

BRÚJULA

MACROECONÓMICA N°7

*Inventarios a abril alcanzan nuevo máximo,
pero cerrarían a la baja a finales del segundo
trimestre de 2022*

Junio 2022

Cristóbal Gamboni

Carolina Molinare



Observatorio del Contexto Económico

Brújula Macroeconómica N°7

Inventarios a abril alcanzan nuevo máximo, pero cerraría a la baja a finales del segundo trimestre de 2022

Cristóbal Gamboni¹ y Carolina Molinare²

Resumen

- La variación de inventarios se ha comportado de manera pro cíclica en los últimos años, es decir, las empresas han respondido en línea con la variación de la producción a nivel nacional para la mantención de sus niveles de inventarios.
- La variación de existencias como porcentaje del PIB ha aumentado sostenidamente desde 2021. Parte importante de la caída en inventarios en el segundo semestre de 2020 habría respondido a los retiros, que produjeron un shock de demanda que no fue cubierto por completo por una mayor oferta, echando mano a las existencias.
- Para 2022 se ha visto un alza en los inventarios, que estaría explicado por el mayor suministro de bienes e insumos, el aumento de los precios, expectativas de mayores costos y la desaceleración de la demanda.
- De acuerdo a cifras del INE, en abril se habrían alcanzado nuevos máximos, con crecimientos mensuales de 5,5%, 4,4% y 3,6% para los inventarios de industria manufacturera, comercio y minería, respectivamente.
- Las expectativas de inventarios del IMCE para Industria y Minería apuntan a un ajuste a la baja en 2T22. Las disminuciones anuales de un 1% y 9,3% en el IMACEC de abril para la industria y la minería, respectivamente, apuntan en el mismo sentido.
- Por su parte, el crecimiento anual del PIB trimestral parece ser un indicador adelantado del nivel de inventarios, y también apuntaría a un ajuste a la baja en las existencias en el segundo trimestre.
- Por lo tanto, a pesar de los máximos observados en abril, tanto los niveles de producción como las expectativas parecen indicar que los inventarios se ajustarán a la baja hacia finales del segundo trimestre de 2022 (2T22), normalizando sus niveles, y, en consecuencia, convirtiéndose en un factor adicional de incidencia negativa para el PIB en 2T22.

¹ Economista Senior del Observatorio del Contexto Económico de la Universidad Diego Portales (OCEC UDP)

² Investigadora del Observatorio del Contexto Económico de la Universidad Diego Portales (OCEC UDP)

I. Introducción

Aunque dentro del total de inversión son un componente menor respecto a la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias ha tenido una contribución no despreciable en las cifras de crecimiento. Por ejemplo, en 2021, la incidencia de la variación de existencias fue de 3,1pp, mayor a la alcanzada por separado por Construcción y obras y Maquinaria y Equipos (1,8pp y 2,3pp, respectivamente).

Con todo, los movimientos en los niveles de inventarios responden a diversos factores, por lo que no es sencillo adelantar su comportamiento.

En la literatura se han expuesto, a grandes rasgos, dos teorías que explican el rol de los inventarios en el ciclo económico³. La primera es la teoría de la suavización de la producción, que establece que las empresas mantienen el inventario para suavizar la producción en el tiempo y así reducir costos frente a una incertidumbre en la demanda, lo que significa que la producción es menos variable que las ventas y, por tanto, la inversión de inventario es contra cíclica con respecto a ventas.

La segunda, es la teoría de evitar el desabastecimiento, la cual establece que las empresas mantienen el inventario para evitar la pérdida de oportunidad de realizar posibles ventas, ya que la producción toma tiempo y las empresas son incapaces de responder rápidamente a shocks en la demanda. De esta manera, las empresas tienen incentivos a mantener stock para responder a cambios inesperados de la demanda, por lo tanto, la producción tiene mayor volatilidad a las ventas y la inversión en inventario es pro cíclica.

Para Chile, la variación en inventario como porcentaje del PIB ha mostrado un comportamiento pro cíclico en los últimos años, es decir, las empresas responden de igual forma a la producción a nivel nacional para decidir la mantención de sus niveles de inventario. Esto se relaciona con la segunda teoría expuesta y con la evidencia empírica que sostiene la literatura de inventarios.

³ Ver Ramey y West (1997) y Wen (2005).

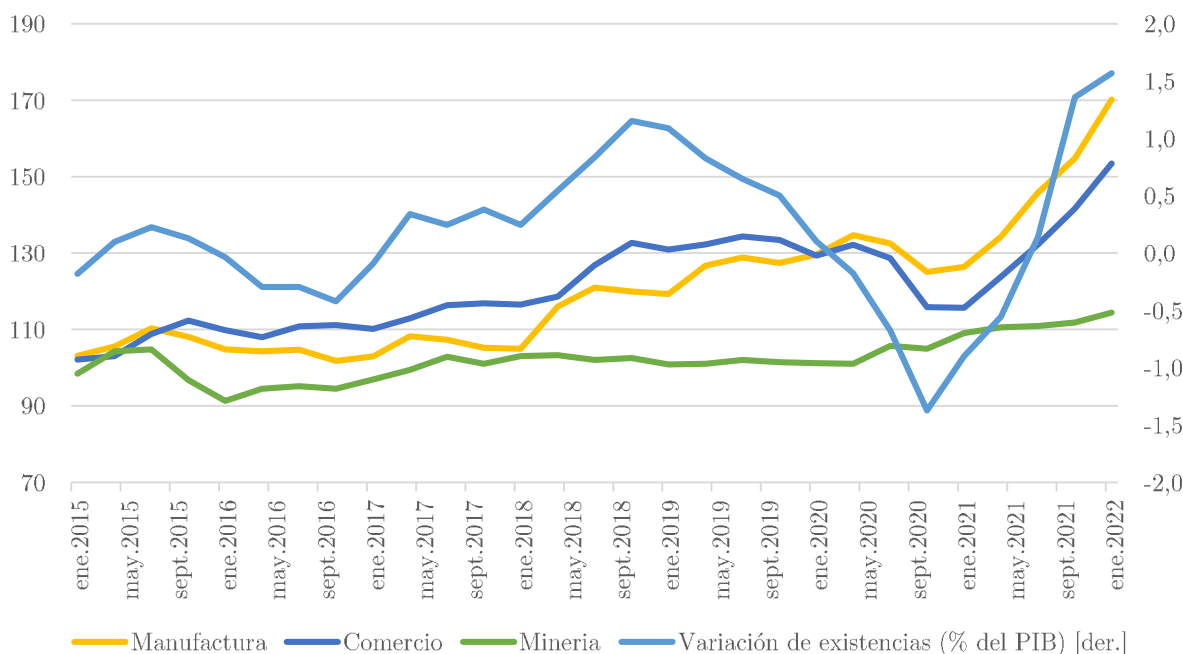
II. Dinámica de Inventarios

La dinámica de los inventarios ha estado muy marcada por la pandemia en lo más reciente. Al observar la variación de existencias como porcentaje del PIB (nominal) en la Figura 1, éstas han aumentado sostenidamente desde 2021 hasta ahora, después de una caída que alcanzó su mínimo en el cuarto trimestre de 2020. Parte importante de la caída en inventarios en el segundo semestre de 2020 habría tenido que ver con los retiros, que golpearon negativamente los inventarios en el sector comercio, donde hubo un shock de demanda que no fue cubierto por completo por una mayor oferta, echando mano a las existencias.

Los inventarios sectoriales reportados por el INE se correlacionan con la variación de existencias como % del PIB de Cuentas Nacionales, y todos estos indicadores muestran un *peak* de inventarios al primer trimestre de 2022.

Figura 1

Índices de inventarios (INE) vs. Variación de existencias (trimestral)



Fuente: INE y Banco Central

El alza en los inventarios puede deberse a diversos factores: i) una normalización, asociada al mayor suministro de bienes e insumos post pandemia, ii)

una expectativa continua de mayores niveles de precios hacia adelante (*competitive storage theory*)⁴, iii) una expectativa de mayores costos de producción, que disminuye el costo de inventarios de bienes finales, o iv) una desaceleración por parte de la demanda más rápida de lo prevista.

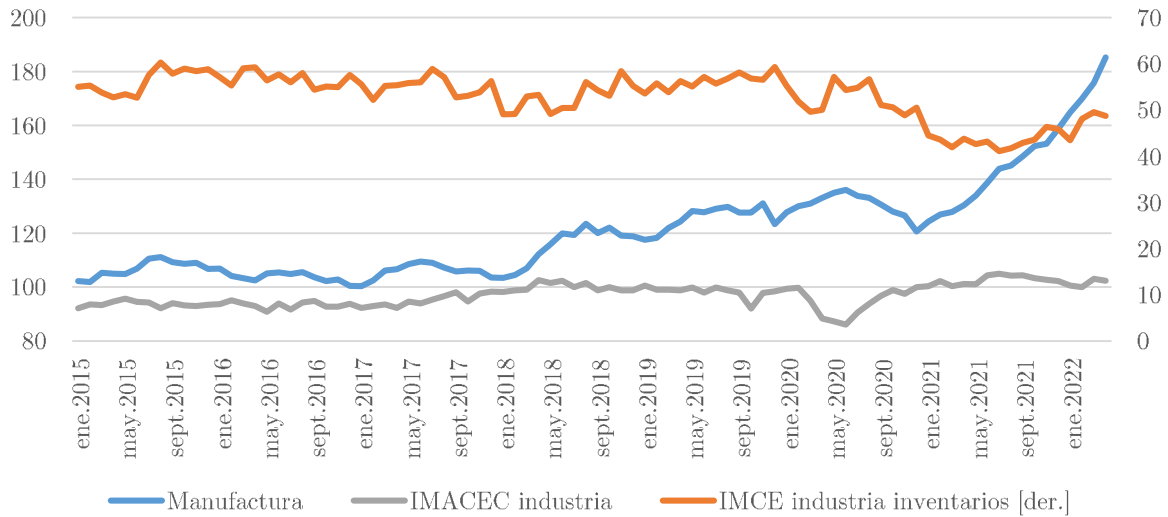
Sin embargo, tanto los niveles de producción como las expectativas de las empresas hacen indicar que los inventarios comenzarán a ajustarse a la baja hacia finales el segundo trimestre de 2022. De acuerdo al último Informe de Percepción de Negocios de mayo 2022, presentado por el Banco Central, en el comercio, “varios consultados informan que gran parte de los problemas de stock del año pasado ya se corrigieron, e incluso en ciertos casos se reconocen excesos de inventarios”, aunque los problemas de transporte internacional podrían agregar una cuota de mesura respecto a la liquidación de inventarios. En minería, “las expectativas continúan positivas a más largo plazo, pues el dinamismo de la demanda y el escaso aumento previsto para la oferta deberían mantener acotados los inventarios y elevados los precios”.

Las expectativas de inventarios del IMCE tanto para Industria y Minería apuntan a un ajuste a la baja. El caso contrario es Comercio, como se muestra en las Figuras 2, 3 y 4. En el caso de la industria, la caída en 1% anual que presentó la industria manufactura en el IMACEC de abril 2022 coincide con el descenso en las expectativas de los inventarios de manufactura. Para la minería, el IMACEC disminuye en 9,3% anual en abril, y las expectativas sobre inventarios también se ajustan a la baja de acuerdo al IMCE, lo que responde a la disminución en actividad que ha presentado este sector. Por otro lado, el comercio tiene una expectativa al alza en el margen para su nivel de inventarios, y de acuerdo al IMACEC la actividad comercial aumentó 9,9% anual en abril, impulsado por las ventas minoristas, lo que da cuenta de que todavía persisten shocks de liquidez que estimulan el consumo, aunque van en retirada. Además, el comercio puede presentar problemas asociados en el transporte de los productos dados las políticas sanitarias de China, lo que pone paños fríos a una normalización rápida de los inventarios.

⁴ Ver, por ejemplo, Deaton y Laroque (1996).

Figura 2

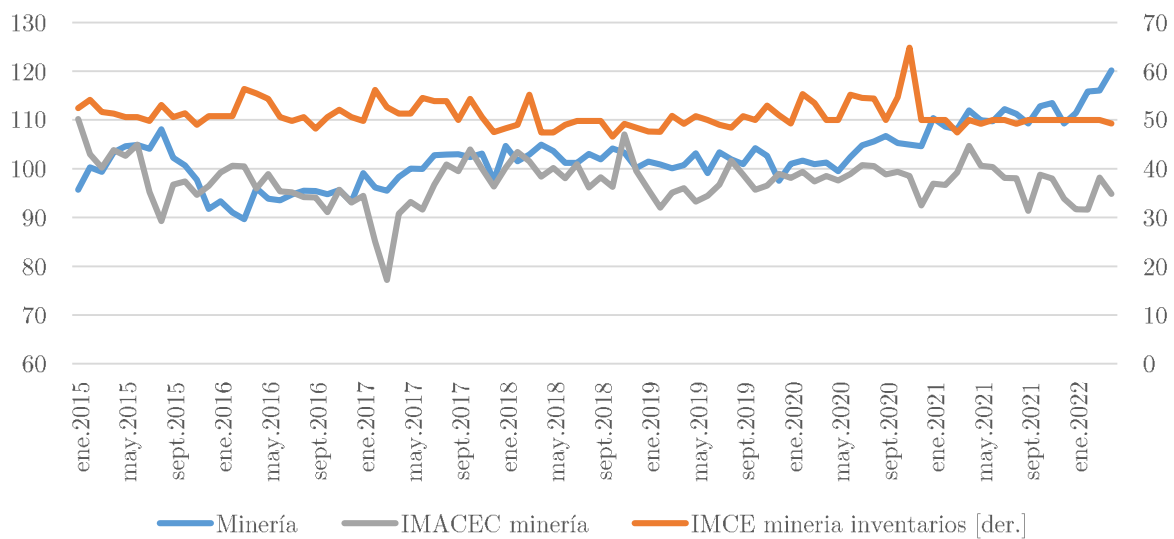
Índice inventarios INE vs IMCE inventarios vs IMACEC desestacionalizado
Manufactura



Fuente: INE y Banco Central

Figura 3

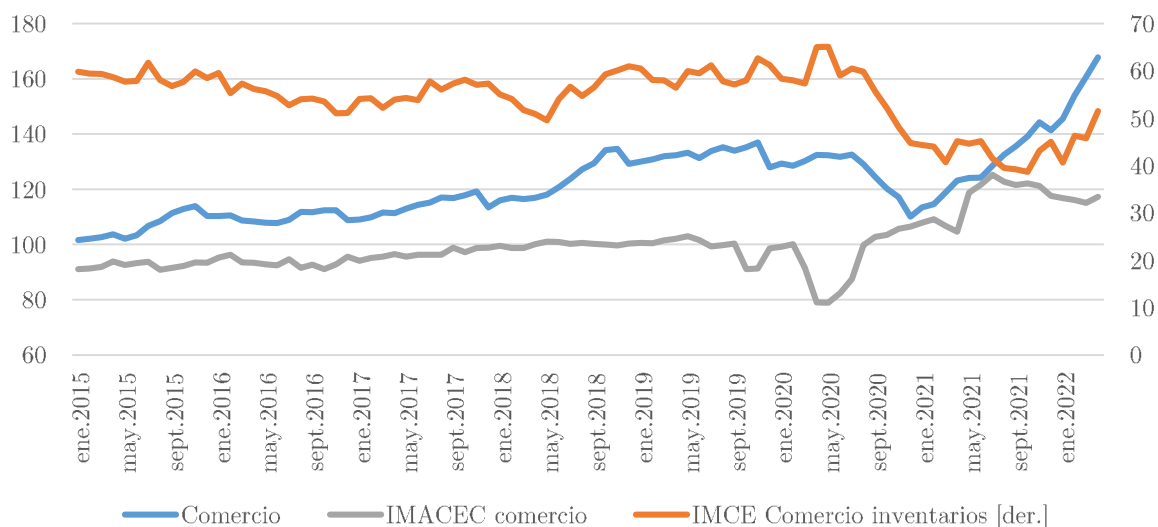
Índice inventarios INE vs IMCE inventarios vs IMACEC desestacionalizado
Minería



Fuente: INE y Banco Central

Figura 4

Índice inventarios INE vs IMCE inventarios vs IMACEC desestacionalizado Comercio

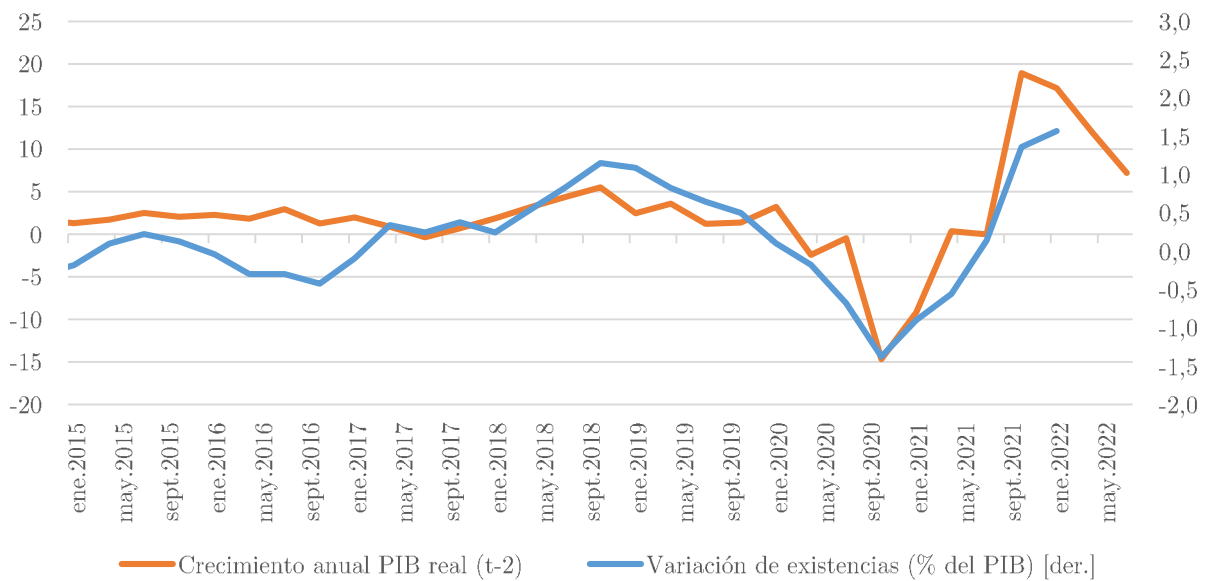


Fuente: INE y Banco Central

Adicionalmente, se observa que el crecimiento anual del PIB rezagado en dos trimestres suele ser un buen indicador líder de los inventarios, y este indicaría un ajuste a la baja para estos en 2T22 (Figura 5). Por lo tanto, de mantenerse el comportamiento pro cíclico en la variación de existencias como porcentaje del PIB, es posible esperar un ajuste a la baja en las existencias en el segundo trimestre del año. Esto se encuentra en línea con las expectativas de las empresas en relación a la disminución de inventarios en manufacturas y minería, aunque comercio resultase tener una senda diferente.

Figura 5

Crecimiento anual del PIB rezagado en dos trimestres vs. Variación de existencias



Fuente: INE y Banco Central

De esta manera, aunque las cifras de inventarios a abril, de acuerdo al INE, son positivas, estimamos que los inventarios comenzarían a disminuir a finales del 2T22, normalizando sus niveles, y, en consecuencia, convirtiéndose en un factor adicional de incidencia negativa para el PIB en 2T22.

Referencias

Banco Central de Chile. (2022). “Informe de Percepción de Negocios mayo 2022”. Banco Central de Chile

Base de datos del Instituto Nacional de Estadísticas.

Base de datos del Banco Central de Chile.

Deaton, Angus y Guy Laroque. (1996). “Competitive Storage and Commodity Price Dynamics”. *Journal of Political Economy*, Oct., 1996, Vol. 104, No. 5 (Oct., 1996), pp. 896-923.

Ramey, Valerie A., y K.D. West. (1997). “Inventories,” en M. Woodford y J. Taylor, eds., *Handbook of Macroeconomics* IB. Amsterdam: Elsevier Science, 1999, pp. 863-927.

Wen, Yi. (2005). “Understanding the inventory cycle”. *Journal of Monetary Economics*.



 **C E C** **udp**

Observatorio del Contexto Económico