



Made in Argentina. Ocho Décadas de Hechos Estilizados de los Inventarios

Juan Manuel Rodriguez Repeti (UBA-IIEP)

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 381

Diciembre de 2025

Los documentos de trabajo de la RedNIE se difunden con el propósito de generar comentarios y debate, no habiendo estado sujetos a revisión de pares. Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no necesariamente representan las opiniones de la RedNIE o su Comisión Directiva.

The RedNIE working papers are disseminated for the purpose of generating comments and debate, and have not been subjected to peer review. The opinions expressed in this paper are exclusively those of the authors and do not necessarily represent the opinions of the RedNIE or its Board of Directors.

Citar como:

Rodriguez Repeti, Juan Manuel (2025). Made in Argentina. Ocho Décadas de Hechos Estilizados de los Inventarios. Documento de trabajo RedNIE N°381.

Made in Argentina. Ocho décadas de hechos estilizados de los inventarios

Juan M. Rodriguez Repetiⁱ

Abstract

Este trabajo presenta la primera serie histórica anual de inventarios de Argentina, que abarca el período comprendido entre 1935 y 2021, y documenta los principales hechos estilizados del comportamiento de los inventarios desde una perspectiva econométrica e histórica. Se identifican quiebres estructurales en la relación entre los inventarios y el producto, lo que permite definir distintos períodos para el análisis de los hechos estilizados. Los indicadores estadísticos muestran, que, para el período completo, los inventarios son procíclicos con la producción, y mantienen una relación positiva con el consumo, la inversión y las importaciones. A su vez no muestran relación con las exportaciones. El análisis de la volatilidad revela que los inventarios son más volátiles que el producto, consumo, inversión y exportaciones. Sin embargo, en el análisis por subperiodos tanto la relación de los inventarios con otras variables económicas y su volatilidad absoluta como relativa cambian dependiendo los hechos históricos. Por último, la desagregación por actividad económica indica que los sectores industrial y comercial representan juntos casi el 70 % del total de inventarios. Además, los sectores no agrícolas representan la mayor parte de las fluctuaciones de los inventarios totales y los inventarios agrícolas se mantienen relativamente estables, pero aportando una parte menor a los inventarios totales.

Palabras clave: Inventarios, Hechos Estilizados, Argentina, Series Históricas.

Clasificación JEL: E00, E32, N16.

ⁱ Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Departamento de Economía. Buenos Aires, Argentina.

CONICET-Universidad de Buenos Aires. Instituto Interdisciplinario de Economía Política. Buenos Aires, Argentina.

Introducción

Si bien los inventarios desempeñan un papel importante en la explicación de las fluctuaciones económicas, al actuar como un mecanismo de transmisión de shocks (Auernheimer & Trupkin, 2014), la mayor parte de la evidencia sobre el papel de estos en las fluctuaciones económicas proviene de economías avanzadas. Por ejemplo, Morley y Singh (2016) vinculan la caída de la volatilidad del producto durante la Gran Moderación con shocks de inventario más pequeños y menos frecuentes, mientras que Sarte et al. (2015) sostienen que cambios en los factores de descuento, inferidos a partir del comportamiento de los inventarios, ayudan a explicar las variaciones en los patrones del ciclo económico desde mediados de la década de 1980. Görtz et al. (2022) documentan la respuesta procíclica de los inventarios ante noticias sobre el nivel de la productividad futura, mientras que Bils y Kahn (2000) identifican una comportamiento contracíclico de la relación inventario-ventas como consecuencia de fluctuaciones en los márgenes y los costos de utilización de factores. A su vez, Benati y Lubik (2014), utilizando un siglo de datos, analizan la evolución de la relación entre inventarios, ventas y tasas de interés a lo largo de los períodos de entreguerras y posguerra en Estados Unidos.

Sin embargo, la evidencia para economías emergentes, y para América Latina en particular, es mucho más limitada. Alessandria et al. (2013) estudian el caso de Chile, mientras que Silva et al. (2022) se enfocan en Brasil. Analizar el comportamiento de los inventarios es importante no solo para documentar los patrones históricos en los ciclos económicos, sino también para comprender su papel como mecanismo de transmisión de shocks en economías emergentes, caracterizadas por su alto nivel de volatilidad. En el caso de Argentina, las reducciones en la inversión en inventarios contabilizan cerca del 20 % de las caídas del producto durante las crisis en el período 1935-2021², lo que resalta la importancia de los inventarios para entender las fluctuaciones económicas del país. Sin embargo, solo un estudio previo abordó el tema (Heymann, 1978), y lo hizo de forma cualitativa, utilizando un indicador de estado de la demanda en relación de la oferta

² Basado en cálculos propios replicando el ejercicio de Blinder y Maccini (1991) con datos anuales de Argentina.

efectiva para estimar la dinámica de inventarios, ya que hasta el momento no existen series históricas de stocks de inventarios para Argentina.

Para cubrir esta brecha, en este capítulo se construye la primera serie histórica anual de inventarios para Argentina (1935-2021), luego se identifican quiebres estructurales en la relación entre inventarios y PBI para definir subperíodos de análisis, y se establece el primer conjunto de hechos estilizados sobre inventarios para Argentina enfocándose en su interacción con la producción, la inversión, el consumo, las exportaciones y las importaciones. Posteriormente se examina la composición sectorial de los inventarios, mostrando que la industria y el comercio, tanto mayorista como minorista, juntos representan más de tres cuartas partes del total de inventarios. De este modo, el capítulo proporciona el primer análisis histórico y cuantitativo de los inventarios en Argentina y contribuye a la escasa literatura sobre inventarios en economías emergentes en general y en América Latina en particular.

El trabajo se organiza de la siguiente manera: la siguiente sección introduce la construcción de la serie histórica de inventarios para Argentina; la Sección II presenta los quiebres estructurales y define los subperíodos de análisis; la Sección III documenta los hechos estilizados; la sección IV presenta el análisis de los inventarios por actividad económica; y, finalmente, la Sección V presenta las conclusiones del trabajo. Por último, se presentan las referencias y anexos.

I. Serie de inventarios para Argentina

En el caso de Argentina, los cambios en las existencias presentan dos fuentes principales de discontinuidad. En primer lugar, la cobertura de los datos varía entre años. En segundo lugar, las series se publican en diferentes monedas, reflejando los frecuentes cambios monetarios asociados a episodios de inestabilidad macroeconómica. Para abordar estas cuestiones, en esta sección se construye la primera serie histórica de stocks y flujos de inventarios para Argentina expresada en una moneda homogénea, utilizando datos de organismos nacionales e internacionales y técnicas de empalme de series temporales. Este procedimiento no solo permite obtener una serie continua, sino que también preserva la dinámica relativa de cada fuente original, garantizando la posibilidad de realizar comparaciones intertemporales.

I.I. Fuentes de datos

La construcción histórica de la serie de inventarios utiliza los datos de la variación de estos provenientes de organismos nacionales e internacionales. Dichas fuentes presentan la información a precios constantes, aunque en distintas bases y monedas.

Para el período 1935-1962, se obtiene la variación de inventarios mediante la diferencia entre la formación bruta de capital y la formación bruta de capital fijo (United Nations et al., 2009), ambas series relevadas por la Oficina de Programación Macroeconómica, expresada en pesos moneda nacional a precios de 1950. Entre 1962 y 1970, los datos provienen del Anuario Estadístico de la República Argentina de 1973, también en pesos moneda nacional, pero a precios de 1960.

Durante los períodos 1970-1980 y 1980-1990, la variación de inventarios se obtiene de la misma oficina, expresada en pesos ley a precios de 1970 y en australes a precios de 1980, respectivamente. Para el período 1990-2000, se utilizan los datos del Banco Mundial, dado que las fuentes oficiales locales no publican información explícita sobre la variación de inventarios³. Esta serie se encuentra expresada en pesos argentinos a precios de 2004. Todas las series mencionadas anteriormente presentan frecuencia anual.

A partir del año 2000 y hasta 2021, se emplea la información proveniente de las declaraciones del impuesto a las ganancias de la Agencia de Recaudación y Control Aduanero (ARCA) de Argentina, que reporta el stock de inventarios inicial y final de cada año, desagregado por actividad económica (Tabla 1). Dado que estos datos se encuentran en valores corrientes, se aplican deflactores para expresarlos a precios constantes y posteriormente calcular la variación de inventarios. Este procedimiento se detalla en la siguiente subsección.

³ Lo hicieron como residuo dentro del consumo o dentro de la discrepancia estadística.

Tabla 1. Fuentes de datos de inventarios

Período	Moneda	Año base	Fuente
1935-1962		1950	Oficina de Programación Macroeconómica
	Pesos moneda nacional (m\$n)		Oficina de Programación Macroeconómica y Anuario Estadístico de 1973
1962-1970		1960	
1970-1980	Pesos ley	1970	Oficina de Programación
1980-1990	Australes (A)	1980	Macroeconómica
1990-2000	Pesos	2004	Banco Mundial
2000-2021	Pesos	2004	Agencia de Recaudación y control Aduanero (ARCA)

Fuente: Elaboración propia.

I.II. Tratamiento de las series

Para la construcción de la serie, en primer lugar, se deflactaron los datos de stock de inventarios iniciales y finales provenientes de ARCA, utilizando el índice de precios implícitos del producto bruto interno (PBI) a precios constantes de 2004. En particular, los inventarios finales de cada año se ajustaron por el índice correspondiente al mismo año, mientras que los inventarios iniciales se deflactaron empleando el índice del año previo.

Dado que los inventarios finales de un año no coincidían con los iniciales del año siguiente, debido a diferencias en los relevamientos, ocasionadas por el inicio de actividad o cierre de empresas, así como también por discrepancias estadísticas en el relevamiento de datos, se supone que los inventarios iniciales de cada año son iguales a los finales del año previo. Esta corrección asegura la coherencia interna de la serie de stocks. Posteriormente, la variación de inventarios se calculó como la diferencia entre los inventarios finales e iniciales de cada año.

Una vez obtenida la variación de inventarios a precios de 2004 para el período 2000-2021, expresada en pesos argentinos, se procedió a homogeneizar las unidades monetarias del resto de las series. Para ello, se aplicaron factores de conversión que reflejan las sucesivas redenominaciones monetarias ocurridas en Argentina: de pesos

moneda nacional a pesos ley 18.188, luego a pesos argentinos, australes, y finalmente a pesos argentinos actuales⁴.

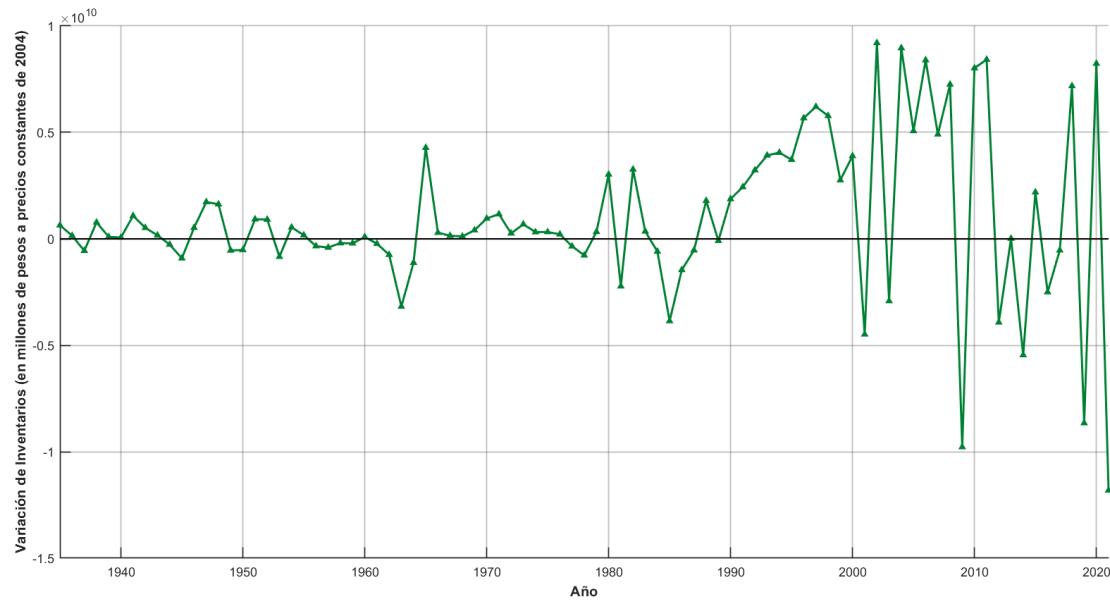
Finalmente, utilizando la serie de variación de inventarios 2000-2021 como base, se aplicó un ajuste proporcional siguiendo la técnica sugerida por el Fondo Monetario Internacional (2017) para el empalme de series temporales en los años de superposición (1970, 1980, 1990 y 2000) de cada una de las series ya convertida en moneda homogénea. Este procedimiento consiste en reescalar las series mediante un factor de empalme definido como la relación entre la serie de referencia y la serie original en el año de solapamiento t_0 :

$$X_t^{ADJ} = X_t^A \frac{X_{t_0}^B}{X_{t_0}^A}, \quad \forall t < t_0$$

donde X_t^{ADJ} representa los valores originales de las series históricas, $X_{t_0}^A$ es el valor de la serie A en el año de superposición t_0 , mientras que $X_{t_0}^B$ es el valor correspondiente de la serie de referencia B en ese mismo año. El cociente $X_{t_0}^B/X_{t_0}^A$ define el ajuste proporcional. Este procedimiento preserva la variación relativa de cada serie original y, al mismo tiempo, garantiza la continuidad temporal. El resultado es una serie continua de variaciones anuales de inventarios para el período 1935–2021, expresada en millones de pesos de 2004 a precios constantes (Gráfico 1).

⁴ Ver: https://www.bcra.gob.ar/MediosPago/Emisiones_antiguas.asp

Gráfico 1. Variación de Existencias en millones de pesos constantes de 2004 (1935-2021)



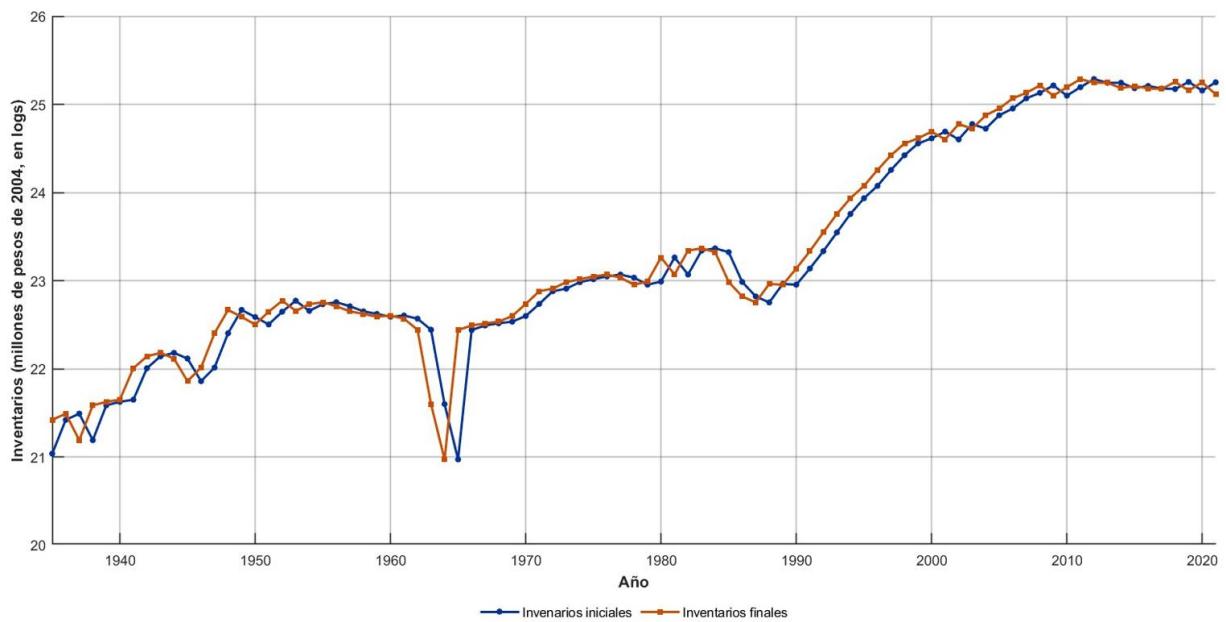
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Tabla 1.

Con esta variación de inventarios y a partir del stock inicial del año 2000 se reconstruyeron los stocks de los años anteriores hasta 1935. Para los años anteriores al 2000 se supuso que el stock final de cada año era igual al stock inicial del año anterior y el stock inicial de cada año igual al stock final menos la variación de inventarios, es decir se iteró la siguiente fórmula para los años 1935 a 1999:

$$S_t = S_{t+1} - \Delta Inv_{t+1}$$

donde S_t denota el stock final de inventarios en el año t , y ΔInv_{t+1} representa la variación anual de inventarios entre los años t y $t + 1$ así se logró construir la primera serie histórica de stock de inventarios de Argentina para el período 1935-2021 (Gráfico 2).

Gráfico 2. Stock inicial y final de inventarios en millones de pesos constantes (1935-2021). Escala logarítmica



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Tabla 1.

Como chequeo de robustez, se compararon los tramos de la serie construida correspondientes a cada una de las series originales. Los resultados muestran que coinciden los siguientes estadísticos descriptivos: (i) Coeficiente de variación; (ii) Curtosis; (iii) Asimetría; (iv) Correlación serial. Esto sugiere que la serie construida mantiene las propiedades estadísticas de cada una de las series originales (Tabla 2).

Tabla 2. Chequeo de robustez de la serie de variación de inventarios (Coeficiente de variación, Kurtosis, Asimetría y Correlación serial)

Estadístico	Series Originales			
	1935-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000
Coeficiente de variación	6,59	1,75	15,86	0,38
Kurtosis	6,08	4,01	-0,55	-0,88
Asimetría	0,75	1,57	-0,20	0,33
Correlación serial	0,11	0,25	-0,13	0,56

Estadístico	Serie construida			
	1935-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000
Coeficiente de variación	6,59	1,75	15,86	0,36
Kurtosis	6,08	4,01	-0,55	-0,88
Asimetría	0,75	1,57	-0,20	0,33
Correlación serial	0,11	0,25	-0,13	0,56

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Tabla 1 y la serie construida en la sección I.

No obstante, la serie presenta algunas limitaciones. En primer lugar, los métodos de relevamiento y procesamiento de la información han variado a lo largo del tiempo, por lo que los datos más recientes resultan más confiables que los correspondientes a los primeros años de las cuentas nacionales argentinas (1935 en adelante). En consecuencia, los valores más antiguos podrían estar sujetos a mayores errores de medición.

Asimismo, la serie de variación de existencias elaborada a partir de los datos de ARCA muestra un comportamiento algo más errático respecto del resto. Ello se explica, en parte, por el ajuste de stocks requerido para el cálculo de la variación de inventarios, y también por una posible subestimación vinculada a la subdeclaración impositiva. Sin embargo, se trata de la fuente más completa y confiable disponible. Cabe señalar que la serie publicada por el INDEC que reporta la variación de inventarios comienza en 2004 y hasta 2017 incorpora la discrepancia estadística del cálculo del PBI, por lo que no reflejaba exclusivamente la variación de inventarios. A partir de 2017, el organismo comenzó a estimar la variación de inventarios de manera independiente mediante el uso de los cuadros de oferta y utilización. El Banco Mundial, a su vez, reproduce los mismos

datos provistos por el INDEC para este período, por lo que sus estimaciones presentan las mismas limitaciones.

En síntesis, las series de stock y variación de inventarios aquí construidas se elaboraron utilizando las fuentes más consistentes y confiables disponibles, con el objetivo de proveer un insumo para estudios posteriores de carácter macroeconómico e histórico, más que como un insumo de cuentas nacionales en sentido estricto.

II. Cambios estructurales

Con el fin de analizar los hechos estilizados de los inventarios en Argentina sin recurrir a una delimitación discrecional de los períodos, se emplean herramientas econométricas para identificar subperiodos definidos por cambios estructurales en la relación entre inventarios y producto. En particular, se construye el cociente entre stock final de existencias y el PBI⁵, y sobre esta serie se aplica la prueba de Bai y Perron (1998), a partir de la cual se detectan rupturas estructurales en dicha relación (Tabla 3).

Tabla 3. Test de Bai y Perron (1998)

Estadístico	Valores críticos		
	1%	5%	10%
	284,21	12,37	8,88
			7,46

Fuente: Elaboración propia en base a la serie construida en la sección I.

Posteriormente, se aplica la prueba secuencial propuesta por Ditzen et al. (2025) para detectar múltiples cambios estructurales en puntos desconocidos de la relación entre inventarios y producto, con el objetivo de identificar los años aproximados en los que se producen dichos cambios. Los resultados permiten identificar cinco quiebres estructurales situados en 1947, 1960, 1976, 1995 y 2008.

Los puntos de inflexión identificados pueden vincularse con distintos acontecimientos económicos e históricos que caracterizaron a cada período. Antes de 1945, Argentina había acumulado un importante nivel de reservas internacionales, producto de los

⁵ Los datos del PBI provienen de las cuentas nacionales de Argentina.

superávits comerciales generados por el aumento de las exportaciones agropecuarias y la reducción de las importaciones de bienes como caucho, hierro y carbón, restringidas por el contexto internacional derivado de la Segunda Guerra Mundial (Cramer, 2002). A partir de 1945, se profundiza el proceso de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), con políticas orientadas al desarrollo de la industria liviana, lo que incrementó la demanda de insumos y bienes intermedios importados.

Desde 1947 se redujo la demanda de productos agropecuarios argentinos, por la profundización de la crisis de postguerra en Europa y la aplicación del Plan Marshall en 1948, con el cual Estados Unidos pasó a ser el proveedor más relevante de productos agropecuarios de Europa, lo que generó un deterioro de las cuentas externas argentinas. Este contexto implicó nuevas restricciones a las importaciones y un incremento promedio cercano a dos puntos porcentuales en la relación entre inventarios y PBI, lo que puede interpretarse como una acumulación estratégica de bienes intermedios e insumos industriales, con el fin de continuar y consolidar el modelo de industrialización por sustitución de importaciones (Belini, 2012) ante las restricciones externas. Este escenario explica el primer quiebre estructural en la relación inventarios-producto en 1947, que delimita un primer subperíodo (1935-1947) caracterizado por la salida de la Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial y la profundización del proceso de industrialización sustitutiva de importaciones en Argentina.

En 1960 se implementaron políticas que marcaron un punto de inflexión en la industrialización del país, promoviendo el desarrollo de industrias pesadas, particularmente la metalmecánica, mediante incentivos a la inversión local y extranjera directa (García Heras et al., 2022). Esta expansión, junto con la recuperación económica posterior al Plan de Estabilización de 1958 (que corrigió desequilibrios macroeconómicos y permitió un aumento del PIB cercano al 8%) y a un mercado interno relativamente pequeño para la época, modificó la dinámica de los inventarios en relación con el producto, reduciendo su peso relativo en el PIB y su volumen en términos absolutos. Este comportamiento podría atribuirse al uso de insumos importados acumulados en años anteriores y el desestockeo de bienes finales importados previamente almacenados durante períodos de restricciones a las importaciones. En consecuencia,

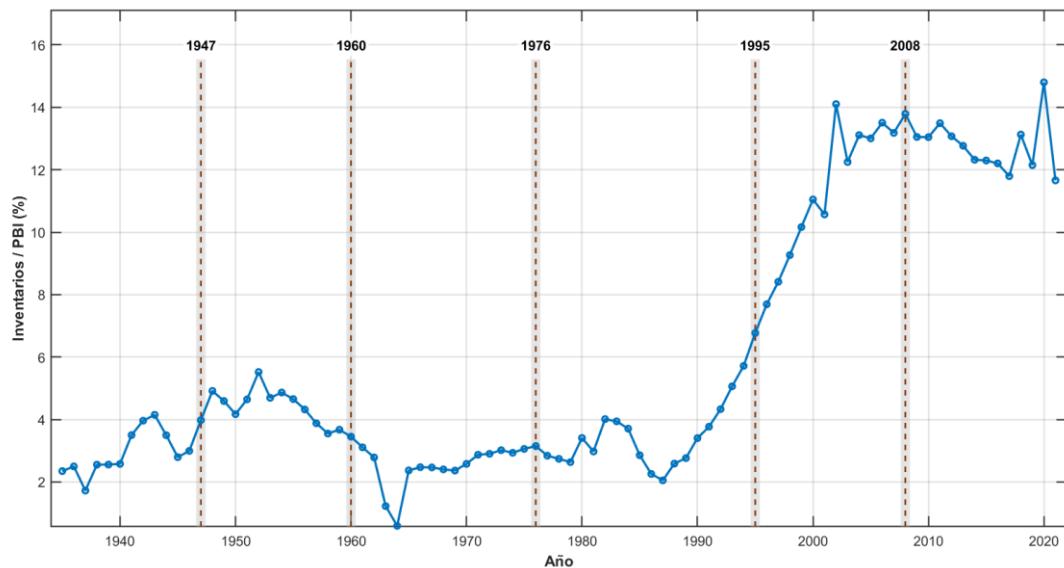
este segundo subperíodo (1948-1960) se asocia con la transición entre el agotamiento del modelo de industrialización sustitutiva de importaciones y el inicio de una nueva etapa de reestructuración productiva en la década de 1960.

El tercer cambio estructural se produce en 1976, coincidiendo con el inicio de la última dictadura militar y la implementación de un proceso de apertura económica acompañado por aumentos de tarifas y una devaluación destinada a corregir los desequilibrios externos acumulados en los años previos. Además, se introdujo una reforma financiera, un incremento del endeudamiento externo y un régimen de tipo de cambio de *crawling peg* que, con el tiempo, derivó en atraso cambiario. En conjunto, estas políticas condujeron al estancamiento de la actividad económica y a una caída de los salarios reales. El quiebre estructural en la relación entre inventarios y producto puede entenderse de la siguiente forma, la mayor apertura comercial permitió a las firmas acceder con mayor facilidad a insumos y bienes importados, reduciendo la necesidad de mantener grandes niveles de stock. Sin embargo, los sectores orientados al mercado interno tendieron a acumular inventarios, ya sea por la sustitución de bienes locales por importados o por la acumulación involuntaria de productos ante la recesión económica. Este cambio marca el fin del período iniciado a comienzos de la década de 1960 y da paso a una nueva etapa (1976-1995) caracterizada por la liberalización económica y la volatilidad macroeconómica.

El cuarto quiebre estructural, identificado en 1995, coincide con la consolidación del régimen de Convertibilidad y la crisis del Tequila, ambos eventos que modificaron la dinámica productiva y comercial del país. A diferencia de los períodos previos, los inventarios comenzaron a exhibir un crecimiento sostenido en relación con el producto. En este contexto, la crisis provocó una contracción del crédito internacional y de la demanda, generando una aceleración en la acumulación de inventarios, probablemente involuntaria, e incrementando así su participación en el PBI. De esta manera, el subperíodo comprendido entre 1976 y 1995 refleja una fase caracterizada por transformaciones estructurales profundas, que culminan con los efectos de la crisis de deuda mexicana.

Finalmente, el último quiebre estructural, identificado en 2008, se asocia con la crisis financiera internacional y su impacto sobre la economía argentina. Aunque el país no enfrentó una crisis bancaria ni de deuda, la fuerte desaceleración del comercio mundial y la caída de la demanda externa podrían haber inducido una acumulación involuntaria de inventarios ante la reducción de las ventas industriales. Este episodio marcó la interrupción de la tendencia creciente en la relación entre inventarios y producto que se observaba desde fines de la década de 1980. De este modo, se delimitan los dos últimos subperiodos de análisis, el primero, desde la crisis del Tequila hasta la crisis *subprime*, y el segundo, desde esta crisis hasta la recuperación postpandemia (Gráfico 3).

Gráfico 3. Inventarios como porcentaje del PBI y cambios estructurales (1935-2021)



Fuente: Elaboración propia en base a la serie de inventarios construida en la sección I.

III. Hechos estilizados

En este apartado se presentan los hechos estilizados de los inventarios en los ciclos económicos y su relación con ciertas variables relevantes para explicar estos ciclos, incluyendo el producto (y), el consumo (c), la inversión⁶ (i), las importaciones (m) y las exportaciones (x). El análisis se realiza, en primer lugar, para el período completo de

⁶ Se considera a la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) como inversión.

estudio y, posteriormente, para cada subperíodo identificado a partir de los cambios estructurales.

Con el objetivo de caracterizar los hechos estilizados, se eliminaron las tendencias de las series utilizando la primera diferencia de las series en logaritmos. A partir de las series filtradas, se calcularon las correlaciones y los desvíos standard, con el fin de evaluar el comportamiento cíclico y la volatilidad (tanto relativa como absoluta) de los inventarios en respecto a las variables mencionadas.

Es importante aclarar que, en el análisis por subperíodos, no fue posible utilizar las correlaciones debido a la escasa cantidad de observaciones, que condicionaba el signo y la magnitud de estas en función del filtro empleado. Por esta razón, se optó por sustituir dicha métrica por el cálculo de las tasas de crecimiento promedio de cada variable en cada subperíodo.

III.I. Comportamiento de los inventarios en los ciclos. Período 1935-2022

Para el período completo (1935-2022), los inventarios muestran una relación cíclica con el producto (0,19), y una relación positiva con el consumo (0,13), la inversión (0,11) y las importaciones (0,11). Esto puede interpretarse en línea con Khan y Thomas (2007) y Ramey (1989), quienes sostienen que en fases expansivas del ciclo económico, ante incrementos del producto y del consumo, las firmas tienden a aumentar su tenencia de inventarios como mecanismo para suavizar intertemporalmente la producción, acumulando existencias en los períodos de expansión para utilizarlas en fases recesivas. A su vez, la relación positiva con las importaciones puede vincularse con lo planteado por Alessandria et al. (2013a), quienes muestran que, en episodios expansivos, las empresas incrementan sus inventarios de bienes e insumos importados para sostener un flujo de producción continuo y evitar demoras asociadas a los tiempos de entrega del comercio internacional. La relación positiva de los inventarios con la inversión va en línea con los resultados documentados por Khan y Thomas (2007), Ramey (1989) y Alessandria et al. (2013) para economías desarrolladas, en donde en los períodos expansivos de la economía incrementa la inversión no solo en capital sino en inventarios para mantener un cierto *target* de stock de inventarios.

Por otra parte, los inventarios presentan correlaciones cercanas a cero con las exportaciones (0,01), es decir, un comportamiento sin relación entre estas variables el cuál difiere de lo documentado por Khan y Thomas (2007), Ramey (1989) y Alessandria et al. (2013) para economías desarrolladas. Esta relación débil probablemente responde a las restricciones externas estructurales y a la prioridad de abastecer la demanda interna, por lo cual la acumulación de inventarios no se tradujo directamente en mayores flujos exportadores.

En cuanto a la volatilidad relativa de los inventarios respecto a otras variables macroeconómicas, los resultados para Argentina muestran que los inventarios son poco más de cuatro veces más volátiles que el producto y más de tres veces y media que el consumo, mientras que son poco más de media vez más volátiles que la inversión y las exportaciones, y presentan niveles de volatilidad similares a las importaciones. Este comportamiento resulta coherente con la evidencia teórica de Khan y Thomas (2007) y Ramey (1989), quienes destacan que las firmas acumulan inventarios como respuesta a shocks positivos de producto o de demanda, generando una inversión en inventarios fuertemente procíclica y más volátil que el producto y las ventas. En estos modelos, la producción fluctúa más que el consumo porque los inventarios actúan como mecanismo de suavización intertemporal, absorbiendo parte de los shocks de demanda y explicando así su mayor volatilidad relativa.

Además, los resultados son consistentes con Aguiar y Gopinath (2007), quienes muestran que en las economías emergentes los shocks de tendencia dominan sobre los transitorios, lo que se traduce en una volatilidad del consumo superior a la del producto, a diferencia de lo observado en las economías desarrolladas. Por último, la menor volatilidad relativa de los inventarios frente a las importaciones y exportaciones puede interpretarse según los hallazgos de Alessandria et al. (2013), quienes argumentan que los costos de ajuste y las fricciones logísticas en el comercio internacional inducen a las firmas a acumular inventarios de bienes importados, amplificando así la volatilidad de los flujos comerciales en relación con la de los inventarios domésticos (Tabla 4).

Tabla 4. Estadísticos de los inventarios con variables macroeconómicas (1935-2021)

Variable	Correlación	Volatilidad relativa de los inventarios
y	0,19	4,62
c	0,13	3,59
i	0,11	1,51
x	-0,07	1,82
m	0,11	1,02

Fuente: Elaboración propia en base a la serie de inventarios construida en la sección I.

Nota: A todas las series se les quitó la tendencia utilizando su primera diferencia en logaritmos.

Si bien el análisis para el período completo (1935-2021) permite identificar hechos estilizados en general entre inventarios, producto, consumo, inversión, importaciones y exportaciones, este análisis agregado no captura las diferencias en el comportamiento de los inventarios a lo largo del tiempo. Por esta razón resulta relevante realizar el análisis por subperíodos.

III.II Análisis por períodos

1935-1947: De la recuperación de la gran depresión a la recuperación de postguerra

Para el período 1935-1947 el producto creció en promedio 1,6% anual, impulsado por la recuperación posterior a la crisis de 1929, las exportaciones de alimentos hacia Europa y Sudamérica durante la guerra y, hacia el final del período, por la profundización del proceso de industrialización por sustitución de importaciones que conllevó al desarrollo de la industria liviana. Sin embargo, el tamaño reducido del mercado interno y la inestabilidad de las exportaciones, afectadas por restricciones logísticas y fluctuaciones en los precios relativos, generaron un entorno de alta inestabilidad macroeconómica.

Durante este período, los inventarios crecieron en promedio 2 puntos porcentuales (p.p.) más que el producto, 2,2 p.p. más que el consumo, 0,6 p.p. más que la inversión y 1,9 p.p. más que las importaciones. Todas estas variables registraron tasas de crecimiento positivas, mientras que las exportaciones se redujeron en promedio 0,7% anual. En consecuencia, los inventarios crecieron 4,3 p.p. más que las exportaciones.

Este comportamiento puede vincularse con las restricciones que enfrentó Argentina para importar insumos (como caucho, carbón, entre otros) y bienes intermedios para la producción. Estas limitaciones, junto con la contracción de la demanda interna e internacional, probablemente condujeron a una acumulación involuntaria de inventarios. A partir de la finalización de la guerra en 1945, el producto comenzó a crecer a tasas mayores, junto con la inversión y las importaciones, que aumentaron cerca de 28% en promedio entre 1945 y 1947, una vez levantadas las restricciones generadas por la guerra. Este contexto dio lugar a un incremento promedio de los inventarios cercano al 12% anual, impulsado principalmente por la acumulación de insumos y bienes intermedios para la expansión del modelo de industrialización por sustitución de importaciones.

En términos de volatilidad relativa, los inventarios fueron 4,96 veces más volátiles que el producto, 4,25 veces más que el consumo y 1,33 veces más que la inversión. En relación con el sector externo, su volatilidad fue 0,68 veces la de las importaciones y 1,45 veces la de las exportaciones. Esta elevada volatilidad refleja cómo la economía argentina habría absorbido los shocks externos y las restricciones de oferta y demanda generadas por la guerra utilizando los inventarios como amortiguadores en la macroeconómica local ante un entorno internacional altamente volátil.

1948-1960: De los primeros años del peronismo al principio del desarrollismo

Durante el período 1948–1960, la economía argentina atravesó una etapa de menor crecimiento promedio en comparación con la fase previa. Tras la expansión de la posguerra y el impulso industrializador del primer peronismo, el producto creció a un ritmo inferior, con una tasa promedio anual del 1,1%, mientras que el consumo lo hizo en 1,2%. Sin embargo, entre 1953 y 1958 ambos mostraron un crecimiento sostenido, con tasas promedio del 2,1% y 1,9%, respectivamente, impulsadas por políticas de ingresos que impulsaron la demanda interna.

Por otra parte, aunque la inversión se expandió a un ritmo promedio del 2% anual, este crecimiento fue menor al del período anterior, probablemente debido a las restricciones a la importación de bienes de capital y al control de capitales, que generaban desincentivos a la inversión privada. En cuanto al sector externo, las exportaciones

prácticamente no crecieron, afectadas por las sequías que redujeron las cosechas agrícolas, mientras que las importaciones cayeron alrededor de 1% promedio anual, en un contexto de recurrente escasez de divisas para la adquisición de bienes intermedios e insumos importados. En este marco, el proceso de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), basado en una fuerte intervención estatal y la orientación hacia el mercado interno, encontró sus límites ante la restricción externa, la baja productividad del sector agroexportador y el agotamiento del ciclo expansivo de la primera posguerra.

En este contexto, la dinámica de los inventarios fue relativamente moderada. El crecimiento promedio de los stocks fue de apenas 0,7% anual, acompañado por una reducción de la volatilidad absoluta cercana al 50% respecto del período previo y una caída significativa de su volatilidad relativa respecto del producto (2,5 frente a 4,96). Asimismo, los inventarios se mostraron menos volátiles que las exportaciones y las importaciones, reflejando el incremento de la volatilidad de estas últimas debido a los recurrentes ciclos de *stop and go*. El menor grado de volatilidad absoluta y relativa de los inventarios en este período puede vincularse con las políticas de control de precios, los cupos de importación y la planificación industrial, que redujeron la exposición de las empresas a shocks de oferta y demanda.

En 1955 se produce el derrocamiento de Juan Domingo Perón y un cambio en el régimen económico, en 1958 un plan de estabilización que reorientó la política económica hacia una mayor apertura al capital extranjero y el redireccionamiento de la inversión hacia sectores de la industria pesada. Para ello, se implementó un ajuste fiscal, se liberalizó el tipo de cambio, se adoptaron políticas monetarias contractivas y se instrumentaron reformas arancelarias y comerciales, entre ellas la eliminación de cuotas de importación (Heras, 2000). Como consecuencia, en 1959 el producto y el consumo cayeron cerca del 3 %, la inversión se redujo en un poco más del 10 %, las importaciones disminuyeron aproximadamente un 5 %, mientras que las exportaciones crecieron un 2,1 % gracias a la devaluación que acompañó la unificación del tipo de cambio; paralelamente, los inventarios cayeron cerca de un 1,4 %, lo cual podría deberse al uso de existencias previas para cubrir la demanda interna en lugar de satisfacerla mediante nueva producción.

Luego del plan de estabilización de 1958, en el período 1961-1975 el producto creció a un ritmo del 1,7% promedio anual, el consumo al 1,3% la inversión al 1,7% las exportaciones cercanas a un 2% promedio anual, las importaciones permanecieron casi constantes y los inventarios se incrementaron en un 1,4% anual.

1960-1975: Del Desarrollismo al “Rodrigazo”

Durante el período 1961–1975, la economía argentina se enmarcó en la etapa del desarrollismo, iniciada con la presidencia de Arturo Frondizi (1958–1962) y consolidada parcialmente durante los gobiernos de Arturo Illia (1963–1966) y Juan Carlos Onganía (1966-1970). Este proyecto económico se caracterizó por la promoción de la industrialización acelerada, la atracción de inversión extranjera y la expansión de infraestructura, junto con políticas de estímulo al mercado interno y cierta protección sectorial. Sin embargo, las continuas restricciones externas, la oposición política interna y la inestabilidad de los gobiernos limitaron la efectividad de estas políticas, generando ciclos de expansión y contracción pronunciados.

Para este período el producto creció en promedio un 1,7% anual, el consumo un 1,3% y la inversión un 1,7%, mientras que las exportaciones alcanzaron cerca del 2% anual y las importaciones permanecieron prácticamente constantes. En cuanto a los inventarios, estos crecieron en promedio un 1,4% anual, aunque presentando alta volatilidad. Entre 1961 y 1963, los inventarios cayeron en promedio casi un 18%, reflejando la contracción de la actividad tras los primeros ajustes implementados por el gobierno desarrollista. Por otra parte, en 1964 se registró la caída más grande en los stocks de inventarios (-57% respecto al año previo), la cual podría ser explicada por un crecimiento significativo de los componentes de la demanda interna, el producto creció cerca de 4%, el consumo 5,9%, la inversión 4,6% y las importaciones 6,3%, mientras que las exportaciones cayeron 3,1%.

En términos de volatilidad relativa, los inventarios fueron casi 13 veces más volátiles que el producto, 7,63 veces más que el consumo y 5,32 veces más que la inversión, mientras que frente al comercio exterior su volatilidad fue menor al resto, pero mayor comparada al período anterior (3,31 veces la de las importaciones y 3,84 veces la de las exportaciones). Esta mayor volatilidad relativa respecto a las variables del sector interno

refleja cómo los inventarios funcionaron como amortiguadores de los ciclos con un rol más importante en la economía interna.

Sin embargo, el fin de la etapa desarrollista estuvo marcado por creciente inestabilidad política y económica durante los años 1973–1975, caracterizada por inflación elevada, déficit fiscal, caída de la producción y conflictos internos dentro del peronismo, agravados tras la muerte de Juan Domingo Perón en 1974. Este escenario generó el comienzo de la dictadura militar de 1976 y el inicio de un nuevo régimen de políticas económicas.

1976-1995: De la dictadura militar a la crisis del Tequila

Durante el período 1976–1995, la economía argentina atravesó una etapa de transformaciones estructurales y alta volatilidad, marcada inicialmente por la dictadura militar instaurada en 1976 y posteriormente por los gobiernos democráticos de Alfonsín y Menem. La implementación de políticas de liberalización económica, apertura comercial y financiera, junto con la reducción del papel del Estado en la economía, buscó estabilizar la inflación y fomentar la inversión extranjera, pero se vio acompañada de fuertes recesiones, crisis de deuda externa y continuas tensiones sociales. El crecimiento promedio del producto fue bajo, en torno al 0,6% anual; el consumo se incrementó apenas un 0,7% anual y la inversión se contrajo (-0,2%). Las exportaciones e importaciones crecieron en promedio 2,4 % y 3% anual, respectivamente, producto de la mayor apertura, lo que evidenció una mayor exposición de la economía argentina al comercio internacional y su vulnerabilidad a shocks externos y a la volatilidad cambiaria.

En este contexto, los inventarios crecieron en promedio 2,3 % anual, aunque su volatilidad relativa respecto del producto (2,79 veces) y del consumo (3,7 veces) fue menor que en períodos anteriores, reflejando la mayor volatilidad de estas variables. Sin embargo, la volatilidad frente a las exportaciones se mantuvo elevada (3,26 veces), dado que las exportaciones presentaron relativamente poca variación durante el período. Por otra parte, la volatilidad de los inventarios fue menor que la de las importaciones, lo que podría explicarse por la apertura de la economía, los episodios de atraso cambiario y la escasez de reservas que provocaban fluctuaciones erráticas en las importaciones.

La alta volatilidad absoluta y relativa de los inventarios frente a otras variables macroeconómicas (excepto importaciones) indica que continuaron reaccionando de manera significativa ante shocks externos y cambios en la política comercial y cambiaria. Este comportamiento sugiere que, aun en un contexto de liberalización y apertura, los inventarios conservaron un rol importante como amortiguadores de las fluctuaciones macroeconómicas, especialmente en la absorción de variaciones en la demanda interna y shocks externos derivados de la liberalización inicial y del esquema monetario de caja de conversión implementado hacia el final del período.

Hacia el final del período, el atraso cambiario favoreció una acumulación sostenida de inventarios, probablemente influenciada por insumos, bienes intermedios y bienes finales importados, en consecuencia, al atraso del tipo de cambio real debido al plan de convertibilidad aplicado a inicios de la década de los '90. Entre 1990 y 1994, los inventarios crecieron en promedio un 8,5 % y las importaciones un 12 %. No obstante, la relación entre inventarios y producto experimentó un quiebre estructural en 1995, durante la crisis del Tequila, ese año los inventarios aumentaron pese a la contracción del producto, interrumpiendo la relación positiva observada en los años previos y marcando el inicio de una nueva fase en la dinámica entre la acumulación de stocks y la actividad económica.

1995-2008: De la crisis del Tequila a la crisis *subprime*

El período 1995–2008 estuvo marcado por la consolidación y posterior colapso del régimen de convertibilidad, seguido de la recuperación poscrisis. Tras el impacto inicial del Tequila, que provocó una caída del producto (-1,3 %), del consumo (-2 %) y de la inversión (-6,1 %) junto con una contracción de las importaciones (-4,5 %), los inventarios registraron un incremento del 6,1 % anual y las exportaciones crecieron 8,8 % anual. Este comportamiento probablemente refleje una acumulación involuntaria de existencias ante la caída repentina de la demanda interna y las dificultades para ajustar la producción en el corto plazo.

Durante la segunda mitad de los años noventa, la economía se recuperó impulsada por el ingreso de capitales y la estabilidad de precios derivada del régimen de convertibilidad, aunque con un marcado sesgo hacia la apertura y el endeudamiento

externo. Entre 1996 y 1998, el producto creció a un ritmo promedio del 5,4 % anual, acompañado por un fuerte aumento de la inversión (9 %) y del consumo (6 %). En este contexto expansivo, los inventarios también se incrementaron en promedio 5,6 % anual, mostrando un comportamiento procíclico en línea con la expansión de la actividad y la acumulación de bienes importados, favorecida por la apreciación del tipo de cambio real.

No obstante, la recesión iniciada en 1998 y profundizada entre 1999 y 2002 revirtió esta dinámica. La contracción del crédito, la deflación y la pérdida de competitividad externa condujeron a la reducción del producto, el consumo, la inversión y las importaciones. En este contexto, los inventarios solo mostraron una reducción significativa en 2001, en el marco de la crisis económica y social, para luego aumentar cerca de un 8 % en 2002, probablemente de manera involuntaria debido a la reducción de la demanda de poco más de 8% y la contracción del producto cercana al 5% para ese año.

A partir de 2003, la recuperación poscrisis, impulsada por la mejora de los términos de intercambio, la expansión de la demanda interna y una política macroeconómica expansiva dio lugar a un ciclo de crecimiento sostenido del producto (8,5 % anual promedio entre 2003 y 2008), la inversión (13 %) y el consumo (7,6 %). En este nuevo contexto, los inventarios retomaron un papel activo en el ciclo económico, creciendo en promedio 9 % anual entre 2003 y 2008, en relación con la recomposición industrial y la expansión del comercio internacional.

En términos de volatilidad relativa, los inventarios fueron 1,28 veces más volátiles que el producto y 1,81 veces más volátiles que las exportaciones. Sin embargo, fueron menos volátiles que el resto de las variables, 0,96 veces que el consumo, 0,36 que la inversión y 0,3 que las importaciones. Estos resultados muestran una disminución de la volatilidad relativa de los inventarios respecto de los períodos previos, reflejando un entorno macroeconómico de mayor estabilidad nominal durante la convertibilidad y una recuperación más ordenada en la etapa poscrisis.

El proceso de crecimiento sostenido iniciado en 2003 se extendió hasta 2008, cuando la crisis financiera internacional la cual produjo distorsiones de precios relativos y problemas de restricción externa que motivaron un mayor nivel de inestabilidad

económica. A partir de entonces, la relación entre inventarios y producto volvió a mostrar una mayor volatilidad y episodios de acumulación y desacumulación asociados tanto a shocks externos como a políticas de control cambiario y comercial.

2008-2021: De la crisis *subprime* a la recuperación postpandemia

El período 2008–2021 se caracterizó por el estancamiento de la actividad económica. El producto creció en promedio apenas 0,2% anual, el consumo 0,3% y la inversión 0,1%, mientras que las exportaciones e importaciones mostraron pequeñas variaciones en la misma línea (−0,1% y 0,5%, respectivamente). En este contexto, los inventarios registraron una leve contracción promedio de 0,3% anual, aunque detrás de ese promedio se observan oscilaciones marcadas asociadas a la crisis financiera internacional de 2008–2009, la posterior recuperación, las crisis cambiarias de 2018–2019, el impacto de la pandemia de 2020 y la posterior recuperación.

Tras la crisis financiera internacional de 2008–2009, la economía argentina registró una rápida recuperación impulsada políticas fiscales expansivas, lo que dio lugar a una fuerte acumulación de inventarios en la primera fase de la década. Sin embargo, la posterior desaceleración a partir de 2012, combinada con controles cambiarios y distorsiones en los precios relativos, derivó en procesos que alternan entre acumulación y desacumulación de inventarios, mostrando un patrón oscilante. Esto podía deberse a la inestabilidad macroeconómica, el agotamiento de un modelo económico impulsado por el consumo mediante el incremento del gasto público, la necesidad de financiamiento y los escases de dividas que provocaron la colocación de políticas que limitaban a los flujos de capitales, a las importaciones y motivaban al acopio de la producción agrícola por poca competitividad del tipo de cambio. La pandemia de 2020 profundizó la caída del producto comenzada en 2018 mostrando una acumulación de inventarios un poco por encima del 4% la cual podría ser involuntaria por el shock inesperado de la pandemia. En el 2021 esto se revierte y hay una caída marcada en los inventarios, lo que denotaría un ajuste de stock mayor que el de la producción para cubrir la recuperación de la demanda.

A pesar del escaso crecimiento promedio, los inventarios mostraron una volatilidad relativa moderada. Su variabilidad fue 1,39 veces superior a la del producto, 1,17 veces mayor que la del consumo lo que revela cierta sensibilidad frente a perturbaciones tanto de oferta como de demanda. Este comportamiento sugiere que los inventarios actuaron como un mecanismo amplificador de las fluctuaciones macroeconómicas, en lugar de atenuarlas.

En comparación con el sector externo, la volatilidad de los inventarios fue similar a la de las exportaciones, aunque algo menor (0,93 veces) y menor que la de las importaciones (0,49 veces). Esta correlación refleja la exposición de la economía argentina a shocks externos y a las restricciones recurrentes de divisas, que condicionaron la capacidad de las firmas para planificar su producción y ajustar inventarios de manera eficiente.

En conjunto, el período combina bajo crecimiento con una dinámica de inventarios inestable. Los episodios alternados de acumulación y desacumulación parecen responder a la interacción entre shocks externos, restricciones financieras y cambios en el régimen macroeconómico. La pérdida de previsibilidad de la política económica y la inestabilidad del entorno cambiario limitaron el rol estabilizador de los inventarios, que en esta etapa pasaron a comportarse de forma procíclica, amplificando las fluctuaciones del ciclo en lugar de amortiguarlas (Tabla 5).

Tabla 5. Estadísticos de los inventarios con variables macroeconómicas por subperíodos

Período	1935-1947	1948-1960	1961-1976	1976-1995	1995-2008	2008-2021
Δy	1,6%	1,1%	1,5%	0,6%	1,4%	0,2%
Δc	1,4%	1,2%	1,3%	0,7%	1,5%	0,3%
Δi	3,0%	2,0%	1,7%	-0,2%	2,2%	0,1%
Δx	-0,7%	-0,1%	2,0%	2,4%	2,5%	-0,1%
Δm	1,7%	-1,0%	0,2%	3,0%	2,4%	0,5%
Δ_{inv}	3,6%	0,7%	1,3%	2,3%	3,8%	-0,3%
σ_{inv}/σ_y	4,96	2,50	12,52	3,14	1,28	1,39
σ_{inv}/σ_c	4,25	2,02	7,63	2,38	0,96	1,17
σ_{inv}/σ_i	1,33	0,70	5,32	1,17	0,36	0,50
σ_{inv}/σ_m	0,68	0,56	3,31	0,65	0,30	0,49
σ_{inv}/σ_x	1,45	0,49	3,84	1,80	1,81	0,93
σ_{inv}	0,10	0,05	0,20	0,08	0,036	0,036

Fuente: Elaboración propia en base a la serie de inventarios construida en la sección I.

Nota: Δ Representa el crecimiento promedio anual de las variables y σ el desvío estándar (volatilidad). A todas las series se les quitó la tendencia utilizando su primera diferencia en logaritmos.

IV. Inventarios por actividad económica

Otro aspecto interesante para analizar es la composición de los inventarios por actividad económica. La disponibilidad de datos desagregados por actividad se encuentra disponible desde 2001, lo que permite identificar diferentes hechos estilizados. La participación de los inventarios de cada actividad se calculó como porcentaje del total de existencias. Para simplificar, se consideran cuatro categorías: i) industria, ii) sector agrícola, iii) comercio mayorista y minorista, y iv) otras, que agrupa todas las demás actividades económicas.

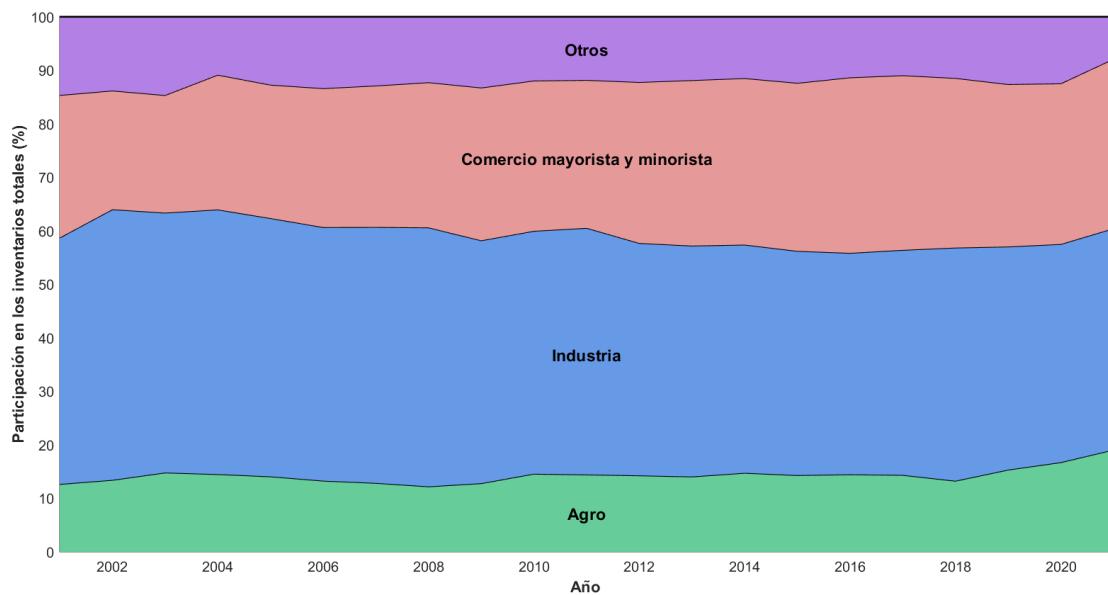
Los resultados muestran que la industria, el comercio total (mayorista y minorista) y el sector agrícola concentran en conjunto alrededor del 88 % del total de inventarios durante el período 2001–2021. Dentro de este grupo, la industria se destaca como la actividad con el mayor stock de inventarios, representando alrededor del 40 % del total a lo largo del período. A principios del período, particularmente en 2002, los inventarios industriales alcanzaron cerca del 51 % del total, su máxima participación, lo que podría explicarse por la caída de la demanda y la actividad provocada por la crisis de ese año. Por otro lado, la menor participación se registró durante 2020, en el contexto de la pandemia, cuando representaban cerca del 41% de los inventarios totales.

El comercio mayorista y minorista ocupa el segundo lugar en términos de participación, con un stock promedio de alrededor del 29 % del total de inventarios entre 2001 y 2021. Su participación se mantuvo relativamente estable a lo largo del período, en torno al 28% hasta 2012 y cerca del 31% en los años posteriores.

El sector agrícola es el tercero en importancia, con un stock que representa aproximadamente el 14 % del total en el período analizado. Su participación se mantuvo estable entre 13 % y 14 % hasta 2018, año a partir del cual se observó una tendencia al alza, alcanzando cerca del 19% en 2021. Este incremento podría vincularse con el atraso cambiario y el desdoblamiento del tipo de cambio, dado que las exportaciones agrícolas debían liquidarse a un tipo de cambio considerablemente menor que el de mercado.

Finalmente, la categoría “otros”, que agrupa el resto de las actividades económicas, mostró una participación promedio del 12% del total de inventarios, con un patrón relativamente constante durante todo el período 2001–2021 (Gráfico 4).

Gráfico 4. Stock de inventarios por actividad económica (en % del total)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la ARCA.

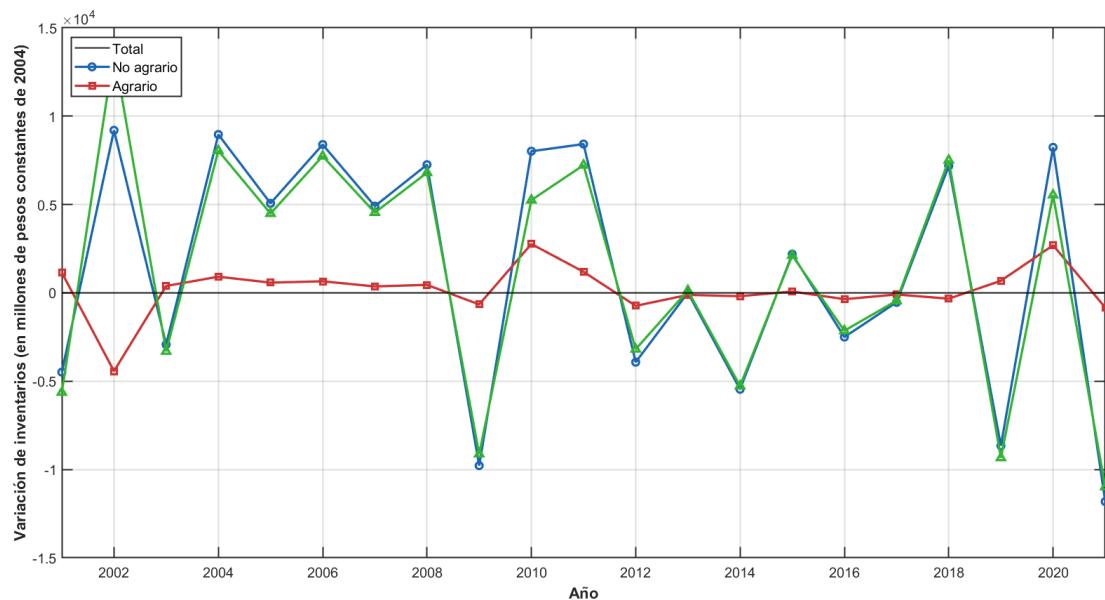
A partir de este análisis se demuestra la importancia relativa de los inventarios no agrícolas (*non-farm*) y que su comportamiento es similar al de los inventarios totales. Para Argentina se construyó la serie de variación y stock de inventarios *non-farm* para el período 1935–2021, con el objetivo de proveer un insumo útil para investigaciones posteriores, complementando los inventarios totales.

Para construir esta serie, en primer lugar, se utilizaron los datos de stocks de existencias totales y agrícolas provenientes de ARCA. Las existencias totales se deflactaron utilizando el índice de precios implícitos del PBI (año base 2004), mientras que los inventarios agrícolas se ajustaron mediante el índice de precios implícitos del producto agrícola, siguiendo el procedimiento explicado en la sección II. Posteriormente, las existencias no agrícolas, tanto iniciales como finales, se calcularon para cada año entre 2001 y 2021 como el residuo de la diferencia entre las existencias totales y las agrícolas.

Este enfoque para los inventarios no agrícolas se basa en dos consideraciones. Primero, el deflactor no agrícola es una combinación ponderada de índices de precios de múltiples sectores, lo que puede reducir su confiabilidad. Segundo, este método garantiza la coherencia entre las existencias agregadas y sectoriales, asegurando que la suma de las existencias agrícolas y no agrícolas sea igual al total, evitando distorsiones por los deflactores. Una vez completados estos pasos, se ajustaron las existencias según lo descrito anteriormente, tanto para las existencias totales como para las agrícolas y no agrícolas. A continuación, se calcularon las variaciones anuales de las existencias para las categorías total, agrícola y no agrícola.

El Gráfico 5 muestra que los cambios en las existencias totales siguen de cerca al componente no agrícola, mientras que el sector agrícola presenta variaciones más pequeñas y estables. Este patrón indica que las actividades no agrícolas impulsan la dinámica agregada de las existencias en Argentina, coherente con observaciones realizadas en otros países (Cesaroni et al., 2011; Khan, 2003). El análisis de correlación lo confirma: el coeficiente entre los cambios no agrícolas y los cambios totales es de 0,989, frente a 0,452 entre los cambios agrícolas y los cambios totales. Estos resultados muestran que las fluctuaciones en las existencias totales están principalmente impulsadas por las existencias no agrícolas.

Gráfico 5. Variación de existencias Totales, agrarias y no agrarias (en millones de pesos constantes de 2004)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la ARCA.

En base a estos hechos estilizados, se elaboró una serie histórica de existencias y variaciones de inventarios no agrícolas. Se asumió que la proporción de inventarios no agrícolas se mantuvo constante durante el período 2001–2021, y se aplicó esta proporción (aproximadamente 85 %) a las existencias totales iniciales y finales para 1935–2000. Este procedimiento permitió obtener las existencias no agrícolas iniciales y finales para dicho período. Utilizando estas series junto con los datos posteriores, se construyó una serie histórica completa de inventarios no agrícolas, de la cual se calcularon las variaciones anuales como la diferencia entre existencias finales e iniciales.

El análisis de hechos estilizados utilizando las existencias no agrícolas produce resultados esencialmente equivalentes a los obtenidos con las existencias totales, ya que el comportamiento de las existencias no agrícolas refleja fielmente la dinámica agregada.

V. Conclusiones

En este capítulo se construye la primera serie histórica de variación y stock de inventarios totales para la economía argentina en el período 1935–2021, utilizando datos de organismos nacionales e internacionales y aplicando técnicas de empalme de series. A partir de esta base, se analiza la dinámica de los inventarios y su rol en las fluctuaciones

económicas, tanto para el período completo como para los subperíodos determinados por cambios estructurales en la relación entre inventarios y producto.

El análisis para el período completo muestra que los inventarios en Argentina exhiben un comportamiento cíclico con el producto, y una relación positiva con el consumo, la inversión y las importaciones, lo que sugiere que actuarían como un mecanismo de ajuste intertemporal de la producción. La evidencia indica que, en fases expansivas, las firmas acumulan existencias para sostener un flujo continuo de producción y reducir los costos asociados a las fricciones de oferta, demanda y comercio internacional, en línea con los planteos de Alessandria et al. (2013a), Khan y Thomas (2007) y Ramey (1989). Esta interpretación se ve reforzada por la elevada volatilidad relativa de los inventarios (más de cuatro veces la del producto y más de tres veces la del consumo), lo que confirma su carácter procíclico y su papel como amplificador de las fluctuaciones de demanda a nivel agregado. Por otra parte, la débil relación con las exportaciones sugiere un comportamiento acíclico, propio de economías con restricciones externas recurrentes, donde las empresas utilizan los inventarios como variables de ajuste frente a shocks.

El análisis por subperíodos muestra cambios tanto en el rol como en la dinámica de los inventarios en los ciclos económicos. Entre 1935–1947, los inventarios crecieron significativamente y con alta volatilidad relativa al producto, reflejando acumulaciones involuntarias ante restricciones de importación y fricciones logísticas derivadas de la Segunda Guerra Mundial. En 1948–1960 el crecimiento fue más moderado y la volatilidad se redujo, en un contexto de controles al comercio exterior y planificación productiva que atenuaron la exposición a shocks. En 1961–1975 los inventarios presentaron un crecimiento promedio anual de 1,3% y alta volatilidad, con episodios extremos de desacumulación entre 1961 y 1964 con una caída promedio cercana al 30%, vinculados al auge del desarrollismo. Durante 1976–1995, pese a la liberalización económica y al bajo crecimiento del producto, los inventarios se expandieron a un ritmo mayor (+2,3% anual) aunque con menor volatilidad relativa, destacándose una fase de acumulación sostenida entre 1990 y 1994. La crisis del Tequila marcó un quiebre estructural en 1995, iniciando un nuevo período (1995–2008) en el cual la dinámica de los inventarios coincidió en dirección con el producto, se registró una desacumulación

cercana al 4% en 2001 y una rápida recomposición entre 2004 y 2008, mientras la volatilidad relativa disminuyó con la estabilidad nominal de la convertibilidad. Finalmente, el período 2008–2021 se caracteriza por estancamiento del PIB, alternancia entre acumulación y desacumulación de inventarios, y una elevada volatilidad relativa, lo que sugiere que en contextos de inestabilidad y restricciones externas los inventarios pasan de cumplir un rol amortiguador a convertirse en un canal que amplifica las fluctuaciones agregadas.

Por último, el análisis por actividad económica muestra que los sectores que mayor contribución al stock de inventarios totales son la industria, el comercio mayorista y minorista y el sector agrícola, aportando en su conjunto aproximadamente el 88% de los inventarios totales y manteniendo una participación relativamente constante a lo largo del período 2001-2021.

Referencias

- Aguiar, M., & Gopinath, G. (2007). Emerging market business cycles: The cycle is the trend. *Journal of political Economy*, 115(1), 69-102.
- Alessandria, G., Kaboski, J., & Midrigan, V. (2013a). Trade wedges, inventories, and international business cycles. *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 1-20.
<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.10.014>
- Alessandria, G., Kaboski, J., & Midrigan, V. (2013b). Trade wedges, inventories, and international business cycles. *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 1-20.
- Auerhheimer, L., & Trupkin, D. R. (2014). The role of inventories and capacity utilization as shock absorbers. *Review of Economic Dynamics*, 17(1), 70-85.
<https://doi.org/10.1016/j.red.2013.04.003>
- Bai, J., & Perron, P. (1998). Estimating and testing linear models with multiple structural changes. *Econometrica*, 47-78.

Belini, C. (2012). Industrial exports and Peronist economic policies in post-war Argentina. *Journal of Latin American Studies*, 44(2), 285-317.

Benati, L., & Lubik, T. A. (2014). Sales, inventories and real interest rates: A century of stylized facts. *Journal of Applied Econometrics*, 29(7), 1210-1222. <https://doi.org/10.1002/jae.2408>

Bils, M., & Kahn, J. A. (2000). What inventory behavior tells us about business cycles. *American Economic Review*, 90(3), 458-481.

Cesaroni, T., Maccini, L., & Malgarini, M. (2011). Business cycle stylized facts and inventory behaviour: New evidence for the Euro area. *International Journal of Production Economics*, 133(1), 12-24.

Cramer, G. (2002). Pre-peronist Argentina and the Origins of IAPI. *Iberoamericana* (2001-), 2(5), 55-77.

Ditzen, J., Karavias, Y., & Westerlund, J. (2025). Testing and estimating structural breaks in time series and panel data in Stata. *The Stata Journal*, 25(3), 526-560.

Fondo Monetario Internacional. (2017). *Quarterly National Accounts Manual: Concepts, Data Sources, and Compilation*. Fondo Monetario Internacional.

García Heras, R., Heymann, D., & Montero, G. (2022). Episodio cíclico y cambio estructural. *El Plan de Estabilización y Desarrollo, 1958-1962. En Medio siglo entre tormentas. Fluctuaciones, crisis y políticas macroeconómicas en la Argentina (1948-2002)*. EUDEBA.

Götz, C., Gunn, C., & Lubik, T. A. (2022). Is there news in inventories? *Journal of Monetary Economics*, 126, 87-104. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2022.01.005>

Heras, R. G. (2000). El plan de estabilización económica de 1958 en la Argentina. *EIAL-Estudios Interdisciplinarios de América Latina y el Caribe*, 11(2).

Heymann, D. (1978). Fluctuaciones de la industria manufacturera argentina, 1950-1978.

CEPAL. <https://repositorio.cepal.org/entities/publication/19fcf8d3-3e98-42db-ad75-1e97e0ef1eba>

Khan, A. (2003). The role of inventories in the business cycle. *IEEE Engineering Management Review*, 31(4), 39-46.

Khan, A., & Thomas, J. K. (2007). Inventories and the business cycle: An equilibrium analysis of (S, s) policies. *American Economic Review*, 97(4), 1165-1188.

Morley, J., & Singh, A. (2016). Inventory Shocks and the Great Moderation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(4), 699-728. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12315>

Ramey, V. A. (1989). Inventories as factors of production and economic fluctuations. *The American Economic Review*, 338-354.

Sarte, P.-D., Schwartzman, F., & Lubik, T. A. (2015). What inventory behavior tells us about how business cycles have changed. *Journal of Monetary Economics*, 76, 264-283. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2015.09.007>

Silva, M. E., Vasconcelos, R., & Vaz, P. (2022). Expectations and firm dynamics: Aggregate versus idiosyncratic shocks in emerging economies. *Economics Bulletin*, 42(3), 1370-1380.

United Nations, European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, & World Bank. (2009). System of National Accounts 2008. United Nations. <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>

Anexo A. Chequeos de Robustez

A.I. Robustez de los quiebres estructurales

Con el fin de corroborar la robustez de los quiebres estructurales identificados mediante los métodos de Bai y Perron (1998) y Ditzén et al. (2025), se aplicó un test de Chow para cada uno de los años de corte propuestos: 1947, 1960, 1976, 1995 y 2008. El test de Chow evalúa la hipótesis nula de estabilidad estructural en la relación entre los inventarios y el producto, contrastándola con la hipótesis alternativa de la existencia de un cambio en los parámetros del modelo en el punto considerado.

Los resultados del test de Chow confirman la presencia de quiebres estructurales en la relación entre inventarios y producto en los años identificados por las pruebas mencionadas anteriormente, validando así la consistencia de los resultados. En todos los casos, los quiebres estructurales resultan estadísticamente significativos al 1% (Tabla A1 1).

Tabla A1 1. Estadísticos test de Chow

Break	Chi cuadrado	p-value	Número de observaciones
1947	12,93	0,0016***	87
1960	104,14	0,0000***	87
1976	156,14	0,0000***	87
1995	321,72	0,0000***	87
2008	20,74	0,0000***	87

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la serie construida en la sección I.

Nota: Nivel de significatividad estadística:

***p<0,01; **p<0,05; *p<0,1.

A. II. Robustez de hechos estilizados de la serie completa

En esta sección del anexo se realiza un chequeo de robustez comparando los hechos estilizados obtenidos bajo tres metodologías de filtrado del componente cíclico: (i) filtro log-cuadrático (utilizado en el texto principal); (ii) Filtro Hodrick-Prescott y; (iii) Primeras diferencias con el objetivo de evaluar la sensibilidad de los resultados a la elección del método para quitar la tendencia a las series. En general, con los tres métodos los

patrones cualitativos se mantienen, aunque se observan variaciones en la magnitud de las correlaciones y en la volatilidad relativa de los inventarios.

En primer lugar, al aplicar el filtro log-cuadrático, las correlaciones de las variables con los inventarios muestran pequeños cambios respecto a los otros métodos. El producto se mantiene levemente procíclico (0,14), mientras que el consumo presenta una correlación mayor (0,20). La correlación de la inversión se reduce (0,06), acercándola a un comportamiento acíclico. Las exportaciones se vuelven acíclicas (0,01), mientras que las importaciones incrementan su prociclicidad (0,29).

En segundo lugar, la volatilidad relativa de los inventarios disminuye al utilizar el filtro log-cuadrático. Aunque la relación continúa siendo elevada frente al producto (4,19) y al consumo (3,64), la magnitud se reduce respecto a la obtenida con diferencias y con el filtro HP. La volatilidad relativa frente a la inversión se mantiene en niveles moderados (1,46), y cae en el caso de las exportaciones (1,17). Las importaciones muestran valores similares entre métodos, lo que indica una mayor estabilidad de esta relación.

En términos generales, el análisis de robustez revela que los hechos estilizados centrales del ciclo de inventarios son consistentes ante diferentes métodos de filtrado. Los inventarios permanecen como el componente más volátil del ciclo y conservan un patrón procíclico o acíclico en su relación con el resto de las variables macroeconómicas. Si bien la magnitud de las correlaciones y volatilidades puede varía entre métodos, la estructura cualitativa del ciclo no se altera. Esto sugiere que los resultados no dependen de forma de la técnica de filtrado utilizada, otorgando solidez a las conclusiones del análisis (Tabla A1 2).

Tabla A1 2. Estadísticos filtros H-P y Log-cuadrático

Variable	Correlaciones			Volatilidad relativa de los inventarios		
	Diferencias	H-P	Log-cuadrático	Diferencias	H-P	Log-cuadrático
y	0,19	0,19	0,14	4,62	4,85	4,19
c	0,13	0,12	0,20	3,59	3,66	3,64
i	0,11	0,12	0,06	1,51	1,48	1,46
x	-0,07	-0,10	0,01	1,82	1,99	1,17
m	0,11	0,10	0,29	1,02	0,97	1,18

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la serie construida en la sección II del capítulo I.