

Contenido

1. Sobre las señales de sobrecaentamiento..... 1
2. Continuó el crecimiento en el primer trimestre del año..... 2
3. Actualización de proyecciones de actividad..... 5

Realizado por cinve

centro de investigaciones
económicas

Fecha de elaboración:

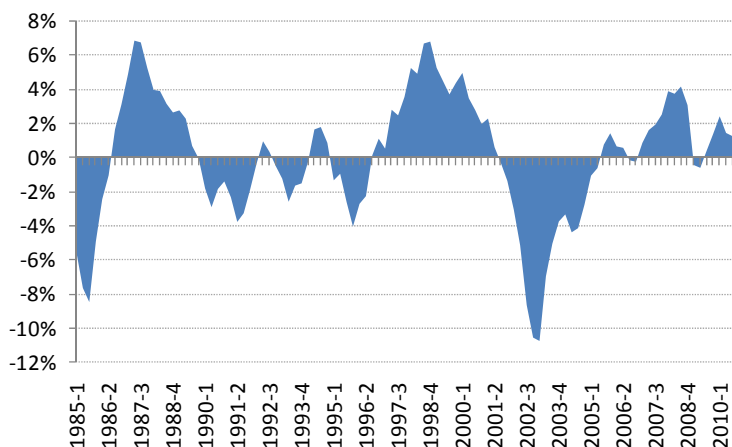
30 de Junio de 2011

1. SOBRE LAS SEÑALES DE SOBRECALENTAMIENTO

Hace pocos días el Comité de Política Monetaria (COPOM) resolvió un nuevo incremento de la tasa de referencia de política en 50 puntos básicos. Motivó su decisión un registro de inflación interanual situado más de dos puntos y medio por encima del techo del rango objetivo y la visualización de persistencia de presiones sobre los precios. En este contexto se abre nuevamente el debate respecto del crecimiento que está presentando la demanda y la eventualidad de que la economía se encuentre o esté cercana a entrar en una fase de sobrecaentamiento con fuertes presiones inflacionarias.

Como puede apreciarse en el gráfico 1, el componente cíclico del PIB (indicativo de la diferencia entre la demanda efectiva y el potencial productivo de la economía) es positivo, indicando un cierto grado de sobrecaentamiento, con un leve crecimiento en el primer trimestre del año. No obstante, se observa que el componente cíclico del PIB se mantiene aún en niveles moderados en comparación histórica, sin evidenciar aún una situación de alerta. El fuerte incremento de la capacidad productiva, asociado a fuertes niveles de inversión ha permitido incrementos de la oferta importantes que han evitado que se registre una situación preocupante de sobrecaentamiento. De todas formas es prioritario seguir de cerca la evolución de la demanda y la capacidad de oferta de la economía de modo de advertir oportunamente eventuales desajustes mayores entre ellas.

Gráfico 1 – Componente cíclico del PIB
(en % de la tendencia de largo plazo)



Fuente: estimaciones de cinve.

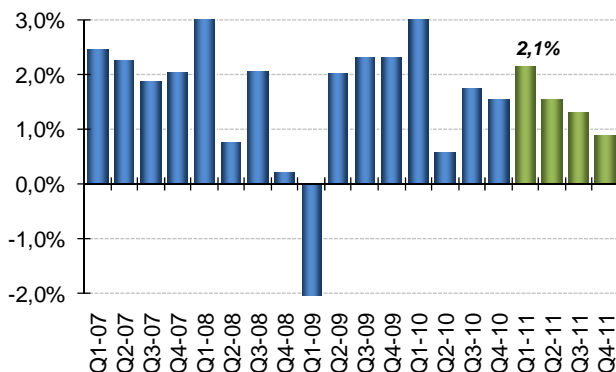
En suma, la actualización de la estimación del componente cíclico del PIB a partir de los últimos datos de cuentas nacionales revela señales de sobrecaentamiento, pero sin configurar -al menos por el momento- una situación de alarma.

2. CONTINUÓ EL CRECIMIENTO EN EL PRIMER TRIMESTRE DEL AÑO

Los datos de Cuentas Nacionales publicados recientemente por el BCU indican que la economía habría mantenido su dinamismo durante el primer trimestre del año. Según nuestras estimaciones, el crecimiento desestacionalizado del primer trimestre se ubicó en 2,1%¹ (8,7% tasa anualizada), representando una leve aceleración respecto al cuarto trimestre de 2010 (ver gráfico 2.1).

No obstante, cabe señalar que el registro de crecimiento (6,8% interanual) no representó una sorpresa positiva, ubicándose incluso por debajo de nuestra proyección que indicaba un nivel de expansión del 7,7% en términos interanuales. El error de predicción se explica mayoritariamente por el efecto fuertemente contractivo de la sequía (no captada por nuestros modelos de predicción) sobre la performance económica del sector de “Suministro de electricidad, gas y agua”.

Gráfico 2.1 – Crecimiento desestacionalizado (% del PIB)



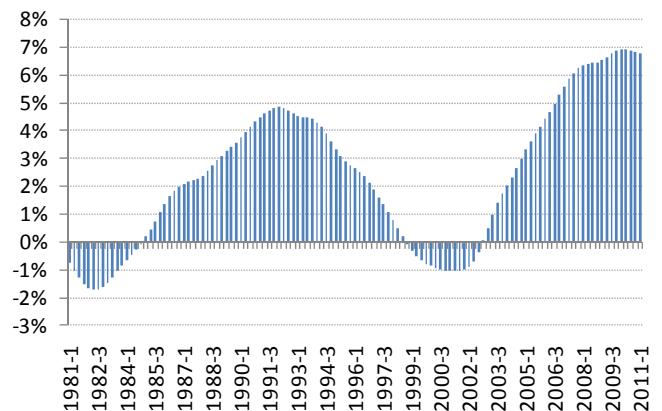
Fuente: estimaciones de cinve.

Por otra parte, si miramos la evolución de la tendencia de largo plazo del nivel de actividad, encontramos que al cierre del primer trimestre del año la economía uruguaya mantiene niveles de

¹ Nuestra metodología de desestacionalización tiene diferencias respecto a la utilizada por el BCU. Básicamente, introduce correcciones adicionales ligadas al efecto de la cantidad de días de la semana de turismo en el trimestre (“efecto pascua”). El BCU señaló un crecimiento desestacionalizado de 2,3% en el trimestre.

crecimiento importantes, evidenciando sólo una ligera desaceleración. En efecto, según nuestras estimaciones, la economía estaría presentando en la actualidad un crecimiento de su potencial productivo superior al 6%, lo que ha permitido mantener en niveles tolerables las presiones de demanda sobre los precios.

Gráfico 2.2 – Tendencia de largo plazo del PIB (% de variación anual)



Fuente: estimaciones de cinve.

En síntesis, los datos de actividad del primer trimestre del año, más allá de haberse ubicado algo por debajo de lo proyectado, muestran una economía que mantiene su senda expansiva, con un fuerte nivel de crecimiento, que además se extiende a los indicadores de más largo plazo. Si bien se espera que la economía uruguaya comience a reducir su dinamismo, mostrando tasas de crecimiento algo menores en lo que queda del año, la desaceleración no se advierte claramente a partir de los datos del primer cuarto del año.

El crecimiento por sectores de actividad

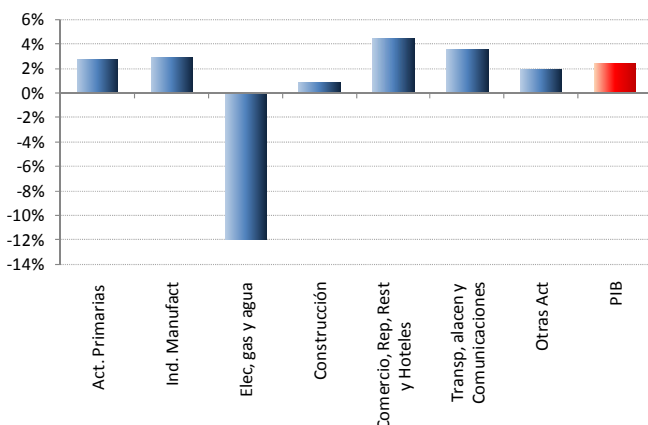
Como menciona el comunicado emitido por el BCU, el crecimiento del primer trimestre de 2011 fue prácticamente generalizado a todos los sectores de actividad. Ello da cuenta de que el proceso de crecimiento actual es un fenómeno general y no

reducido a algunos sectores específicos de actividad.

La única excepción dentro a este marco general de expansión económica estuvo determinada por el sector de “Suministro de electricidad gas y agua” que presentó una fuerte caída desestacionalizada en el trimestre (del 12%). Como se mencionó anteriormente, dicha evolución, que contrasta con el panorama general no solo por su signo negativo sino por su magnitud, se explica por la sequía que se registró en el trimestre. Los fenómenos de sequía implican la necesidad de recurrir a centrales térmicas o directamente a la importación de energía, para compensar la menor generación hidroeléctrica, que genera mayor valor agregado en el proceso de producción. Recurrir a estas fuentes alternativas, explica en consecuencia la fuerte contracción del producto sectorial. Cabe señalar que esta contracción explicada por un fenómeno climático totalmente exógeno al desempeño económico general, es naturalmente reversible a corto plazo (actualmente el fenómeno parece haberse superado)

En contraste, los sectores de mayor nivel de crecimiento en el comienzo del año fueron “Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles” (4,4% desestacionalizado) impulsado especialmente por el crecimiento del comercio de bienes importados y “Transporte, almacenamiento y comunicaciones” (3,5%) bajo el impulso principal de las telecomunicaciones.

Gráfico 2.3 – Crecimiento por sectores de actividad (tasa trimestral desestacionalizada en %)



Fuente: estimaciones de cinve.

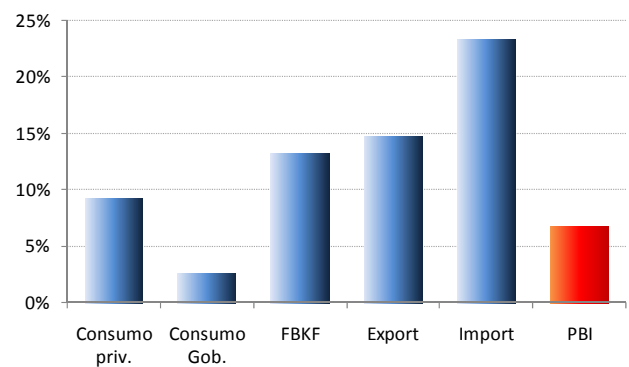
Adicionalmente, se constató también un crecimiento desestacionalizado significativo en el trimestre en las “Actividad primarias” (2,7%) y la “Industria manufacturera” (2,9%). En ambos casos con tasas de crecimiento anualizadas superiores a 10%. Por último, se registró un crecimiento algo más moderado en el agregado de “Otras actividades” (1,9%) y en el sector de la Construcción (0,8%).

En resumen, con excepción del “suministro de electricidad, gas y agua”, el crecimiento económico fue un proceso extendido en toda la economía. El dinamismo se refleja en el crecimiento promedio del resto de los sectores que se situó en un 2,7% trimestral (11,2% tasa anualizada).

Componentes del gasto agregado

Desde el punto de vista de los componentes del gasto agregado los datos del primer trimestre confirman el comportamiento expansivo de los componentes de la demanda interna. El Consumo presentó un incremento del 8,3% respecto al mismo período del año anterior y la Formación bruta de capital, de 13,3%.

Gráfico 2.1 – Crecimiento por componentes del gasto agregado (en %)



Fuente: estimaciones de cinve.

El crecimiento de la demanda interna se explica fundamentalmente a raíz del comportamiento del sector privado, en tanto que en el caso del sector público se observa una moderada expansión. En efecto, en el consumo privado se observó una expansión del 9,3%, mientras que en el sector públi

co el crecimiento alcanzó un 2,5%. La inversión física del sector privado creció 14,8%, mientras que la del sector público 5,6%.

Estas cifras indican que las presiones derivadas del crecimiento de la demanda se originan en el sector privado, en tanto que el sector público estaría presentando una expansión moderada. A su vez, dada la magnitud de la expansión privada, es inviable pensar en neutralizar dicho incremento a partir de la moderación del gasto público.

En contraste con la demanda interna, el saldo neto con el exterior presentó una incidencia negativa sobre el crecimiento en el primer trimestre del año de 2,4 puntos porcentuales. Si bien las exportaciones mostraron un importante dinamismo en el período (crecieron 14,7% respecto al primer trimestre de 2010) el muy fuerte incremento de las importaciones (23,3%) explica el efecto agregado negativo del sector externo.

En tanto durante el segundo trimestre del año la moneda nacional continuó apreciándose en forma considerable, incrementando el ingreso en dólares de los hogares uruguayos, es esperable que la influencia negativa del saldo exterior se profundice hacia el segundo trimestre del año. A su vez, dadas la presiones inflacionarias existentes y las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados a nivel internacional, se espera que esta dinámica se extienda a todo el año.

En resumen

El último dato de Cuentas Nacionales, revela un escenario de fuerte crecimiento económico, generalizado a la casi totalidad de los grandes sectores de la economía. Si bien se prevé una reducida desaceleración del crecimiento respecto al dinamismo registrado en 2010, los datos del primer trimestre del año aún no evidencian claramente tal proceso.

Así mismo, el efecto de la sequía sobre el sector de suministro de electricidad gas y agua generó un efecto negativo sobre el crecimiento que seguramente se revierta a partir del segundo trimestre

donde las condiciones climáticas fueron más favorables. El efecto clima, a diferencia de lo ocurrido en la primera parte del año, podría incidir forma positiva en el próximo dato del PIB.

Cabe reparar en el efecto negativo neto del saldo con el exterior sobre el crecimiento. La apreciación de la moneda nacional continuará estimulando las importaciones en lo que resta del año, lo que podría generar un desequilibrio externo significativo y profundizar el efecto negativo del saldo externo neto sobre el crecimiento. Es ésta la principal señal de alerta en la dinámica actual del crecimiento, que potencialmente puede cuestionar y limitar el crecimiento de nuestra economía en el mediano plazo.

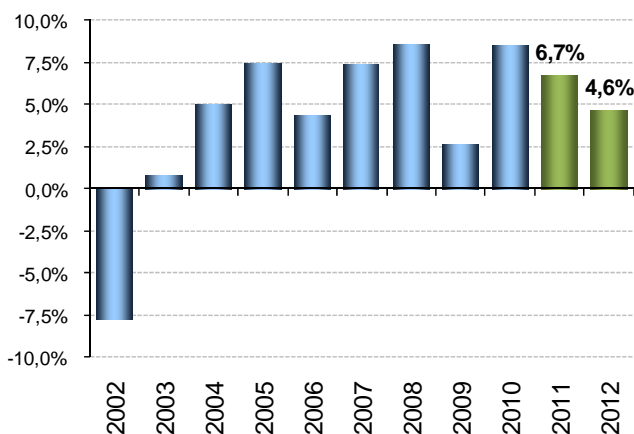
3. ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES DE ACTIVIDAD

Si bien la consideración del dato del primer trimestre no representó una innovación significativa para nuestros modelos de predicción la actualización de las perspectivas de las principales variables determinantes llevó a realizar un leve ajuste al alza en las proyecciones de crecimiento para el presente año 2011 y el 2012.

En este sentido, cabe señalar que tanto el contexto interno y como el regional han presentado mejorías respecto a las proyecciones realizadas tres meses atrás, dando fundamentos al ajuste. En lo referido al contexto interno se registró una mejoría en las perspectivas de los empresarios, en conjunto con la confirmación de importantes proyectos de inversión que ya habrían comenzado a implementarse y no habían sido considerados previamente.

En lo que se refiere al contexto regional, si bien las perspectivas de crecimiento de la economía brasileña se ha ajustado levemente a la baja en los últimos meses, este deterioro de las perspectivas a sido más que compensado por la mejoría de las previsiones de crecimiento para la economía argentina, determinando un escenario regional más favorable al crecimiento local que el manejado meses atrás.

Gráfico 3.1 – IVF del PIB (% de crecimiento anual)



Fuente: Datos BCU y estimaciones de cinve.

Considerando el nuevo escenario previsto, se proyecta que, el crecimiento promedio del PIB en

2011 se ubique en **6,7%**, en tanto que en 2012 crecería un **4,6%**.

En resumen, si bien se espera una leve desaceleración de la economía en 2011 y 2012 respecto al dinamismo de 2010, la actividad continuará presentando un crecimiento importante, extendiendo al menos por dos años más su comportamiento expansivo.

El cierre macroeconómico en 2011

Como se mencionó en la sección anterior el dato del primer trimestre del año señaló un escenario de fuerte crecimiento del consumo y de la formación bruta de capital, contrarrestada por una influencia neta negativa del saldo externo, debido al muy fuerte dinamismo de las importaciones.

Dadas las perspectivas de los diferentes determinantes del nivel de actividad interno, se prevé que este escenario permanezca durante todo el presente año 2011. Como se puede observar en el gráfico 3.2, se espera que la dinámica del crecimiento en el 2011 presente características muy similares a lo registrado en 2010.

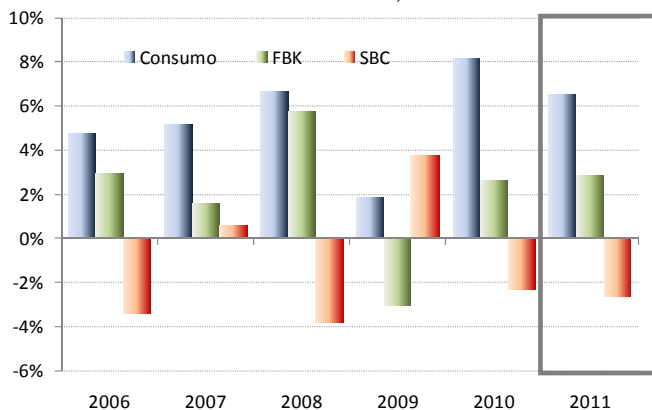
De acuerdo a las estimaciones de cinve, el crecimiento previsto para 2011 (de 6,7%) se explicará por el aporte principal del consumo (6,5 p.p), por el efecto positivo y significativo de la formación bruta de capital (2,8 p.p), compensado por la incidencia negativa del saldo externo neto (-2,7 p.p).

El mayor aporte al crecimiento esperado para 2011 proveniente del consumo se explica por la dinámica expansiva esperada para este componente del gasto y por su importancia en el PIB total. Se proyecta que el consumo crecerá en 2011 en torno a 8,1% global, con un crecimiento superior del consumo privado, amortiguado parcialmente por un incremento más moderado del consumo público.

El aporte de la formación bruta de capital, es consistente con una perspectiva de fuerte dinamismo de este componente (y una baja ponderación en la demanda global). Nuestras estimaciones indican que crecería en el año en torno a 13,5%, nuevamente impulsado por el comportamiento del sector privado.

del saldo externo sobre el crecimiento constituye una señal a tener en cuenta, puesto que podría señalar el inicio de un proceso de crecimiento desequilibrado.

Gráfico 3.2 – Incidencia en el crecimiento de los componentes del gasto agregado (p.p de crecimiento)



Fuente: datos BCU y estimaciones cinve.

Por último, como puede observarse en el gráfico 3.2, la influencia negativa del saldo externo sobre el PIB sería incluso inferior al efecto negativo que presentó en años recientes como 2008 y 2006.

No obstante, a diferencia de los últimos años donde el saldo externo venía alternando año a año influencias positivas y negativas sobre el nivel de actividad, 2011 mostraría el segundo año consecutivo donde el sector externo ejerce una influencia negativa sobre el crecimiento. De continuar esta evolución podría tornarse un potencial generador de desequilibrios, afectando la sostenibilidad del crecimiento a mediano plazo.

En síntesis, el crecimiento del presente año 2011 presentará características muy similares al 2010, siendo impulsado por el consumo y la formación bruta de capital. Las exportaciones mostrarán un comportamiento expansivo significativo, no obstante lo cual, el saldo externo neto ejercerá una influencia negativa sobre el crecimiento. El hecho de que se acumulen dos años de un efecto negativo