

## APENAS EN TRES SECTORES, LAS INVERSIONES POSIBLES

Inestabilidad cambiaria, inflación en aumento y un nuevo año de caída del salario real son el cóctel perfecto para dinamitar cualquier esbozo de crecimiento de la inversión agregada que permita un salto discreto en la productividad. Se perpetúa así un estancamiento casi ininterrumpido desde 2007. Hasta no estabilizar la macro, el objetivo del gobierno debe ser facilitar el desarrollo de aquellos sectores que, a pesar del contexto, tienen posibilidades de incrementar su capacidad productiva, aumentando el ingreso de dólares y creando empleo al mismo tiempo. Agroindustria, construcción y energía, los indicados.

- Luego de retraerse 18% el año pasado, tocando los niveles más bajos de la historia, la inversión crecerá apenas 8,6% en 2021. Su participación se mantendrá en 13% del PBI, sólo comparable con el año 2002 (12%). La declinación se profundizó en la pandemia, pero no es un fenómeno nuevo, sino que se inició hace más de una década, en 2007. Por lo tanto, la pobre performance inversora se explica tanto por la coyuntura como por problemas estructurales de larga data de la economía argentina.
- Es un dato que hoy la industria está en condiciones de aumentar su producción sin la necesidad de incrementar la inversión. Su actividad ya recuperó los niveles pre pandemia; en diciembre creció 5% respecto de un año atrás. Sin embargo, apenas opera al 62% de su capacidad instalada, con sectores como el automotriz y textil por debajo del 50%. En una economía donde el consumo explica el 70% del producto, la caída de la demanda interna, ligada a los ingresos y al empleo, es el principal obstáculo para dinamizar la inversión. Al cierre del 2021, el salario real acumulará una caída del 24% en cuatro años.
- A su vez, a partir de la crisis de deuda se agregó una nueva restricción: la obligación del BCRA de acumular reservas. La necesaria incorporación de piezas y equipos de más alta tecnología para aumentar la capacidad instalada depende críticamente de las importaciones. Desde 2004 por cada punto de aumento de la inversión, las importaciones crecen 1,3 puntos. La inversión es un proceso que necesita asegurar la disponibilidad de dólares.
- Es evidente entonces que en el corto plazo los únicos sectores que pueden dinamizar la inversión son los exportadores, que dependen menos de la evolución del mercado interno y que cuentan con mayor capacidad de financiar, vía exportaciones o endeudamiento, sus importaciones de capital. De todas formas, hoy las posibilidades de financiarse en el exterior están muy limitadas.

- Desde setiembre, el BCRA restringió el acceso al mercado de cambios para el pago de deuda corporativa. Primero, para las deudas ya contraídas permitió solo la compra de dólares para el 40% del monto a vencer siempre y cuando refinance el restante 60%. Y, en segundo lugar, el jueves pasado el BCRA también modificó los requerimientos para acceder al mercado de cambios para la nueva deuda que emitan las empresas: requieren demostrar haber exportado o que el nuevo endeudamiento es para pagar compromisos en el exterior. El primer pago de capital no puede ser antes de los 3 años desde la fecha de emisión.

- Estas condiciones limitan y encarecen el financiamiento en dólares del sector privado, ya muy restrictivo de por sí, dada la tasa de 15% anual a la que se endeuda el estado nacional. De todas formas, existen empresas que logran otro acceso a tasas más bajas por ser exportadoras o multinacionales. Por caso, el martes último Tecpetrol logró endeudarse al 4% anual en dólares.

- A esta falta de acceso al crédito se suman otros problemas que afectan las oportunidades de inversión. Si bien la presión tributaria es inferior respecto de Brasil, nuestro principal competidor en la región (28% vs 33%), se encuentra por encima del resto de la mayoría de las economías del continente: Estados Unidos (24%), Chile (21%), Colombia (19%), Paraguay (14%), Perú (14%) y México (14%).

- La competitividad de la inversión también depende del nivel y la volatilidad del tipo de cambio real. Hoy, el multilateral se encuentra en niveles de 2011. Sin embargo, desde principios de año, el peso pierde competitividad respecto del real brasileño; el tipo de cambio real bilateral se apreció 3%. La meta de devaluación del 25% anual que explicitó en la semana el ministro Guzmán permiten prever que esa tendencia se mantendrá.

## UNA MIRADA SECTORIAL

- A pesar de los viejos y nuevos limitantes para la inversión, existen sectores que por la especificidad de su demanda están en condiciones de ampliar la capacidad productiva en el corto plazo impulsando la actividad y el empleo. Veamos.

### LA OPORTUNIDAD DEL CERDO

- Más allá de la soja, cuyo precio volvió a aumentar 13% durante enero y 0,3% en lo que va de febrero, las exportaciones de carnes ofrecen grandes oportunidades, principalmente por la consolidación de la demanda china. Se proyecta que este año sus importaciones de carne de origen porcino crezcan 217%, 104% las de vacuno y 170% las de aviar, respecto de los niveles de 2018.

- En particular, el sector porcino ofrece buenas perspectivas. En los últimos seis años sus exportaciones pasaron de 2 mil a 48 mil toneladas, y este año pueden crecer un 50%. Aun así, la Argentina apenas exporta 1,1kg de carne de cerdo por habitante, mientras Brasil vende 5,7kg per cápita al mundo. A su vez, nuestras ventas al gigante asiático apenas representan el 0,1% de su consumo interno de carne de cerdo.

- La producción porcina muestra un adecuado esquema de incentivos. Por un lado, tiene un subsidio a la exportación implícito en la diferencia entre la alícuota de los derechos de exportación de su producto (5%) y la del maíz (12%) o la soja (33%), que son componentes relevantes de sus costos de producción, dado que forman parte del alimento de los cerdos. Al mismo tiempo, los menores costos de transporte en relación con los granos favorecen a las localidades más alejadas de los puertos.

---

## CONSTRUCCIÓN PRIVADA Y ALGO DE OBRA PÚBLICA

- En diciembre la actividad de la construcción creció 4% y ya acumula cuatro meses consecutivos de recuperación. El principal impulso a las obras privadas está en la mayor reducción relativa de los costos en dólares (-61%) respecto de la caída del precio final del metro cuadrado (-15%), todo en comparación con 2017. Esta mejora en la ecuación costo-beneficio, sin embargo, se está licuando de manera gradual, por la aceleración de los insumos de la construcción desde noviembre. De todos modos, para 2021 prevemos que continúe aumentando la actividad en el sector porque los principales incentivos seguirán vigentes: dólar depreciado, escasas oportunidades de inversión de los pesos excedentes y estímulos fiscales a partir de la sanción de una nueva ley que promueve el sector.
- Por su parte, la inversión pública, aunque en menor medida, también va a traccionar inversiones en la construcción. En base al presupuesto 2021 y la capacidad de gestión, proyectamos un aumento de 0,2% del PBI respecto del 1,1% del PBI (nivel históricamente bajo) de 2020. En un año de elecciones, es de esperar un reparto más federal de la obra pública. El año pasado, la distancia entre la provincia que más obra pública por habitante recibió (Santa Cruz, \$46.525) y la que menos (Tucumán, \$2.052) fue notable.

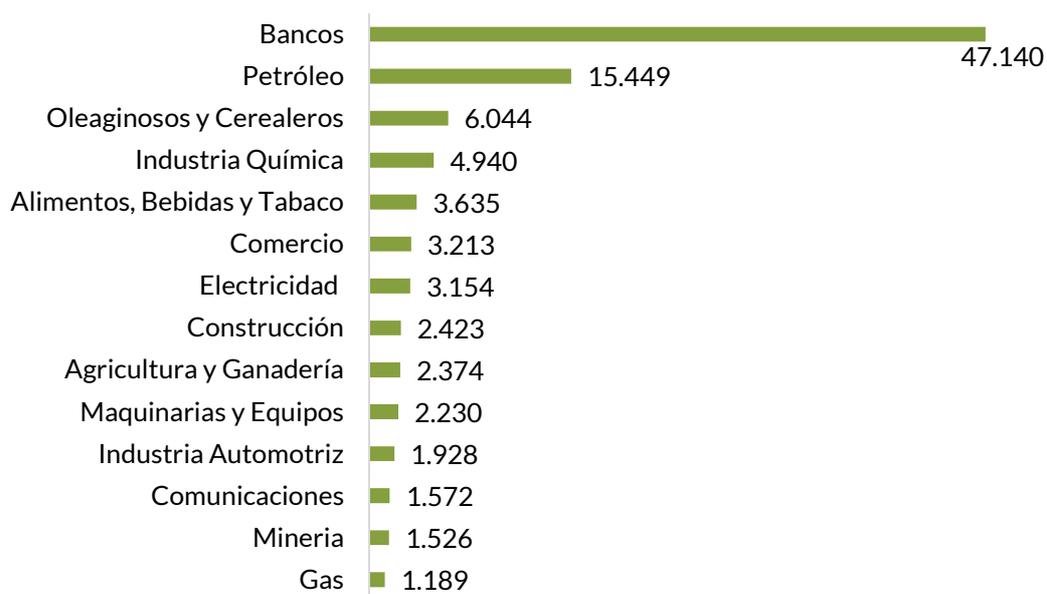
---

## BUENAS PERSPECTIVAS MINERAS

- Los precios de la minería se ubican en niveles elevados. A enero el precio del oro creció 45% respecto a un año atrás, mientras el de la plata 60% y el del cobre 33%. Estos incrementos tornan más rentables los 12 proyectos en marcha, como por ejemplo Veladero (San Juan) y Cerro Negro (Santa Cruz), y otros 10 que pueden iniciarse en Catamarca, Chubut, Salta y San Juan. Entre estos últimos se destacan aquellos destinados a la extracción de cobre como Agua Rica (Catamarca) y Pachón (San Juan). Una buena noticia para las reservas del BCRA, ya que la minería es un proveedor neto de dólares; en 2020 tuvo un saldo comercial positivo de usd 2.300 millones.
- Por su parte, el precio internacional del petróleo, si bien sigue por debajo de los niveles pre-pandemia, también refleja desde noviembre un incremento de 36%. Una buena noticia para la economía argentina. Por caso, es el sector con mayor capacidad para conseguir financiamiento internacional: entre 2015 y 2020 obtuvo USD 15.500 millones. De todas formas, hoy el acceso es muy limitado y su proyección está determinada por el cierre de la renegociación de la deuda de YPF, que enfrenta en marzo vencimientos por USD 412 millones.

## EL APALANCAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA

- financiamiento externo por sector, acumulado 2015-2020, en millones de dólares-



Fuente: Analytica en base a BCRA.

- Las perspectivas petroleras mejoran en Vaca Muerta; en enero se realizaron 662 etapas de fractura (proxy del nivel de producción), el número más alto desde 2019. La menor duración de los yacimientos de *shale* en relación con los convencionales hace que mantener la inversión sea clave para evitar el decaimiento de la producción del sector.
- Más allá del aumento en el precio internacional, las mayores perspectivas del sector energético están dadas por las señales que dio el gobierno con el relanzamiento del Plan Gas. Al garantizarle a los productores un precio y la demanda de Cammesa, generó un marco de previsibilidad que incentiva la producción. Uno de los principales beneficios para el gobierno es sustituir importaciones por USD 5.600 millones hasta 2023.