentar algunas experiencias realizadas desde la Universidad Católica de Córdoba y las numerosas razones que motivaron las mismas. De esta forma, no sólo se intentó abordar brevemente los amplios campos que componen este tipo de investigaciones sino también exhibir algunos resultados obtenidos recientemente.

El tema abordado resulta sumamente fructífero para nuevas investigaciones que tomen en cuenta las expectativas e incentivos de los empresarios y agentes decisorios de diferentes países y regiones geográficas. La creación y puesta en marcha de nuevos y mejores indicadores permitirán tanto adelantar los ciclos económicos, haciendo más eficiente la toma de decisiones de los diversos Estados, como también comprender de manera más cabal el proceso a través del cual se llevan a cabo las inversiones productivas, los incentivos que llevan a que las mismas aumenten o disminuyan, y cuáles serían las acciones óptimas que permitirían un mayor volumen de inversiones que logren impulsar el desarrollo económico en las economías latinoamericanas. En la agenda de investigación futura se estudiarán los procesos de toma de decisiones empresariales en materia de inversión y empleo, a fines de fortalecer las estrategias privadas e incidir en las políticas públicas para el sector.

BIBLIOGRAFIA:

Acosta, P. y A. Loza (2005), "Short and long run determinants of private investment in Argentina", *Journal of Applied Economics*. Vol VIII, No. 2: 389-406

Bebczuk, R. (1994), "La Inversión privada en la Argentina", *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, La Plata, Argentina.

Blomstrom, M; R. Lipsey y M. Zejan (1996), "Is fixed investment the key to economic growth?", *Quarterly Journal of Economics* 111: 269-76

Bloom, N; S. Bond, y J. Van Reenen (2001), "The dynamics of investment under uncertainty", *Institute for Fiscal Studies (IFS)*, Documento de trabajo No. 01/05

Butzen, P; C. Fuss y P. Vermeulen (2002), "The impact of uncertainty on investment plans", *National Bank of Belgium*, Documento de trabajo No. 24

Cmpos, N. y J. Nugent (2003), "Aggregate investment and political instability: An econometric investigation" *Economica* 70: 533-49

Carrasco, O; C. A. Johnson y H. A. Núñez (2005), "Determinantes de la inversión a nivel de la empresa: un análisis de panel para Chile", *Estudios de Administración*, Vol. 12, No. 1.

Chirinko, R. y H. Shaller (1995), "Why does liquidity matters in investments equations?", *Journal of Money, Credit and Banking* 27: 527-48

Cizkowicz, P; S. Paladino, J. Español, P. y D. Panigo (2006), "Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina", *Investigaciones Económicas*, Documento de trabajo No.1, Banco Central de la República Argentina.

Everhart, S. y M. Sumlinski (2001), "Trends in private investments in developing countries statistics for 1970-2000 and the impact on private investment of corruption and the quality of public investment" *IFC Discussion Papers* No. 44, World Bank, Washington D.C.

Fanelli, J; R. Bebczuk y J. Pradelli (2003) “Determinants and consequences of financial constraints facing firms in Argentina”, en Galindo, A. y F. Schiantarelli (eds.): Credits constraints and investment in Latin America.

FIEL (2002), Productividad, competitividad y empresas. Los engranajes del crecimiento, Buenos Aires, Argentina.

Krishna, K; A. Ozyildirim y N. Swanson (2003), “Trade, investment and growth: nexus, analysis, and prognosis”, *Journal of Development Economics* 70:479-99

Labarca N. y L.Hernández (2003) “Determinants of the private investment in Venezuela: an econometric analysis for the period 1950-2001”, *Revista tendencias*, Vol. IV, No.2

Loungani, P. y M. Rush (1995), “The effect of changes in reserve requirements on investment and GNP”, *Jornal of Money, Credit and Bnking* 27: 511-26

Panigo, D. y M. L. Oliveri (2007), “Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004”, Documento de trabajo No. 19, Fundación Centro para la estabilidad Financiera, Buenos Aires, Argentina.

Serven, L. (2002), “Real Exchange rate uncerntainty and private investment in developing countries”, *Domestic Finance Working Papers* No. 2823, World Bank, Washington.