

Una mirada al proceso de inversión en la Argentina del 2003

1 - Nota metodológica

La Base de Inversiones es el resultado de un relevamiento que realiza el CEP sobre inversiones directas concretadas y proyectadas en la economía argentina.

Las estimaciones se realizan usando, como fuente de información, datos obtenidos a partir de los balances y reportes de las empresas más grandes, material periodístico proveniente de medios especializados nacionales, provinciales e internacionales, información proveniente de otros organismos públicos tales como entes reguladores, gobiernos provinciales, secretarías de agricultura, minería, e información directa de las empresas que resulta de sus comunicados de prensa y reportes para inversores.

Cabe aclarar que los proyectos que se presentan no constituyen la totalidad de los emprendimientos de inversión ejecutados o en vías de ejecución en la Argentina sino sólo aquellos que, por su magnitud o trascendencia, se hacen públicos.

Asimismo, la Base de Inversiones sólo registra aquellas inversiones anunciadas por las empresas. A diferencia de la metodología utilizada en las cuentas nacionales, no utiliza indicadores indirectos para estimar el nivel de inversión, tales como -por ejemplo- cemento para construcciones o importación de bienes de capital.

Los datos que aporta la Base de Inversiones pretenden ser un indicador de las tendencias centrales que evidencia el flujo de negocios del sector privado -tanto en lo que respecta a empresas nacionales como extranjeras- con relación a los sectores productivos que más interés despiertan en el empresariado, los países que poseen una política de inversiones más activa en la economía argentina, etc. Se han clasificado las inversiones según tres rubros: *i) greenfield*, inversiones realizadas "desde cero", que incluye a las nuevas plantas, locales o establecimientos de todas las empresas, incluso aquellas que ya tenían actividad en el país; *ii) ampliación*, que es toda inversión cuyo objetivo es incrementar la capacidad instalada de la empresa; *iii) compras*¹, que corresponde a cualquier transferencia de activos, ya sean adquisiciones o fusiones. Las sumas incluidas en los rubros *Greenfield* y *Ampliaciones* tienden a captar el concepto económico de formación bruta de capital mientras que las transferencias de activos no representan *per se* incremento alguno en la capacidad productiva de la economía, si bien generan impactos de importancia que motivan un relevamiento exhaustivo.

1) En este grupo se siguieron los siguientes criterios: (a) se registró como *fusión* toda operación que haya implicado la unión de activos de dos o más empresas, el cambio de nombre y que las partes fusionadas sigan conservando un rol importante en términos de control accionario; y (b) por el contrario, si se produjo el traspaso total de activos o de una parte importante (que en general implica que el vendedor quede reducido a un rol muy subordinado o limitado a la gestión) se clasificó a tal operación como *adquisición*.

Es necesario especificar que, si bien existen puntos en común con las estimaciones de inversión propias de las Cuentas Nacionales y del Balance de Pagos (en este último caso en relación con la Inversión Extranjera Directa), los montos resultantes de sus estimaciones no son comparables con los surgidos de la Base de Inversiones, fundamentalmente por razones metodológicas y del alcance de las variables que se observan. Por otro lado, las estimaciones de las Cuentas Nacionales y del Balance de Pagos tienen por objetivo medir exhaustiva y precisamente los montos globales invertidos,

mientras que la Base de Inversiones procura ser una herramienta para evaluar tendencias y características generales del proceso de inversión.

2 - Principales resultados obtenidos en el 2003

Según los registros de la Base de Inversiones, el total de inversiones realizadas y proyectadas durante los primeros nueve meses del 2003 ascendió a u\$s 4,195 millones.

Si bien los montos estimados para el año 2003 no resultan comparables con estimaciones para años anteriores (dado que sólo incluyen desembolsos realizados y proyectados hasta septiembre del 2003), no deja de resultar interesante destacar que la cifra correspondiente al acumulado 2003 resultó un 70% superior al total invertido en todo el 2002. Como se puede apreciar, este considerable repunte del total invertido es congruente con el alza captada por otras estimaciones de inversión tales como la del Sistema de Cuentas Nacionales, la cual -salvando las diferencias metodológicas comentadas anteriormente- ha registrado cuatro subas trimestrales consecutivas de la Inversión Bruta Interna Fija entre el tercer trimestre 2002 y el segundo trimestre 2003 (último dato disponible), acumulando en la primera mitad del corriente año un aumento promedio cercano al 30% respecto a igual lapso del año pasado.

Cuadro 1: Inversiones de la Economía Argentina, 2001-2003

Montos en millones de u\$s

	Extranjera			Nacional			TOTAL		
	2001	2002	2003*	2001	2002	2003*	2001	2002	2003*
Trasferencias de Empresas	5290	1028	911	577	45	584	5867.0	1072.6	1494.6
Formación de Capital	10839	751	2170	4032	631	531	14870.6	1382.1	2700.8
TOTAL	16129	1779	3081	4609	676	1114	20738	2455	4195

Fuente: CEP (Base de Inversiones)

* Primero nueve meses

Aún así, no debe olvidarse que esta recuperación de la inversión se realiza desde niveles muy deprimidos, y el monto total invertido incluido en la Base de Inversiones para los primeros tres trimestres del 2003 se ubica un 88% por debajo del nivel de los años 1997-1998 (pico previo al inicio de la recesión).

En este contexto, en las páginas siguientes se analizarán las últimas tendencias en la materia, tanto en lo que tiene que ver con las inversiones en fusiones y adquisiciones de empresas, como las correspondientes a inversiones greenfield y ampliaciones (inversión productiva).

3 - Fusiones y adquisiciones: tendencias recientes

Luego de la lógica disminución en el número de operaciones de fusiones y adquisiciones (F&A) de empresas que trajo aparejado el aumento de la incertidumbre desatado tras el abandono de la convertibilidad, lentamente el mercado está volviendo a despegar, aunque con escalas y orientaciones bien diferentes a las de los años noventa.

En particular, la Base de Inversiones del CEP da cuenta de 69 operaciones de F&A desde enero de 2002 hasta septiembre 2003, de las cuales 48 -por un total de u\$s 1,495 millones²- corresponden al presente año. Claramente, la tendencia que presenta el sector resulta creciente, aunque esta cantidad de operaciones aún es sustancialmente inferior a la de los mejores años de la convertibilidad (nótese que en 1997 y 1998 se contabilizaron un promedio de 209 F&A al año).

Según la clasificación mencionada, en lo que va de este año casi la totalidad de las operaciones correspondió a adquisiciones, mientras que sólo un parte minoritaria correspondió a fusiones.

Ahora bien, a pesar de que este tipo de operatoria también fue predominante en la década pasada, existen una serie de profundas diferencias respecto a lo observado en dichos años.

Origen de las inversiones. A comienzos de la década pasada, las compras de empresas estatales de servicios públicos dominaron la escena, para luego dar lugar a una ola de adquisiciones de empresas nacionales privadas (tanto productivas como de servicios), las cuales fueron llevadas a cabo por capitales de origen extranjero, en su mayoría europeos y estadounidenses. Actualmente, si se excluyen las inversiones en el sector minero (que en su mayoría han sido realizadas por empresas canadienses o australianas) el resurgimiento de las fusiones y adquisiciones es motorizado por las compras realizadas por capitales nacionales o regionales, observándose ya en el 2002 dos casos pioneros: la compra de PECOM por parte de Petrobras, y la compra de Quilmes realizada por la brasileña AmBev (en el 2003 el ejemplo más resonante fue la compra Telecom por parte del grupo argentino Werthein).

Cuadro 2: Principales fusiones y adquisiciones del 2003

Empresa	Comprador	Vendedor	Monto de la operación	Sector
CTI Móvil	Techint (Arg) y Telmex (Mex)	Coinvest (Arg)	u\$s 300 M	Infraestructura
CGC	Southern Cross (Arg)	Grupo Soldati (Arg)	u\$s 220 M	Actividades Extractivas
Minera La Alumbreira	Wheaton River (Canadá)	Rio Tinto (EE.UU.)	u\$s 210 M	Actividades Extractivas
Orígenes AFJP	Grupo BSCH (España)	Bank Boston (EE.UU.)	u\$s 150 M	Financiero
Telecom Argentina	Grupo Whertein (Arg)	France Telecom (Francia)	u\$s 125 M	Infraestructura
Musimundo	Yenny (Arg) y Pegasus (Arg)	Citi Bank, Banco Galicia, Societé Generale, Río	u\$s 110 M	Comercio y Servicios
Minera La Alumbreira	Wheaton River (Canadá)	BHP Billiton (Canadá)	u\$s 65 M	Actividades Extractivas
PecomAgra	Molinos del Grupo Pecom (Arg)	Conagra Foods (EE.UU.)	u\$s 48 M	Industria manufacturera
Banco de Santa Fe	Banco San Juan (Arg)	Fideicomiso administrado por el ABN	u\$s 46 M	Financiero

Fuente: CEP (Base de Inversiones)

Características de las empresas adquiridas. A diferencia de lo que sucedía en los noventa, hoy las fusiones y adquisiciones no se concentran en empresas líderes con sus finanzas ordenadas, sino que abundan las compras de compañías altamente endeudadas. Aun así, obviamente no todas las firmas en esta situación resultan atractivas, sino que las operaciones se llevan a cabo cuando -más allá de la carga financiera que soporta la firma- existe algún "negocio" viable detrás de la empresa, y en aquellos casos en los que se proyecta una renegociación de la deuda con una fuerte quita.

²) Esta cifra corresponde sólo a 39 operaciones, ya que en las restantes iniciativas relevadas no se ha dado a conocer el monto.

Operatoria. En muchos casos, el pago en cash es bajo, y el comprador aporta capital de trabajo y se hace cargo de las deudas, tal como sucedió con Musimundo (recuérdese que el fondo de inversión Pegasus adquirió a la empresa pagando sólo u\$s 10 millones en efectivo, pero haciéndose cargo de una deuda cercana a u\$s 100 millones). Asimismo, se han detectado casos en los que los propios acreedores toman control de la compañía, como ocurrió con OCA (que pasó a manos de un pool de bancos acreedores de la empresa) e Interbaires (que pasó a ser controlada por el Deutsche Bank, el cual luego lo vendió a un grupo inversor argentino).

Tipos de inversores. Actualmente se observa una amplia gama de tipos de inversores, que van desde los inversores “estratégicos”, que optan por comprar empresas que les permitan ganar market share, mejorar o ampliar sus redes de distribución, etc; hasta los inversores “cazadores de oportunidades”, como los fondos de inversión, los cuales buscan oportunidades de negocio en la compra de empresas que hoy presentan un bajo valor de mercado.

Sectores económicos en los que se han concentrado las R&A en el escenario post-devaluación. Se observa que resaltan las inversiones en sectores vinculados a los recursos minerales (minería, petróleo y gas), infraestructura (básicamente en servicios telefónicos, como resultado de los cambios de manos de CTI y Telecom), sistema financiero (en el cual sobresale la compra del 20% del paquete accionario de Orígenes AFJP, por parte del grupo español BSCH al Bank Boston), y algunas cadenas de venta de productos de consumo masivo (comercio). Claramente, se debe remarcar que en el caso de los servicios y el sistema financiero, los inversores tienen un perfil de tipo “cazador de oportunidades”, más que “estratégico”.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que el sector industrial fue el que abarcó el mayor número de operaciones, aunque las mismas representaron un menor monto que las adquisiciones y fusiones realizadas en sectores como actividades extractivas, infraestructura (comunicaciones), y el sistema financiero.

Cuadro 3: Inversiones realizadas en el país por tipo de Operación y Gran Sector

Nueve meses 2003
En Millones de u\$s

Gran Sector	Total en Mill. de u\$s	% de Participación	Cantidad de operaciones	% de Participación
Actividades Extractivas	507.5	34.0%	10	25.6%
Actividades Primarias	92.0	6.2%	1	2.6%
Comercio y Servicios	148.6	9.9%	6	15.4%
Financiero	195.8	13.1%	2	5.1%
Industria manufacturera	102.6	6.9%	17	43.6%
Infraestructura	448.1	30.0%	3	7.7%
Total general	1494.6	100.0%	39	100.0%

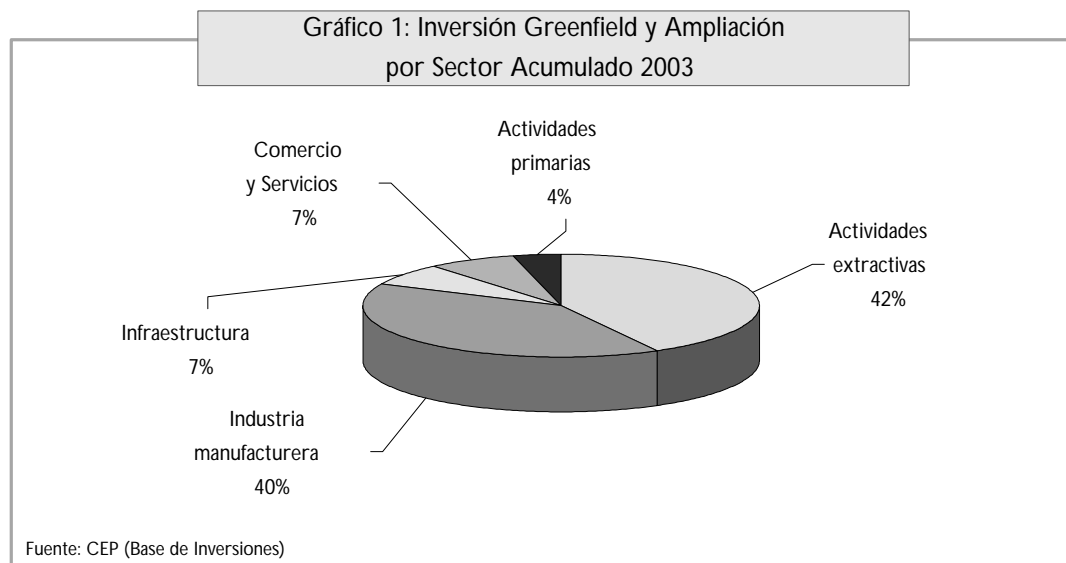
Fuente: CEP (Base de Inversiones)

4 - Inversiones productivas (greenfield y ampliaciones)

La Base de Inversiones del CEP ha relevado un total de u\$s 2,700 millones en concepto de inversiones productivas, de las cuales el 68% corresponde a ampliaciones de plantas ya existentes, y el 32% restante a la apertura de nuevas unidades productivas o comerciales (greenfield).

Distribución sectorial de las inversiones productivas. A nivel sectorial, una de las características salientes del proceso de inversión es que los servicios pasaron a un segundo plano, y se observan más inversiones en el sector bienes. Como era de esperar, este escenario refleja el cambio de precios relativos generado por la devaluación.

Esta importancia de los sectores transables, se manifiesta en el hecho de que las inversiones se concentran básicamente en actividades extractivas (exportable), la industria, e infraestructura (especialmente en construcciones hoteleras, asociadas al desarrollo del turismo).



En el caso particular de la industria, resulta interesante comparar los montos invertidos con el uso de la capacidad instalada que presenta cada rama industrial. Aquí, se observa que por lo general las ramas con mayor uso de la capacidad instalada concentran una porción importante de las inversiones (por ejemplo, las industrias química, siderúrgica y petrolera), aunque también hay sectores en los que se han anunciado inversiones a pesar de que presentan una considerable capacidad instalada ociosa. Este último fenómeno, se debe a que las inversiones en dichos sectores no están destinadas a ampliar su volumen de producción, sino que están orientadas a aprovechar las nuevas oportunidades de negocios que presenta una determinada industria (como la agroalimentaria) o a la incorporación de nuevas líneas de productos (como en los casos de algunas compañías del sector automotriz, como Peugeot -con el lanzamiento del 307- y Toyota -con la producción local de la camioneta Hilux-), entre otras cuestiones.

Mapa territorial de las inversiones productivas. A nivel regional, la Capital Federal y la provincia de Buenos Aires se encuentran al tope de las inversiones para el año 2003 con el 22.4%, seguidos por San Juan (21.4%), Nuequén (14.5%), Salta (6.3%), y Córdoba (5.3%).

Esta importante concentración en la distribución territorial de las inversiones esta estrechamente vinculada a la elevada participación que tiene la Capital Federal y la provincia de Buenos Aires en la producción total de bienes y servicios del país (recuérdese que ambas jurisdicciones representan alrededor de un tercio del PBI agregado).

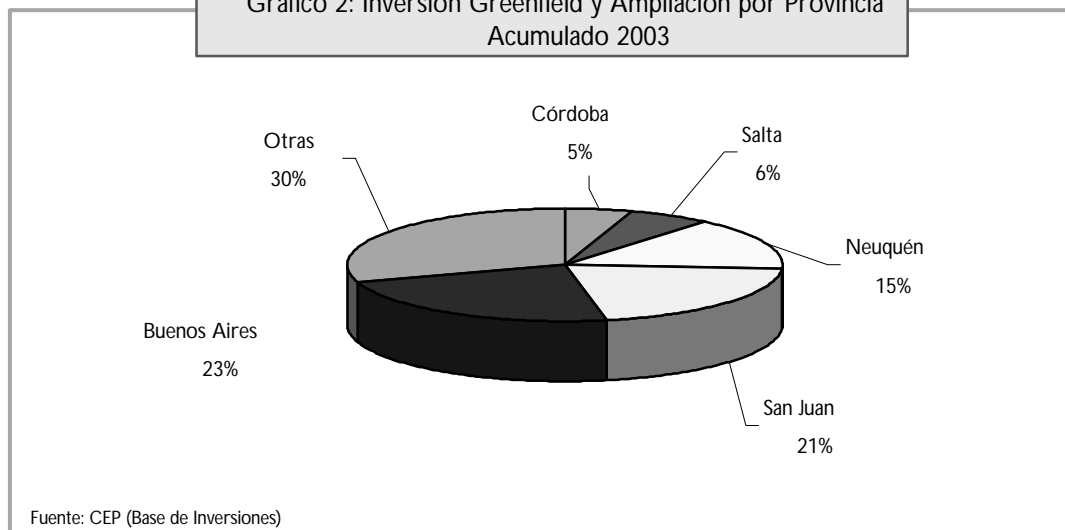
Inversiones y Uso de Capacidad Instalada
 Industria Manufacturera - Acumulado 2003

Rama industrial	Inversión (u\$s Mill.)	Uso de la Capac. Instalada*
Químicos	367	72%
Automotriz	310	21%
Alimentos y Bebidas	161	67%
Refinados de petróleo	97	87%
Metálicas básicas	95	92%
Caucho y plástico	55	59%
Papel y Cartón	24	84%
Textiles	20	76%
Min. no metálicos	12	45%
Resto metalmecánica	5	55%
Tabaco	1	68%
Edición e impresión	0	59%

(*) Promedio primeros 9 meses 2003.

Fuente: CEP e Indec.

Gráfico 2: Inversión Greenfield y Ampliación por Provincia Acumulado 2003

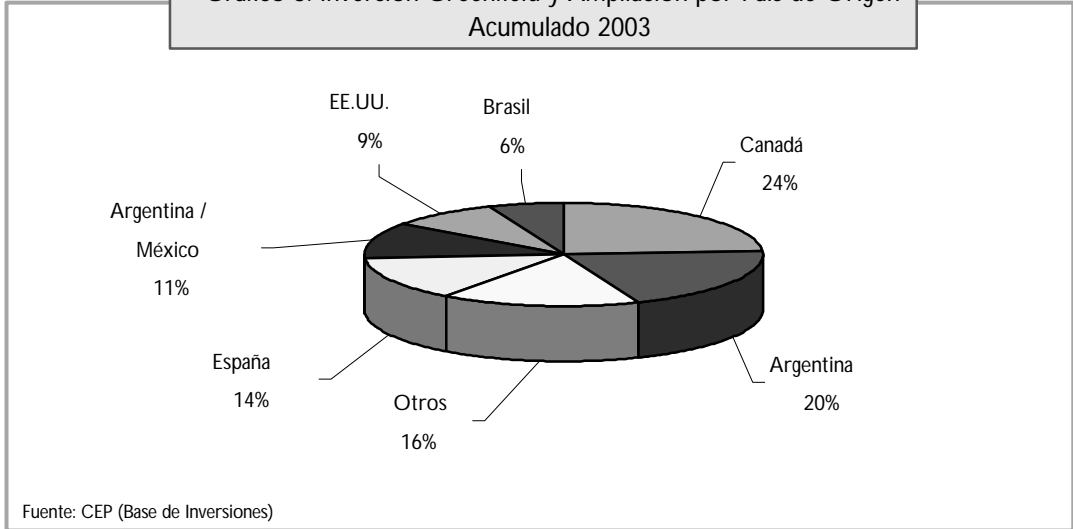


Fuente: CEP (Base de Inversiones)

Pero más allá de esta cuestión estructural de la distribución geográfica de las inversiones, vale la pena señalar el considerable flujo de inversiones dirigido actualmente hacia algunas provincias de la Patagonia y del norte del país (como Salta), a pesar de que su participación en la producción nacional no es tan relevante. Este particular fenómeno responde al hecho de que una parte importante de la nueva ola de inversiones está direccionada a la extracción de recursos minerales (minería) y al sector turismo, las cuales son dos de las principales actividades que ofrecen ambas regiones del país.

Origen de las inversiones. Analizando el origen del capital de las empresas que han realizado las inversiones productivas en el corriente año, se aprecia un importante componente nacional, el cual resulta similar (e incluso superior) al de la mayoría de los países desarrollados, como los de la región del NAFTA y la Unión Europea (nótese que el elevado peso relativo de Canadá en el total, está asociado a los importantes anuncios de inversión realizados por firmas de ese país en el sector minero).

Gráfico 3: Inversión Greenfield y Ampliación por País de Origen Acumulado 2003



5 - Conclusiones

Tal como se observó en los apartados precedentes, en el corriente año las inversiones presentan un considerable aumento en comparación con el 2002, aunque esta mejora se realiza desde niveles deprimidos, y las mismas aún se ubican muy por debajo de los valores pre-crisis.

En este ámbito de recuperación de la inversión, se observa un resurgimiento de las fusiones y adquisiciones, el cual se caracteriza por tener una elevada participación de capitales de origen nacional y regional en comparación con lo observado en la década pasada, en la cual la mayoría de las adquisiciones de empresas eran realizadas por capitales europeos o estadounidenses. Por otro lado, este tipo de inversiones se han concentrado fundamentalmente en actividades extractivas, en infraestructura (telefonía), el sistema financiero, y el comercio.

Por su parte, en el caso de la inversión en capital productivo, ya sea greenfield o de ampliación de plantas ya existentes, la misma se ha concentrado en sectores transables (actividades extractivas, industria, y turismo), destacándose, en términos territoriales, una elevada participación de la inversión no sólo en la Provincia de Buenos y la Capital Federal (dada su elevada participación en el total producido en el país), sino también de algunas provincias patagónicas y del norte del país, en las cuales se desarrollan la minería y el turismo.

Ahora bien, en lo que respecta a las perspectivas para el corto/mediano plazo, se espera una profundización de esta recuperación incipiente del proceso inversor. En el caso de las fusiones, un "polo" posible de atracción de inversiones está dado por el sistema financiero (ya que se prevé una concentración de la banca privada); mientras que por el lado de las inversiones productivas (greenfield o ampliación), es probable que las mismas se concentren en los distintos eslabones de la cadena agroalimentaria, en el sector minero, en la industria (tanto exportadora como sustitutiva de importaciones), y en infraestructura (tanto en lo que respecta a la construcción, como a los servicios -en especial, una vez que se culmine con el proceso de revisión de contratos y eventuales reajustes tarifarios-).