

Contenido

1. Fuerte crecimiento del PIB per cápita.....1

2. Datos de 2010 confirman auspicioso escenario de actividad.....2

3. Proyecciones de actividad para 2011 y 2012.....5

Realizado por *cinve* -

Centro de Investigaciones Económicas

Fecha de elaboración:

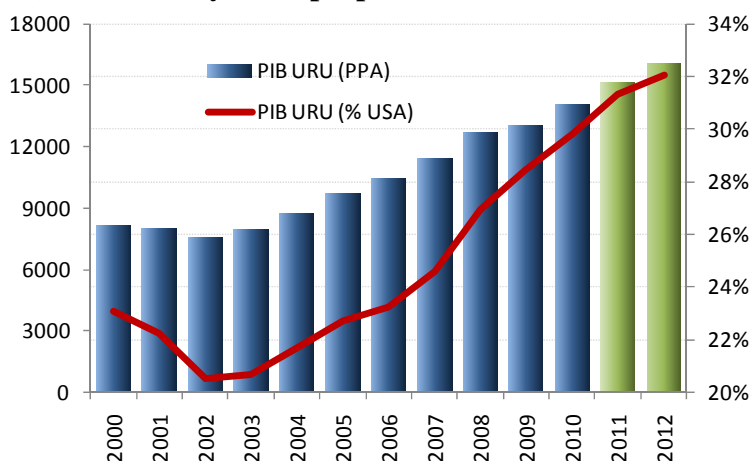
31 de Marzo de 2011

1. FUERTE CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA

Los datos de Cuentas Nacionales recientemente publicados por el BCU confirmaron que el país está atravesando uno de los momentos de mayor expansión económica de su historia, completando el octavo año consecutivo de crecimiento, con una tasa promedio de expansión anual del 5,6%.

Este nivel de crecimiento ha permitido al Uruguay incrementar en forma muy importante el PBI per cápita (usual indicador de bienestar económico) el que se ubicó en 2010 levemente por encima de los 14 mil dólares (realizando la corrección por Paridad de Poderes Adquisitivos – PPA-, para contemplar las diferencias en el costo de vida a nivel mundial). Esta cifra duplica la observada en 2002, previo al comienzo de la recuperación económica.

Gráfico 1 – PIB per cápita de Uruguay (dólares PPA y como proporción al PIB de USA PPA)



Fuente: FMI y estimaciones propias.

La tasa de crecimiento experimentada por el Uruguay en los últimos 8 años le permitió recortar distancias con el nivel de ingresos de los países desarrollados. Estos últimos han presentado en los últimos años un crecimiento significativamente menor al de Uruguay, situación que se registró también en los años previos a la crisis internacional iniciada en 2008. De esta forma, como se puede observar en el gráfico 1, el país ha reducido la brecha de ingresos respecto a países desarrollados, como por ejemplo USA. En la actualidad el PBI per cápita del Uruguay representa aproximadamente 30% del de USA, cuando en el 2002 representaba en torno a un 20%.

No obstante, es claro que la brecha aún es demasiado amplia y que el país debe realizar esfuerzos por consolidar su crecimiento a largo plazo, a los efectos de continuar una trayectoria convergente hacia los países de mayores ingresos, mejorando el bienestar de la población.

2. DATOS DE 2010 CONFIRMAN AUSPICIOSO ESCENARIO DE ACTIVIDAD

Los datos de cuentas nacionales recientemente publicados por el BCU indican que el PIB creció en promedio un 8,5% durante 2010. De esta forma, la economía recuperó el fuerte ritmo de expansión observado a partir de la crisis de 2002, interrumpida en 2009 por un menor nivel de crecimiento (2,6%), causado por los efectos de la crisis financiera internacional sobre la economía uruguaya.

Histórico desempeño de la economía Uruguaya

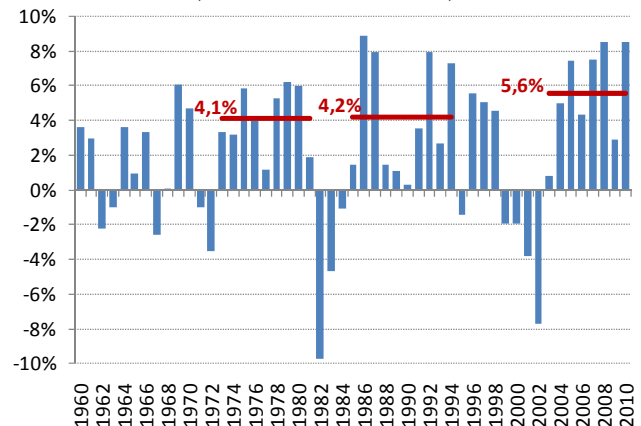
Los datos de cuentas nacionales confirmaron que 2010 representó el octavo año consecutivo de crecimiento económico en el Uruguay, consolidando uno de los períodos de mayor expansión económica de la historia nacional. Este período de crecimiento destaca no solo por la tasa promedio de crecimiento, sino también por su duración.

En efecto, en los últimos 50 años generalmente alternaron en el país períodos relativamente reducidos de crecimiento, con años de contracción. Desde 1960 hasta hoy, solo se registraron dos períodos de expansión consecutiva más prolongados que el actual, entre 1973 y 1981 (9 años) y entre 1985 y 1994 (10 años).

A su vez, desde el año 2003 se alcanzó un crecimiento acumulado del nivel de actividad superior al 50%, con una tasa de crecimiento promedio anual de 5,6%. Esta tasa de expansión supera en más de un punto porcentual anual la tasa promedio de crecimiento registrada en los otros períodos de expansión antes citados.

De concretarse las proyecciones de crecimiento económico para 2011 y 2012, la etapa de expansión actual de la economía sería no solo el período de mayor crecimiento promedio de los últimos 50 años, sino también el período más extenso de expansión ininterrumpida.

Gráfico 2.1 – Índice de volumen físico del PIB
(% de variación anual)



Fuente: BCU.

Crecimiento tendencial firme

El elevado registro de crecimiento en 2010 dio lugar al debate respecto de si el proceso de crecimiento es sostenible a largo plazo y en qué medida puede afectar otros objetivos macroeconómicos, como ser la estabilidad de precios.

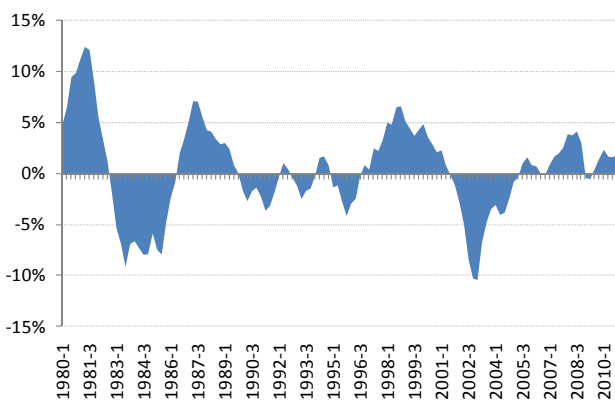
En efecto, el incremento de la inflación por encima del techo del rango objetivo actualmente establecido entre 3% y 7%, es en parte explicado por el hecho de que la demanda agregada actualmente estaría creciendo a un ritmo superior al de la oferta, generando presiones inflacionarias. En este contexto cobró relevancia la discusión acerca de la pertinencia de adoptar políticas más contractivas (fiscales y monetarias) a los efectos moderar el crecimiento de la demanda.

La descomposición del PIB en sus componentes inobservables de tendencia y ciclo nos proporciona elementos útiles para la discusión. Este procedimiento permite estimar el gap entre el producto observado (determinado a corto plazo desde el lado de la demanda) y el producto de tendencia (como aproximación a la capacidad productiva o producto potencial desde el lado de la oferta).

Como se puede observar en el gráfico 2.2, efectivamente se ha registrado en los últimos años una mayor expansión de la demanda respecto a la oferta, determinando que el componente cíclico del PIB (diferencia entre el nivel de actividad observado y su valor de tendencia de largo plazo) sea actualmente positivo. A su vez, esta situación se volvió a registrar en los últimos trimestres, determinando un leve crecimiento del componente cíclico en 2010.

No obstante, también se puede observar en el gráfico que la dimensión actual del componente cíclico es reducida en comparación histórica, lo que indica que la capacidad de producción de la economía ha crecido en forma significativa en los últimos años, acompañando el crecimiento de la demanda.

Gráfico 2.2 – Componente cíclico del PIB
(en % de la tendencia de largo plazo)



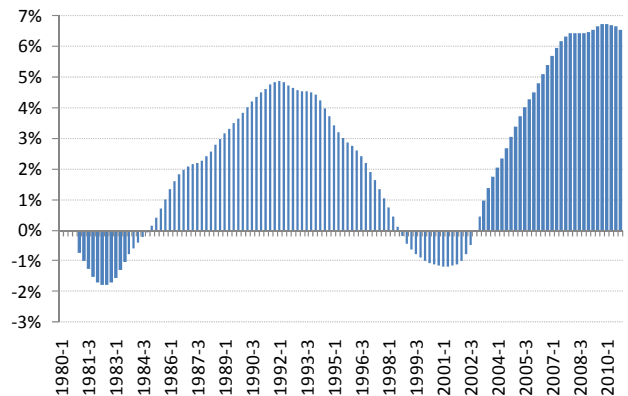
Fuente: estimaciones propias

En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 2.3, la tendencia de largo plazo del PIB muestra actualmente un nivel de incremento levemente superior al 6% anual. Este nivel de expansión tendencial sobrepasa ampliamente el crecimiento promedio experimentado en décadas anteriores y se ubica en torno al crecimiento promedio del nivel de actividad registrado en los últimos años.

Sin lugar a dudas el crecimiento de la capacidad productiva de la economía (reflejada en el crecimiento tendencial) ha permitido al Uruguay transitar por el período de más pronunciado crecimiento

to económico de los últimos 50 años, manteniendo registros de inflación moderados.

Gráfico 2.3 - Tendencia anual subyacente del PIB
(% de variación anual)



Fuente: estimaciones propias

¿Se esperan restricciones de oferta a corto plazo?

El crecimiento tendencial de la economía se ha sustentado principalmente en la fuerte expansión de la inversión en capital físico, fenómeno que se volvió a registrar en 2010, y en un fuerte incremento del la cantidad de trabajadores activos. En efecto, en los últimos 8 años la tasa de empleo de la economía (que mide la proporción de trabajadores ocupados entre la población total en edad de trabajar) se incrementó en 11 puntos porcentuales, pasando desde un 48% promedio en 2003 a un 59% en 2010.

En este sentido se abre una segunda interrogante respecto al proceso de crecimiento actual. *¿Es posible mantener esta tasa de crecimiento tendencial, con un mercado de trabajo que se encuentra prácticamente en niveles friccionales de desempleo?, es decir, ¿El empleo podrá continuar creciendo en la forma en que lo hizo en los últimos años?*

Es difícil pensar que el empleo pueda continuar creciendo en forma tan importante, considerando que la tasa de empleo ya se encuentra en niveles que constituyen mínimos históricos. En este sentí-

do, durante los próximos años la presión de demanda en el mercado de trabajo posiblemente se traduzca en una mayor presión sobre los salarios, transmitiéndose a su vez a los precios. En este sentido, podría ocurrir que efectivamente mercado laboral actúe como un cuello de botella o restricción al crecimiento tendencial en el futuro.

No obstante, cabe señalar que a corto plazo esta restricción de la oferta laboral probablemente no se observe como un verdadero limitante al crecimiento tendencial.

En primer lugar, porque aunque ya la economía uruguaya muestre niveles record en la tasa de actividad, representativa de la oferta laboral, la misma continúa creciendo, desafiando de esta forma la posibilidad de estimar un límite preciso a partir del cual el mercado de trabajo se configure como una restricción al crecimiento.

Por otra parte, cuando se analiza la tasa de actividad desagregando la misma por género, se observa que en el caso de las mujeres la oferta laboral, aún se encuentra en niveles reducidos (más de 20 puntos porcentuales por debajo de la tasa de actividad de los hombres) por lo que podría continuar creciendo en forma importante durante los próximos años, en la medida en que existan posibilidades laborales y los salarios reales continúen evolucionando al alza.

En este sentido, es esperable que aún en 2011 y posiblemente en 2012 pueda observarse un importante crecimiento en la capacidad de producción de la economía que acompañe de manera significativa el crecimiento de la demanda, evitando de esta forma, que se incrementen las presiones sobre los precios.

Adicionalmente, el crecimiento del capital físico y mejoras en la productividad tanto del capital físico como humano podrían sostener un crecimiento tendencial significativo aún con restricciones derivadas de la dificultad de expandir la cantidad de factor trabajo. Es por esto que se torna poco probable que el mercado laboral pueda actuar, al menos a corto plazo, el crecimiento tendencial obser-

vado en la sección anterior del informe. En este sentido, es poco probable que el mercado de trabajo se transforme a corto plazo en una limitante suficientemente fuerte como para impedir a la economía uruguaya aprovechar el contexto internacional actual, favorable al crecimiento de las economías emergentes.

De todas, con una mirada de más largo plazo, no hay que existe una posible restricción derivada del mercado laboral, al menos en algunos sectores de actividad. En este sentido, se torna importante fortalecer la formación de capital humano como una fuente de crecimiento que puede reemplazar, al menos parcialmente, una mayor utilización del factor trabajo como fuente de crecimiento, es decir procurar que el crecimiento se explique mayoritariamente en una mayor productividad de los factores utilizados, más que en una ampliación de los mismos.

El crecimiento por componentes del gasto agregado

Un análisis adicional que nos puede aporta elementos respecto de las características del crecimiento actual, y su posible sostenibilidad a mediano plazo consiste en la descomposición del nivel de actividad por componentes del gasto agregado.

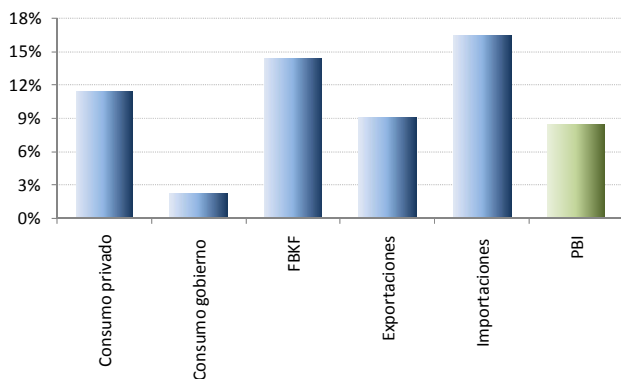
Como se observa en el gráfico 2.4, el crecimiento del año 2010 fue impulsado principalmente por la Demanda interna, en base a un fuerte crecimiento tanto del Consumo Final (10,1%), como de la Formación Bruta de Capital (13,2%). En contraste, el saldo neto con el exterior tuvo una influencia negativa sobre el PIB explicada por el mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones.

La evolución del saldo neto externo estaría dando señales de un exceso de absorción y por lo tanto confirmando un escenario donde el crecimiento de la demanda podría estar afectando otros objetivos macroeconómicos como el equilibrio del sector externo. No obstante, el hecho de que la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) resulte el com-

ponente de la demanda con mayor crecimiento, también confirma un escenario positivo de inversión y por lo tanto de ampliación de la capacidad de oferta de la economía. Cabe señalar que el fuerte crecimiento de la FBKF se explica por el comportamiento del Sector privado, con un crecimiento de 14,4%, dado que en el caso del Sector Público la FBKF creció apenas un 2%.

En la medida en que se espera que la inversión pública recupere un mayor dinamismo en 2011, al tiempo que se mantenga la trayectoria fuertemente expansiva de la inversión privada, se espera que durante 2011, nuevamente sea la inversión el componente de mayor crecimiento del gasto agregado.

Gráfico 2.2 – Componente cíclico del PIB
(en % de la tendencia de largo plazo)



Fuente: BCU.

Como aspecto negativo, se espera que en 2011 nuevamente las importaciones se incrementen por encima de las exportaciones determinando que el saldo neto con el exterior ejerza un efecto negativo sobre el nivel de actividad en 2011.

En síntesis

El crecimiento del nivel de actividad de 8,5% en 2010, confirmó que Uruguay se encuentra experimentando uno de los períodos de mayor expansión económica de su historia.

Si bien el país se encuentra en la parte positiva del ciclo económico evidenciando algunas señales de recalentamiento, no se observa una situación alar-

mante cuando se analiza en componente cíclico del PIB en perspectiva histórica. Adicionalmente se observa un significativo crecimiento tendencial que ha permitido mantener elevadas tasas de crecimiento con manejables presiones inflacionarias.

El análisis del crecimiento por componentes del gasto agregado muestra como la inversión continúa siendo el componente de la demanda de mayor expansión, lo que respalda el crecimiento tendencial de la economía basada en su capacidad de producción.

Por otra parte, si bien es posible que el mercado de trabajo pueda convertirse en un cuello de botella para el crecimiento tendencial en los próximos años, en el 2011 y probablemente en 2012 todavía podría observarse un crecimiento de la oferta laboral en paralelo al crecimiento de la cantidad de empleos que torne manejable las presiones sobre los salarios.

3. PROYECCIONES DE ACTIVIDAD PARA 2011 Y 2012

Si bien el crecimiento de 2010 cerró con un registro algo superior a lo esperado (8,5% contra 8,1% proyectado), la consideración del nuevo dato de actividad no representó una sorpresa para nuestros modelos de predicción, dado que la mayor parte del error se explicó por correcciones de las estimaciones del BCU, para trimestres previos¹.

A su vez, la actualización de las perspectivas de los principales determinantes internos, regionales e internacionales del nivel de actividad en Uruguay, determinan un escenario que se mantiene relativamente estable respecto de la última actualización de predicciones realizada hace tres meses.

A nivel interno se espera que continúen creciendo los ingresos de los hogares y el empleo, determinando un marco de significativo crecimiento del consumo. Se espera que en 2011 se produzca un incremento real de los ingresos de los hogares del orden del 5,3%.

A nivel regional, si bien las expectativas de crecimiento para Brasil se han ajustado levemente a la baja en las últimas semanas, se espera un fuerte crecimiento en 2011 tanto de Brasil como de Argentina. Encuestas de expectativas relevadas entre analistas por los bancos centrales de ambos países señalan que el crecimiento de Brasil en 2011 se situará en 4,1% en tanto que el de Argentina alcanzará un 6%. Este comportamiento de la región impulsa el crecimiento nacional considerando que dichos países constituyen los mayores destinos de las exportaciones nacionales tanto de bienes como de servicios.

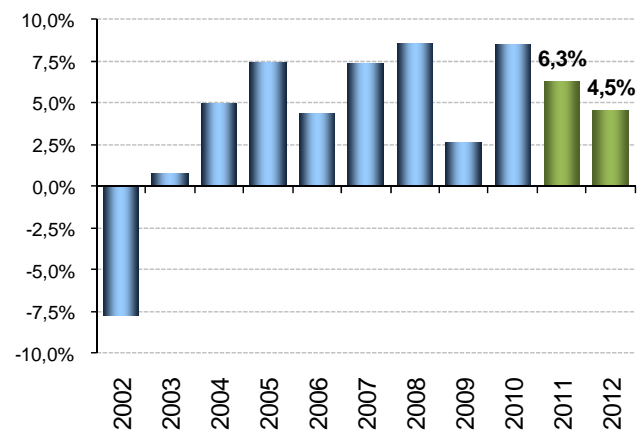
A nivel internacional, se espera que los precios de los *commodities* alimenticios continúen al alza, lo que favorece las exportaciones nacionales. No obstante, también se espera que el precio internacional del petróleo continúe al alza, lo que representa un incremento de los costos de la energía a

¹ Este tipo de revisiones en datos anteriores son frecuentes puesto que al cierre del año se cuenta con mayor disponibilidad de información respecto a la información por trimestre.

nivel interno afectando negativamente la oferta a nivel local. Nuestro escenario central de proyecciones supone que los *commodities* alimenticios crecerían en promedio casi un 10% en el año, mientras que el petróleo lo haría algo por encima del 20%.

En este escenario se proyecta que *el crecimiento promedio del PIB en 2011 se ubicaría en 6,3%, en tanto que en 2012 lo haría en 4,5%*.

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



Fuente: Datos BCU y estimaciones propias.

Considerando la importante incertidumbre que existe sobre la evolución del precio internacional del petróleo a raíz de los conflictos existentes en Libia y Medio Oriente, se estimó un escenario alternativo. En este se consideró que precio del petróleo creciera hasta un nivel de 140 dólares por barril (crecimiento promedio anual del orden del 50%), manteniendo constante la evolución del resto de los *commodities*, configurando de esta forma un escenario internacional más pesimista para la actividad nacional.

En este escenario alternativo, la economía uruguaya crecería un 6,1% en 2011 mientras que se reduciría en más de un punto porcentual el crecimiento de 2012. Ello se debe a que el impacto de un shock de oferta como lo es el incremento en el precio del petróleo u otras fuentes energéticas, afectan con

rezagos significativos (unos tres trimestres) las decisiones de producción de las empresas.

En este sentido, si bien se espera una leve desaceleración de la economía respecto al crecimiento evidenciado en 2010, el nivel de actividad volvería a presentar una expansión muy importante en 2011, aún cuando el escenario internacional se torne más desfavorable. En este caso, los mayores efectos sobre el nivel de actividad se observarían en 2012.

No obstante, cabe señalar que en nuestras proyecciones centrales (considerando el escenario internacional que entendemos de mayor probabilidad) la economía uruguaya crecería a ritmo importante en 2011 y 2012 configurando de tal forma el período de expansión más largo y pronunciado de los últimos 50 años.