

Contenido

1. Perspectivas de actividad frente a un escenario internacional más adverso.....1
2. La actividad se desacelera en el segundo trimestre del año.....2
3. Nuevas proyecciones de actividad en un contexto más incierto.....5

Realizado por cinve

centro de investigaciones
económicas

Fecha de elaboración:

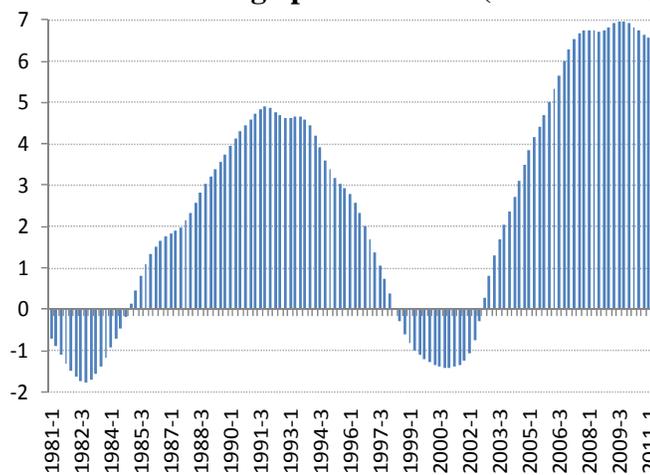
30 de Setiembre de 2011

1. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD FRENTE A UN ESCENARIO INTERNACIONAL MÁS ADVERSO

Los datos de Cuentas Nacionales publicados recientemente por el BCU evidenciaron un menor crecimiento que el esperado de la economía uruguaya de 4,8% en el primer trimestre del año, respecto del mismo período del año anterior. Esta cifra representa una desaceleración del ritmo de crecimiento de la actividad durante el segundo trimestre del año. De acuerdo a estimaciones de cinve, el crecimiento tendencial del segundo trimestre ascendió a 1,7%, ubicándose levemente por debajo del incremento registrado durante el primer trimestre de 2011.

Al analizar la evolución de más largo plazo, se constata asimismo una desaceleración del nivel de actividad en el segundo trimestre de 2011, como puede observarse en el gráfico 1. A pesar de esto, nuestras estimaciones indican que la economía uruguaya estaría presentando aún un importante dinamismo, registrando un crecimiento de su potencial productivo en torno al 6,5%.

Gráfico 1. Tendencia de largo plazo del PIB (% de variación anual)



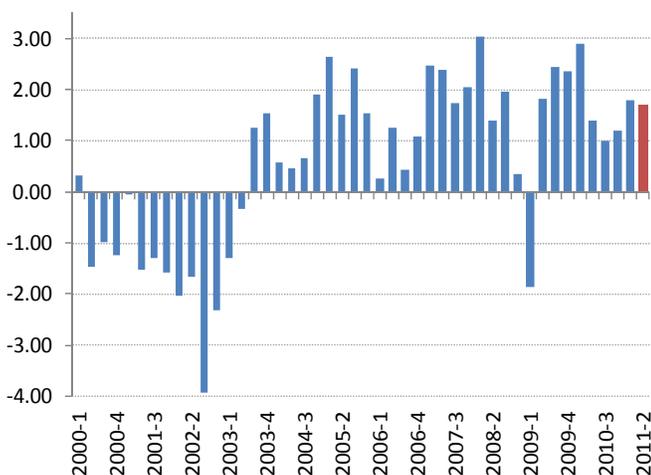
Fuente: Estimaciones de cinve en base a datos del BCU.

El nuevo dato representó una innovación negativa para nuestros modelos de predicción, lo que nos llevó a corregir levemente a la baja nuestras proyecciones de crecimiento para 2011 a **6,3%**, mientras que el crecimiento previsto para 2012 es de **5%**. A su vez, las nuevas turbulencias internacionales añaden incertidumbre y se presentan como una posible amenaza de corto plazo para el crecimiento sostenido. A pesar de esto, en el peor de los escenarios la economía verificaría tasas de crecimiento por encima del 5% en 2011 y de 1,4% en 2012, resultados que surgen del análisis que se detalla en el cuerpo del informe.

2. LA ACTIVIDAD SE DESACELERA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO

Los datos de Cuentas Nacionales publicados recientemente por el BCU indican que la economía uruguaya habría desacelerado su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre del año. El crecimiento interanual durante dicho trimestre ascendió a 4,8%, ubicándose por debajo de lo proyectado por cinve. Según nuestras estimaciones, el crecimiento tendencial del segundo trimestre se ubicó en 1,7% (6,3% tasa anualizada), levemente por debajo del crecimiento registrado durante el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 2.1).

Gráfico 2.1. Tendencia-ciclo del PIB (% de variación trimestral)



Fuente: Estimaciones de Cinve en base a datos del BCU.

Por otra parte, si observamos la evolución de la tendencia de largo plazo del nivel de actividad (véase gráfico 1), encontramos que al cierre del segundo trimestre del año la economía uruguaya estaría evidenciando una desaceleración. Por tanto, la desaceleración del ritmo de crecimiento de la actividad se constata tanto en el análisis desestacionalizado de la serie como en su evolución de más largo plazo. A pesar de esto, nuestras estimaciones indican que la economía uruguaya estaría presentando aún un importante dinamismo, registrando un crecimiento de su potencial productivo en torno al 6,5%.

En síntesis, los datos de actividad del segundo trimestre del año reflejaron un crecimiento tanto en la comparación interanual como en términos de tendenciales, aunque desacelerando su ritmo de expansión, lo cual se extiende a los indicadores de más largo plazo. La desaceleración señalada y la innovación negativa que significó el nuevo dato, evidencian una reducción del dinamismo de la economía, si bien se espera que la economía uruguaya cierre el año con un crecimiento cercano al 6%. En la sección siguiente se analizará la revisión de las proyecciones de actividad a la luz del nuevo dato y de las perspectivas sobre la evolución de los determinantes.

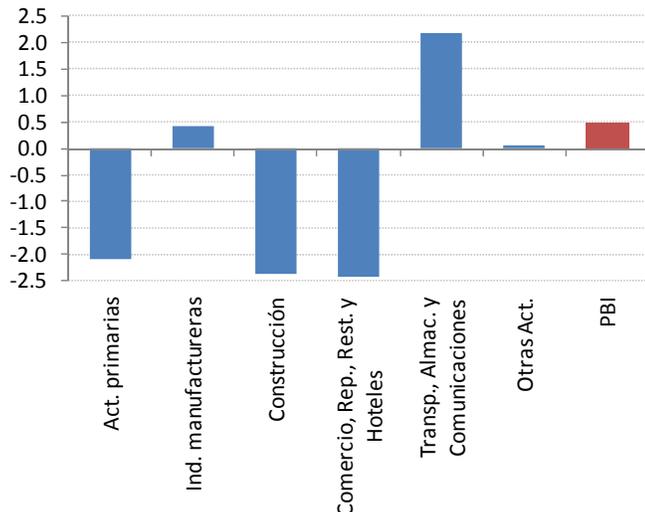
El crecimiento por sectores de actividad

Como señala el comunicado emitido por el BCU, la desaceleración en el segundo trimestre de 2011 fue prácticamente generalizada a todos los sectores de actividad. La única excepción dentro de este marco general estuvo determinada por el sector “Suministro de electricidad gas y agua” que presentó un fuerte crecimiento desestacionalizado en el trimestre – de 43,4%-. Esta evolución, que contrasta con el panorama general no sólo por su signo negativo sino por su magnitud, se explica por la sequía que se registró durante el primer trimestre del año. Debido a que dicho comportamiento responde a un fenómeno climático totalmente exógeno al desempeño económico general, es razonable que sea incluido dentro del componente irregular, presente en la serie desestacionalizada. Dado que este comportamiento se vio revertido durante el segundo trimestre del año, la comparación entre el primer y segundo trimestre del año en términos desestacionalizados arrojó un fuerte crecimiento de dicho sector.

Exceptuando el “Suministro de electricidad gas y agua”, el sector de mayor dinamismo durante el segundo semestre del año fue “Transporte,

almacenamiento y comunicaciones” (2,2% desestacionalizado), impulsado por el crecimiento de las telecomunicaciones y del comercio exterior, particularmente vinculado a las importaciones.

Gráfico 2.2. Crecimiento por sectores de actividad (tasa trimestral desestacionalizada en %)



Fuente: BCU.

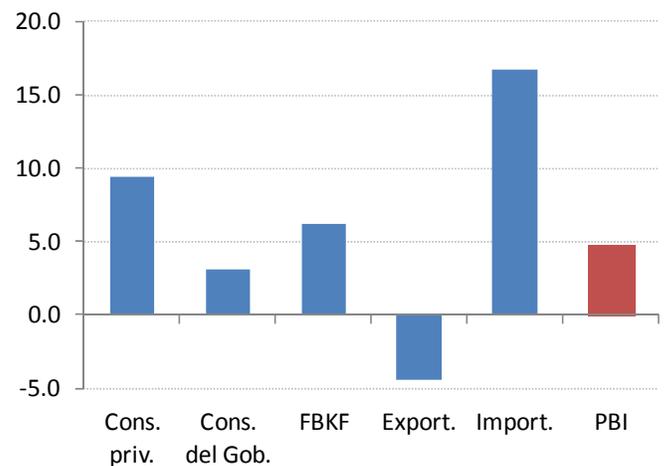
Tanto las “Industrias manufactureras” como el agregado de “Otras actividades” registraron un crecimiento moderado durante el segundo semestre del año (0,4% y 0,1% desestacionalizado, respectivamente). En el caso de la industria manufacturera destaca la fuerte contracción de la industria frigorífica y caída, aunque moderada, de UPM. En el caso de los frigoríficos, las restricciones de oferta verificadas desde fines de 2010 han tensado el mercado, llevando a la disminución de la faena de ganado. En tanto, UPM se ha visto afectada por la crisis europea que tiene efectos directos sobre sus destinos de exportación.

En resumen, con excepción del “suministro de electricidad, gas y agua”, la desaceleración del crecimiento económico fue un proceso extendido en toda la economía al punto que la evolución promedio del resto de los sectores evidenció una contracción de 0,7%.

Componentes del gasto agregado

Desde el punto de vista de los componentes del gasto agregado, los datos del segundo trimestre confirman la continuación del comportamiento expansivo de los componentes de la demanda interna. El Consumo presentó un incremento del 8,6% respecto al mismo período del año anterior y la Formación bruta de capital, de 29,1%.

Gráfico 2.3. Crecimiento por componentes del gasto agregado (tasa trimestral interanual en %)



Fuente: BCU.

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 un crecimiento del 9,4%, mientras que en el sector público el crecimiento alcanzó un 3,1%. La inversión física del sector privado creció 10,2%, mientras que la del sector público se contrajo en 7,2%.

Estas cifras indican, al igual que en el trimestre anterior, 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 o incluso operando en forma contraria, compensando en cierta medida dicho efecto.

En contraste con la demanda interna, el saldo neto con el exterior presentó una incidencia negativa sobre el crecimiento en el segundo trimestre del año de 7 puntos porcentuales. Este efecto negativo se explica tanto por una caída de las exportaciones –de 4,4%– como por una fuerte expansión de las importaciones -16,8%–.

En resumen

El último dato de Cuentas Nacionales, revela un escenario de desaceleración del ritmo de crecimiento, generalizado a la casi totalidad de los grandes sectores de la economía.

Luego de haber incidido de forma negativa durante el primer trimestre del año, la situación climática se estabilizó, revirtiéndose el comportamiento del sector de “Suministro de electricidad, gas y agua” y registrando un importante crecimiento en la comparación desestacionalizada.

El resto de los sectores de actividad registraron una caída en el segundo trimestre en términos desestacionalizados, al tiempo que las “Industrias manufactureras” y “Otras actividades” si bien no se contrajeron disminuyeron su ritmo de crecimiento. En el caso del sector industrial la explicación se debe fundamentalmente a la caída de la actividad de la industria frigorífica y en segundo lugar, de UPM.

Finalmente, cabe reparar que el crecimiento de la demanda interna continúa siendo impulsado por el sector privado, y que en contraste, el saldo neto con el exterior mantiene desde el último trimestre del año anterior una incidencia negativa sobre el crecimiento.

3. NUEVAS PROYECCIONES DE ACTIVIDAD EN UN CONTEXTO MÁS INCIERTO

A continuación se presentan tres apartados que explican, en primera instancia, la corrección en las proyecciones de actividad para 2011 y 2012, seguida de un breve diagnóstico de la situación internacional y las nuevas amenazas que se presentan para Uruguay. Finalmente se agrega un análisis de los posibles efectos de una profundización de la crisis internacional sobre las perspectivas de crecimiento para 2011 y 2012.

Actualización de las proyecciones de actividad

El dato de actividad correspondiente al segundo trimestre, divulgado por el BCU, representó una innovación negativa para nuestros modelos de predicción, lo que nos llevó a corregir levemente a la baja nuestras proyecciones de crecimiento para 2011.

Cabe señalar que si bien se revisaron y actualizaron las perspectivas del contexto regional e internacional, las mismas no se han modificado significativamente, más allá de la mayor incertidumbre que muestran actualmente los mercados.

En lo referido al contexto interno, no se han modificado nuestras perspectivas, si bien cabe destacar que el tercer y cuarto trimestre se verán afectados por el cierre de la refinería de ANCAP. Esta paralización de actividades responde a necesidades técnicas de llevar a cabo tareas de mantenimiento. Por otro lado, se han comenzado las obras de la nueva planta de celulosa, Montes del Plata, cuyo impacto sobre la actividad comenzará a ser notorio recién en el próximo semestre.

En lo que se refiere al contexto regional, si bien las perspectivas de crecimiento de la economía brasileña se han ajustado levemente a la baja en los últimos meses, este deterioro de las perspectivas ha sido compensado por una nueva mejoría de las previsiones de crecimiento para la

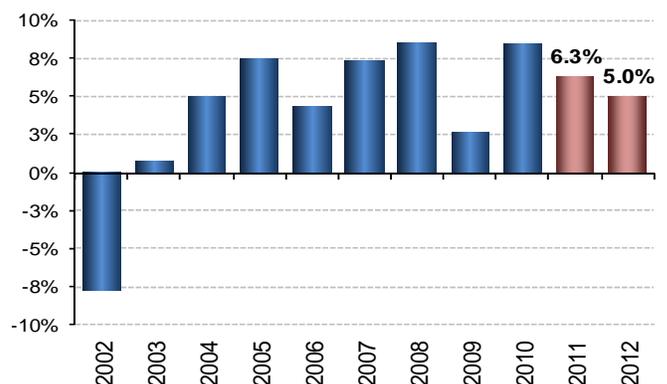
economía argentina, determinando un escenario regional semejante al manejado meses atrás.

En lo que respecta a los precios internacionales, se puede apreciar un fuerte crecimiento de los mismos en lo que va de 2011. Más precisamente, los alimentos aumentaron cerca de 35% en términos reales, respecto a igual período de 2010, en tanto que el petróleo lo hizo 22%.

Dadas las turbulencias internacionales que se están presentando durante este segundo semestre del año, esperamos una desaceleración en el crecimiento de los precios internacionales, para cerrar el 2011 con crecimientos menores a los observados durante los primeros seis meses, lo que ubicaría el precio de los alimentos 25% por encima de su valor promedio de 2010, en tanto que el precio del petróleo se incrementaría 15%, todo en términos reales.

Considerando el nuevo escenario previsto, se proyecta que, el **crecimiento promedio del PIB** en 2011 se ubique en **6,3%**, en tanto que en 2012 crecería un **5%**.

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



Fuente: Datos BCU y estimaciones de cinve.

En resumen, si bien el dato representó una innovación negativa para nuestros modelos de proyección, seguimos esperando un crecimiento significativo de la economía para 2011 y 2012,

basado en un importante empuje de la demanda interna, tanto de sus componentes de consumo como de inversión.

Un sector externo más vulnerable

La crisis de deuda que afecta a varios países de la eurozona, y especialmente los riesgos de default que presenta la economía griega, sumado a los débiles signos de recuperación de la economía norteamericana, han impregnado de incertidumbre y volatilidades a los mercados internacionales.

Estas turbulencias en los mercados financieros se traducen automáticamente en fuertes oscilaciones de los precios internacionales de los *commodities*, a la vez que “el apetito por lo seguro” genera una salida de capitales de los países emergentes, donde las monedas locales comienzan a depreciarse frente a las “monedas seguras”, como el dólar.

Por otro lado, la escasa faena de ganado generó una importante reducción en las cantidades de carne exportada, a la vez que afectó la actividad frigorífica y de curtiembres. En lo que respecta a las perspectivas para estos sectores, no esperamos que esta restricción de oferta se revierta en el corto o mediano plazo, dado los tiempos naturales implícitos en estos procesos.

En cuanto a las importaciones, estas continúan mostrando un crecimiento sostenido, empujadas por una demanda interna que sigue en expansión. Este incremento de las compras al resto del mundo, conjuntamente con la contracción de las exportaciones podría derivar en un importante desequilibrio de cuenta corriente, poniendo en peligro el patrón de crecimiento equilibrado que venía presentando la economía uruguaya hasta 2010.

En síntesis, las nuevas turbulencias internacionales añaden incertidumbre en el panorama local y regional, a la vez que los desequilibrios de cuenta corriente comienzan a presentarse como una posible amenaza de corto plazo para el crecimiento sostenido. En tanto nuestras estimaciones puntuales hechas sobre la

base de las perspectivas regionales e internacionales antes comentadas, indican que Uruguay seguirá creciendo en 2011 y 2012 a tasas de 6,3% y 5%, respectivamente. No obstante, discutimos en lo que sigue escenarios alternativos a esta estimación central.

Perspectivas frente a un escenario internacional más adverso

Como se mencionó, el contexto internacional constituye una fuente de incertidumbre para la economía nacional. Las crecientes dudas sobre la economía griega y el aumento de las probabilidades de un default de su deuda, así como la inestabilidad de otras economías europeas y la incierta recuperación de la economía estadounidense imprimen una fuerte volatilidad en los mercados.

Ante la elevada incertidumbre internacional, realizamos un análisis de sensibilidad de nuestras proyecciones centrales de crecimiento, bajo un nuevo escenario internacional más adverso, donde (por ejemplo, debido al posible default griego) volvería el “apetito por lo seguro” y los precios de los *commodities* se ajustarían significativamente a la baja, en tanto que las monedas locales tenderían a depreciarse frente al dólar.

Cuadro 3.1. Evolución principales variables en los dos escenarios

Estimaciones	Actual		Escenario más Adverso		
	2010	2011	2012	2011	2012
Inflación	6.9%	7.6%	6.9%	10.0%	6.8%
TC (promedio)	20.06	18.85	18.85	19.96	23.35
TC (dic)	19.99	18.76	18.90	24.04	22.28
PIB	8.5%	6.3%	5.0%	5.8%	1.7%
Supuestos					
PIB Arg	9.2%	7.2%	4.7%	6.7%	0.8%
PIB Bra	7.5%	3.6%	3.8%	2.9%	-0.6%
Petróleo	28.8%	15.2%	-6.2%	6.0%	-29.5%
Alimentos	20.1%	24.7%	-3.6%	4.0%	-2.4%

Fuente: Datos BCU, CRB y estimaciones de cinve.

Tal como se puede apreciar en el cuadro 3.1, este nuevo escenario externo implica una importante caída en el precio internacional de los alimentos y del petróleo.

En lo que respecta al tipo de cambio, este escenario depreciaría la moneda uruguaya, dejándolo cercano a los \$24 por dólar para fin de año. Este incremento del dólar, en conjunto con la comentada evolución de los precios internacionales, determinaría una inflación que alcanzaría los dos dígitos.

En este escenario, las proyecciones de actividad para Brasil y Argentina, se asemejarían mucho a las del último trimestre de 2008 y el primero de 2009 (luego de la quiebra de Lehman brothers), determinando un crecimiento de 2,9% y 6,7% para 2011 respectivamente. El mayor impacto se daría en 2012, cuando estas economías prácticamente se estancarían.

En cuanto a los impactos en el nivel de actividad local, el escenario anteriormente descrito no afectaría de forma muy drástica el crecimiento de 2011, aunque si determinaría una fuerte caída en 2012, dejando las tasas de crecimiento en 5,8% y 1,4% respectivamente.

En síntesis, la economía uruguaya crecerá en 2011 a tasas mayores del 5%, inclusive en el caso de concretarse un escenario internacional significativamente más adverso. En cuanto al crecimiento de 2012, el mismo dependerá del desarrollo de la situación en el resto del mundo, aunque cabe resaltar que en el peor de los escenarios, el nivel de actividad crecería de todas formas 1,4% durante el próximo año.