

Contenido

1. Optimismo empresarial alienta inversión..... 1

2. Evolución reciente y perspectivas para la inversión..... 2

3. Proceso reciente de inversión: ¿base de un mayor crecimiento de largo plazo?..... 5

Realizado por cinve

centro de investigaciones económicas

Fecha de elaboración:

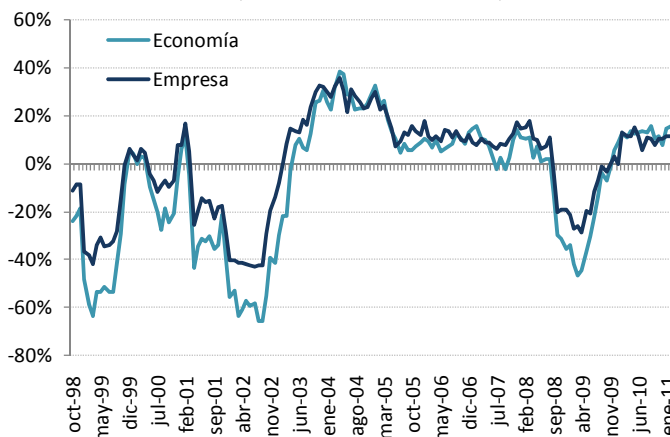
31 de Mayo de 2011

1. OPTIMISMO EMPRESARIAL ALIENTA INVERSIÓN

El fuerte crecimiento del consumo y la existencia de presiones inflacionarias han puesto en la agenda pública el debate sobre la sostenibilidad del crecimiento económico registrado en el Uruguay en los próximos años. Las necesidades en términos de ampliación de la infraestructura de la economía se tornan un desafío importante a los efectos de que la producción pueda acompañar el incremento de la demanda permitiendo mantener el crecimiento económico y evitar presiones sobre los precios.

En este sentido la inversión se torna un elemento clave, en tanto representa uno de los principales factores de incremento del potencial productivo de la economía. Alentada entre otros factores por el optimismo empresarial, un elemento sumamente importante en las decisiones de mediano y largo plazo como la inversión, la Formación Bruta de Capital ha presentado en los últimos años niveles de crecimiento históricos, que han permitido que la inversión alcance una participación en torno al 20% del PIB. Si bien aún no se cuenta con datos de actividad de 2011, el hecho de que las expectativas empresariales se mantengan optimistas, constituye una señal adelantada de que la economía y la inversión continúan en el presente año su senda expansiva.

Gráfico 1 – Expectativas Empresariales sobre la economía y su empresa
(frecuencia neta en %)



Fuente: Cámara de Industrias del Uruguay (CIU). La frecuencia neta se calcula como la diferencia entre las respuestas optimistas y las pesimistas relevadas en la encuesta industrial mensual

En lo que sigue del informe se analiza en profundidad el comportamiento reciente de la inversión, las perspectivas para 2011 y 2012, al tiempo que se discute la posibilidad de que el incremento reciente de la inversión pueda constituir la base de un incremento de la tasa de crecimiento de largo plazo del nivel de actividad en el Uruguay.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA LA INVERSIÓN

Cuando se analiza el crecimiento de los últimos años se encuentra que la Formación bruta de capital fijo (FBKF) ha sido generalmente el componente del gasto que lideró el crecimiento económico. Este aspecto resulta claramente positivo desde el punto de vista de la sostenibilidad del crecimiento, puesto que la inversión en capital físico representa una de las principales formas en que la economía aumenta su capacidad productiva a largo plazo.

Como se puede observar en el gráfico 2.1, en los últimos años, con la sola excepción del 2009 la FBKF ha presentado un fuerte crecimiento, ubicado significativamente por encima del promedio general del PIB. Adicionalmente, la excepción del año 2009, donde la FBKF presentó una contracción del orden del 6,3%, constituye un dato aislado explicado por el impacto de la crisis internacional sobre las expectativas de los empresarios y el encarecimiento de los bienes de capital importados a raíz de la depreciación de la moneda nacional.

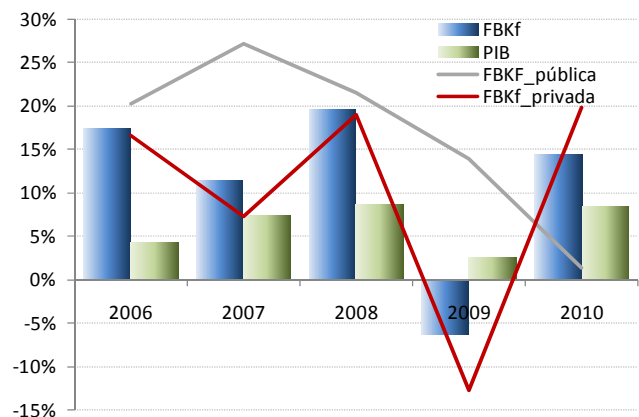
El comportamiento expansivo de la inversión se ha procesado en términos generales tanto a nivel del sector público como del privado. Este último ha presentado en los últimos años de crecimiento económico sólo un retroceso en su nivel de inversión en el 2009 como consecuencia de la crisis internacional, donde la contracción alcanzó un 12,8%. No obstante, en el año 2010 la inversión privada retomó nuevamente un fuerte dinamismo alcanzando una tasa de expansión del 19,9%.

Por su parte, la expansión de la inversión pública que durante los primeros años de la administración anterior lideró el crecimiento de la inversión, se ha desacelerado notoriamente en los últimos años, alcanzando en 2010 un reducido incremento, de apenas 1,3%.

Cabe señalar que las perspectivas para 2011, son claramente positivas para una nueva e importante expansión de la FBKF. En primer lugar, se mantiene un escenario favorable para la inversión pri-

vada, determinado por un escenario propicio de crecimiento económico, el bajo costo en moneda nacional de los bienes de capital importados y expectativas favorables de los empresarios. En segundo término, se espera que con la aprobación de la nueva ley de presupuesto (en el pasado año) la inversión pública recupere a partir de 2011 su dinamismo, retomando niveles significativos de expansión.

Gráfico 2.1 - Formación Bruta de Capital Fijo Total, Privada, Pública y PIB (% de variación anual)



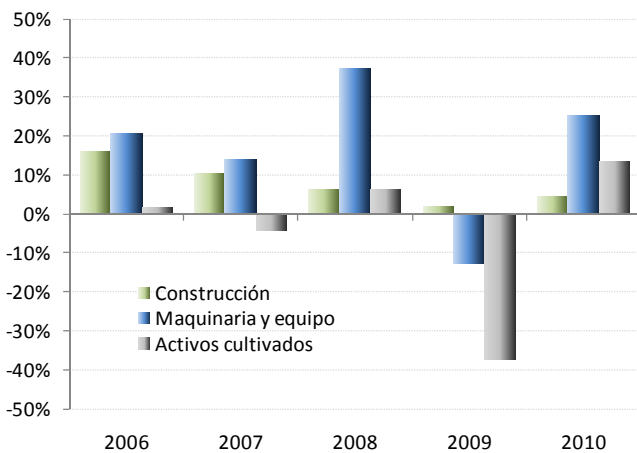
Fuente: BCU.

Analizando los diferentes tipos de inversión, se aprecia que en los últimos años fue la inversión en maquinaria y equipos la que ha presentado los mayores registros de crecimiento, alcanzando incluso niveles muy elevados en 2008 (37%) y 2010 (26%). Este tipo de inversión, además de vincularse a la expansión del nivel de actividad, está claramente ligada al fortalecimiento de la moneda nacional y por lo tanto al abaratamiento medido en pesos de los bienes de capital importados. En este sentido, es esperable que la inversión en maquinaria y equipos vuelva a liderar el crecimiento de la inversión en 2011, con registros importantes de expansión.

Si bien las tasas de crecimiento presentan niveles mucho más moderados (próximos e incluso algo por debajo del nivel general de actividad) la inversión en construcción ha presentado en los últimos años un crecimiento persistente, que no se vio in-

terrumpido ni siquiera en el año 2009 como consecuencia de la crisis internacional. La inversión en construcción respondería en mayor medida a las expectativas de empresarios y consumidores, al dinamismo de la economía, ingreso de los hogares y disponibilidad de crédito, que a la variación de precios relativos. Por este motivo, si bien no se espera un crecimiento tan fuerte como el de maquinaria y equipos, se estima que el contexto actual es favorable para un nuevo incremento de la inversión en construcción.

Gráfico 2.2 - Formación bruta de capital fijo en Construcción, Maquinaria y Equipos y Áreas cultivadas (% de variación anual)



Fuente: BCU.

Por último, la inversión en áreas cultivadas representa el componente de la inversión con comportamiento más irregular y menos expansivo, más allá del buen desempeño observado en 2010.

En síntesis, el desempeño de la inversión en los últimos años fue sumamente positivo, siendo generalizado en sector público y privado, y en los diferentes tipos de FBKF. El contexto de apreciación de la moneda nacional, el dinamismo del nivel de actividad y buenas perspectivas empresariales anticipan un desempeño nuevamente expansivo para el presente año 2011.

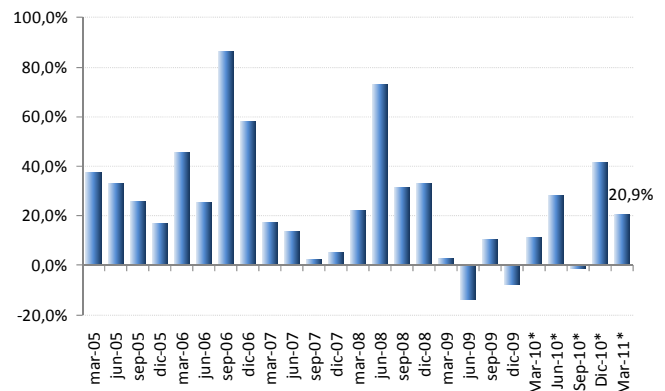
Perspectivas para 2011 y 2012

Si bien aún no se conocen los datos de Cuentas Nacionales vinculados a la evolución de la Formación bruta de capital fijo en los primeros meses de 2011, el índice de inversión en maquinaria y equipos (IMEQ) elaborado por la Cámara de Industrias del Uruguay nos brinda una señal anticipada al respecto.

Dicho indicador, elaborado en base a la evolución de las importaciones de bienes de capital (que crecieron medidas en dólares un 28,5% respecto al primer trimestre de 2010) da cuenta de la evolución en términos reales de la inversión en maquinaria y equipos de la economía en su conjunto y de la industria en particular.

Como se puede observar en el gráfico 2.3, el IMEQ del primer trimestre del año (último dato publicado) da cuenta de un crecimiento de casi un 21% real de la inversión en maquinaria y equipos de la economía respecto al mismo trimestre del año anterior. Este dato indica que la tasa de expansión de este rubro de inversión se habría mantenido muy firme al comienzo del año, presentando una desaceleración leve respecto de la expansión promedio de 2010. Cabe señalar, como se mencionó anteriormente que se espera que la inversión en maquinaria y equipos constituya durante 2011 el componente más dinámico de la FBKF.

Gráfico 2.3 – Índice de Inversión en Maquinaria y Equipos – IMEQ (% de variación interanual)



Fuente: Cámara de Industrias del Uruguay (CIU).

Para el caso concreto de la industria manufacturera, el IMEQ da cuenta de una expansión de la inversión bastante inferior al global de la economía (6,4%), aunque dicho registro está probablemente afectado por el incremento muy importante registrado en el último trimestre de 2010.

Apoyando la señal que nos brinda el IMEQ, nuestras proyecciones para el presente año 2011 indican que la inversión nuevamente liderará el crecimiento económico con una fuerte tasa de expansión. *En concreto, se espera que la Formación bruta de capital fijo se expanda en 2011 a una tasa promedio del 11,2%*. El cuadro 3.1 presenta el escenario proyectado en materia de FBKF para 2011 y 2012.

Como se mencionó anteriormente, el crecimiento de la inversión se sustenta tanto en el aumento de la inversión pública como privada. Se espera que la primera presente un ritmo de expansión importante en 2011, a raíz de la nueva ley de presupuesto. En tanto, para el caso del sector privado, el crecimiento de la inversión se sustentaría en la prolongación de un escenario favorable.

En efecto, en primer lugar se proyecta un año de importante crecimiento del nivel de actividad, tanto a nivel nacional como regional lo que constituye un claro incentivo para los empresarios a los efectos de ampliar su capacidad de producción.

En segundo lugar, se proyecta para 2011 una significativa apreciación de la moneda nacional (alta inflación en dólares), lo que redundará en el abaratamiento de los bienes de capital importados.

Por último, la encuesta mensual industrial de la Cámara de Industrias del Uruguay (CIU) da cuenta de que las expectativas de los empresarios se mantienen positivas respecto al desempeño de su empresa y la economía en general, lo que constituye una variable fundamental para la toma de decisiones de mediano y largo plazo como la inversión.

Por su parte, para el año 2012 se espera que la inversión continúe expandiéndose de forma significativa, aunque con una marcada desaceleración

respecto al 2011. En este caso *la formación bruta de capital fijo crecería un 6,4% anual respecto a 2011*. La desaceleración de la inversión hacia el 2012 acompañaría el comportamiento global de la economía al tiempo que respondería a una menor inflación en dólares prevista.

Cuadro 3.1 - Formación bruta de capital fijo, Inflación en dólares y crecimiento del PIB (% de crecimiento anual)

	2009	2010	2011	2012
FBKF	-6.0	13.8	11.2	6.4
PIB	2.6	8.5	6.4	4.5
INF en dólar	-0.6	19.5	13.0	6.5

Fuente: BCU, INE y proyecciones propias.

3. PROCESO RECIENTE DE INVERSIÓN: ¿BASE DE UN MAYOR CRECIMIENTO DE LARGO PLAZO?

El proceso de inversión es indiscutiblemente uno de los principales factores explicativos del crecimiento económico a largo plazo. En efecto, los empujes de demanda, si bien estimulan la producción a corto plazo, a largo plazo, si no son acompañados de un incremento del potencial productivo de la economía se transforman exclusivamente en presiones sobre los precios, esto es, incrementos de la inflación.

Como se analizó en la sección anterior, en los últimos años la inversión ha presentado un fuerte crecimiento, responsable en parte de que se concrete en el país desde 2003 un fuerte período de crecimiento económico, sin que se generen mayores presiones sobre la inflación. No obstante, cabe preguntarse si el crecimiento reciente de la inversión marca una ruptura respecto a las décadas anteriores, es decir, si podría marcar un diferencial que constituya la base de una mayor tasa de crecimiento de largo plazo en el país.

¿Se superó el déficit histórico de inversión en Uruguay?

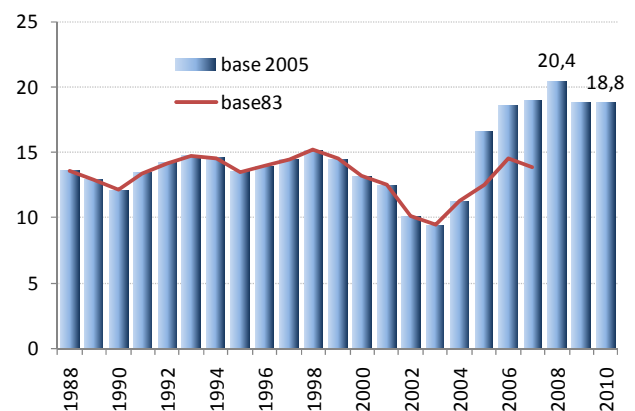
Uno de los principales problemas que ha presentado históricamente Uruguay para consolidar una tasa de crecimiento algo más que discreta (2,7% promedio en el siglo XX) en el largo plazo ha sido su baja tasa de inversión. En efecto, en nuestra economía la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) ha representado históricamente menos de un 15% del PIB, lo que representa una cifra comparativamente reducida a nivel internacional.

Esta situación de baja inversión, que ha sido explicada por algunos autores a raíz de la elevada volatilidad de la economía y un reducido espíritu emprendedor del empresariado nacional, parece haberse modificado en los últimos años. Como se puede observar en el gráfico 3.1 en los últimos cinco años la FBKF se ha ubicado en promedio en

torno al 19% del PIB, alcanzando un nivel máximo en 2008, cuando alcanzó a 20,4%. Estas cifras ubicarían al Uruguay en línea con países de la región como Argentina, Chile y Brasil, para los cuales el ratio FBKF/PIB se ha situado en los últimos años en torno al 20%, aunque de todas formas lejos de países de fuerte crecimiento tendencial como China e India (con 48% y 36% respectivamente)

En una primera lectura, estos datos parecen indicar un salto en los niveles de inversión del país, lo que podría constituir un argumento a favor de la sostenibilidad del fuerte crecimiento económico registrado en los últimos años. No obstante, cabe señalar que el salto registrado en la inversión podría estar explicado, al menos en parte por los cambios metodológicos de medición que representó el cambio de base de Cuentas Nacionales (CCNN) a partir de 2005.

Gráfico 3.1 – Formación Bruta de Capital Fijo
(como % del PIB)



Fuente: BCU

En efecto, si se considera la evolución de la FBKF en relación al PIB considerando los datos de CCNN con base en 1983, si bien se percibe un crecimiento del peso de la inversión en el PIB, el nivel se sitúa hacia el año 2008¹ en valores

¹ Último año para el que se disponen de datos con la anterior base.

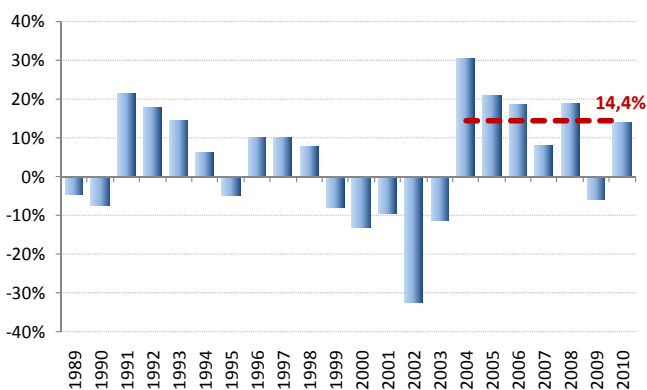
similares a los registrados en la década del 90, sin representar un quiebre en términos históricos.

En función de que las nuevas estimaciones de CCNN son fruto de una actualización y mejora en la recopilación y compilación de estadísticas por parte del BCU, es dable pensar que éstas reflejan más fielmente la realidad actual. Sin embargo, la inexistencia de datos estrictamente comparables entre los años previos a 2005 y los posteriores, no nos permite confirmar la ocurrencia de un salto significativo en la tasa de inversión en los últimos años.

Más allá de posibles diferencias que surjan de la aplicación de una nueva metodología de medición, en cualquier caso se concluye que en los últimos años la inversión ha ganado participación en el PIB. Si se tiene en cuenta que en los últimos ocho años el país ha registrado tasas de crecimiento históricamente elevadas (lo cual también se observa con las Cuentas Nacionales base 1983), estos datos dan cuenta del fuerte crecimiento que ha experimentado la inversión en dicho período.

Los datos de Cuentas Nacionales indican que la tasa de crecimiento anual promedio de la FBKF en términos reales desde el 2003 hasta el 2010 se situó en un 14,4%, lo que sin dudas constituye el período de mayor crecimiento de la inversión, al menos desde que se llevan registros.

Gráfico 3.2 – Formación Bruta de Capital Fijo
(% de crecimiento real anual)



Fuente: BCU

Adicionalmente, en el período 2003-2010, con la sola excepción del año 2009, la inversión constituyó el componente del gasto agregado que lideró el crecimiento económico. Estos datos constituyen un elemento positivo a la hora de analizar la sostenibilidad del proceso de crecimiento de más largo plazo, puesto que dan cuenta de que el stock de capital, y por lo tanto la capacidad productiva del país se ha incrementado en los últimos años en forma importante.

Evolución de la capacidad instalada de la economía

A partir de los datos de inversión de CCNN y estimaciones del stock de capital y tasas de depreciación anual de los diferentes componentes del capital físico², realizadas en algunos trabajos de investigación previos³, se estimó la evolución histórica del stock de capital físico de la economía Uruguaya. La trayectoria estimada muestra un importante incremento del stock de capital en términos netos (descontando la depreciación) desde el año 2003 a la fecha, luego de la destrucción de capital que provocó la crisis de 2002 (cuando cayó algo más de 1%).

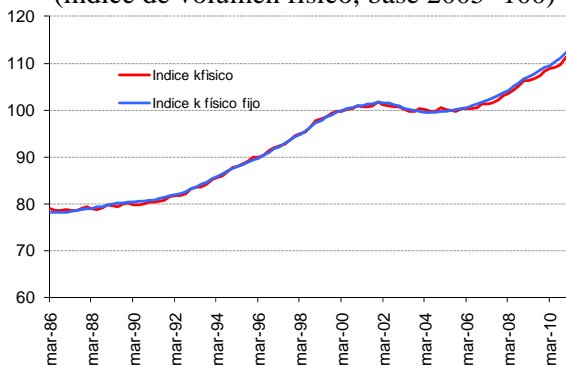
En efecto, entre 2003 y 2010 el stock de capital neto de la economía uruguaya se habría incrementado en torno a un 10%, en tanto que el stock de capital fijo lo habría hecho en un 11%. Así, la tasa de crecimiento promedio anual del stock de capital descontada la depreciación se situaría en torno al 1,5% en el período 2003-2010.

Como se puede observar en el gráfico 3.3, el incremento del stock de capital posterior la crisis de 2002 parece retomar la dinámica previa.

² Los datos de Cuentas Nacionales Clasifican la Formación bruta de capital físico en Construcciones, Maquinaria y equipos y Áreas cultivadas.

³ Lanzilotta y Llambí (2005). “Una aproximación hacia la influencia de la innovación tecnológica sobre el crecimiento en Uruguay a través de la productividad total de factores (1986-2004)

Gráfico 3.3 – Stock de Capital y de Capital Fijo
(índice de volumen físico, base 2005=100)



Fuente: Estimaciones propias en base a datos BCU. Y Lanzilotta y Llambí (2005)

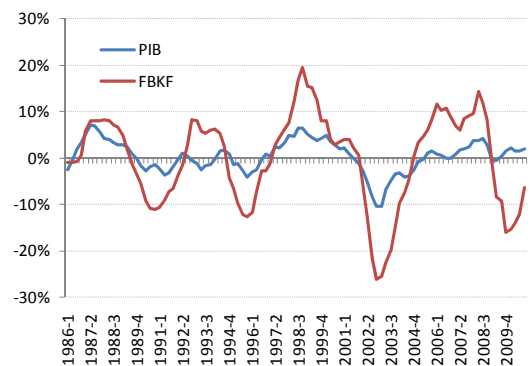
Inversión y ciclo económico

Si bien, como se analizó en las secciones previas, la inversión ha crecido en forma importante en los últimos años, superando incluso en forma significativa el nivel general de actividad, cabe preguntarse si esta evolución reciente constituye realmente una sorpresa o resulta previsible dado el comportamiento histórico de la inversión.

Como se aprecia en el gráfico 3.4, la inversión históricamente ha presentado un comportamiento que acompaña el ciclo del nivel de actividad, aunque amplificando sus fluctuaciones, es decir, creciendo en forma más que proporcional al nivel de actividad global en los momentos de expansión y contrayéndose en mayor proporción en las recesiones.

En este sentido, los registros de crecimiento de la inversión en los últimos años no se presentan necesariamente como un evento sorpresivo o que marque una ruptura notoria respecto del comportamiento histórico de la inversión. Es decir, la mayor sorpresa viene dada por el escenario de muy fuerte crecimiento del nivel de actividad al que asistió el Uruguay desde el año 2003 (con una tasa promedio que constituye un record histórico), pero dado dicho escenario de actividad, era previsible un comportamiento fuertemente expansivo de la Formación Bruta de Capital.

Gráfico 3.4 – Componentes cíclicos del PIB y la inversión (% de la tendencia de largo plazo)



Fuente: Estimaciones propias en base a datos BCU.

En conclusión

La discusión respecto de los esfuerzos que deberá realizar el Uruguay en términos de inversión en infraestructura para lograr sostener el nivel de crecimiento actual en los próximos años está plenamente vigente, resaltando la importancia del proceso de inversión como factor explicativo del crecimiento.

En los últimos años la Formación bruta de capital asistió a una expansión históricamente elevada que en cierta forma alienta a pensar que el Uruguay habría avanzado en la reducción del déficit histórico de inversión que lo caracterizó durante el siglo XX. A su vez, la mayor estabilidad macroeconómica que ha presentado la economía en los últimos años, presenta un marco que podría justificar el incremento reciente de la inversión, en la medida en que la volatilidad de la economía uruguaya fue postulada reiteradas veces como un determinante fundamental de las bajas tasas de inversión.

No obstante, cabe señalar que aún la inversión representa menos de un 20% del PIB, lo que aún parece una proporción reducida para sostener un crecimiento económico del orden del 6% como el registrado en los últimos años, considerando que el esfuerzo en materia de infraestructura que queda por realizar es importante. En este sentido es necesario continuar propiciando la inversión, de modo de que se mantenga como el componente del gasto que lidere el crecimiento económico.