

Contenido:

1. ¿Desaceleración en 2013?
2. Análisis del último dato de Cuentas Nacionales
3. ¿Qué se espera para 2014-2015?

Marzo de 2014

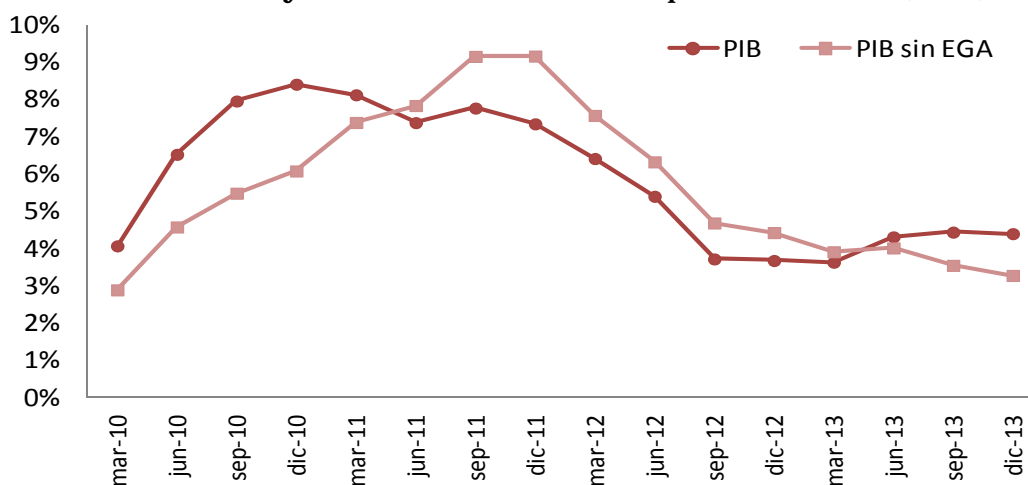
Realizado por cinve
Centro de Investigaciones Económicas

1. ¿DESACELERACIÓN EN 2013?

El último dato de Cuentas Nacionales (CC.NN) publicado por el BCU indicó que en 2013 la economía uruguaya creció 4,4% respecto a 2012. El resultado sorprendió favorablemente ya que se encontró por encima de lo esperado, en especial el cuarto trimestre del año donde el crecimiento interanual fue de 4,6%. Por tanto, Uruguay concluye su onceavo año consecutivo de crecimiento ininterrumpido.

Por otra parte, dicho incremento anual es mayor al registrado en 2012, que luego de las correcciones efectuadas por BCU a los datos históricos se situó en 3,7%. De esta manera, a primera vista el diagnóstico de desaceleración parece debilitarse. Sin embargo, leyendo cuidadosamente los datos, y extrayendo del PIB global las fuertes variaciones del sector “Electricidad, Gas y Agua” (sector de comportamiento ampliamente volátil asociado a las condiciones climáticas), encontramos que el crecimiento para 2013 fue levemente inferior al que tuvo lugar en 2012. Ello indica que dejando a un lado la generación de energía (particularmente los cambios en la hidráulicidad, que depende directamente de factores climáticos) en 2013 la economía uruguaya enlenteció mínimamente su crecimiento respecto al año inmediato anterior.

Gráfico 1. PIB y PIB sin EGA, variación promedio anual (en %)



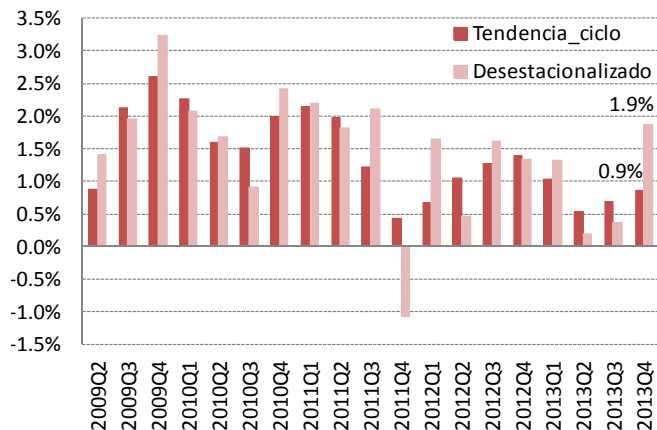
Fuente: Elaboración cinve en base a BCU.

Desde el lado de la demanda son los componentes internos, y especialmente el consumo privado, quienes se mantienen dinámicos, en tanto las partidas asociadas al sector externo resultaron menos favorables. Por sectores “Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones” y “Suministro de Electricidad, Gas y Agua” fueron quienes mayor incidencia tuvieron, en tanto la Industria Manufacturera se contrajo. A continuación se profundiza el análisis del último dato de CC.NN. para luego discutir qué se puede esperar para los próximos dos años en términos de producto y sus componentes.

2. ANÁLISIS DEL ÚLTIMO DATO DE CUENTAS NACIONALES

Según la última publicación de Cuentas Nacionales, en 2013 la economía uruguaya registró un crecimiento anual de 4,4%, en tanto durante el último trimestre del año la variación interanual fue de 4,6%. Ambos guarismos se encontraron por encima de lo previsto.

Gráfico 2.1 – PIB desestacionalizado y componente de tendencia-ciclo, variación trimestral, en %



Fuente: Estimaciones cinve en base a BCU.

Por su parte, el componente de tendencia-ciclo¹ del nivel de actividad -que brinda una señal más estable de crecimiento depurada de factores estacionales e irregulares- registra un leve incremento en el cuarto trimestre de 2013. En efecto, dicho crecimiento se ubicó en 0,9%, registro levemente superior al anterior. Por su parte, el componente desestacionalizado (que únicamente depura el componente estacional) indica un crecimiento notoriamente superior, aunque algo menor al 2%. Así, la diferencia entre ambas señales radica esencialmente en el componente irregular, siendo éste muy elevado en el último trimestre del año pasado.

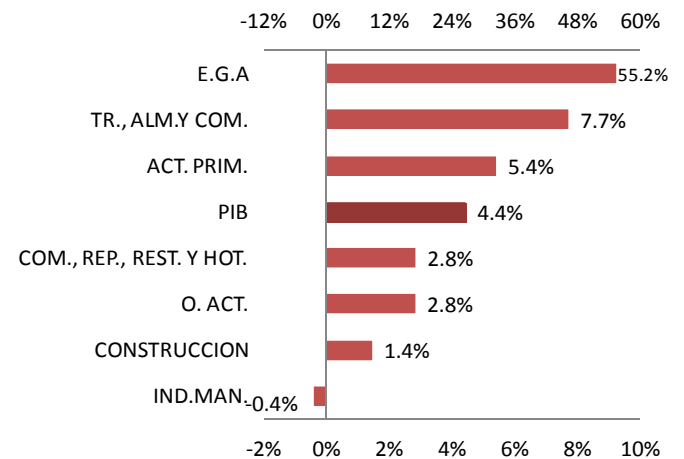
De esta manera, el análisis de estos dos componentes del producto relativiza el diagnóstico de desaceleración del nivel de actividad aunque también descarta la ocurrencia de una notoria aceleración. En otras palabras, si bien es cierto que la economía se aceleró en el

cuarto trimestre, esto se explica en gran medida por factores transitorios, que se dispararían rápidamente.

Desempeño por el lado de la oferta

Analizando las diferentes actividades económicas consideradas por el BCU, es posible sostener que durante el año 2013 la gran mayoría presentó variaciones positivas respecto a 2012. Aquellos sectores más dinámicos y con mayor incidencia en el crecimiento fueron “Suministro de Electricidad, Gas y Agua” (55,2%) y “Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones” (7,7%). En el primer caso el resultado es atribuible al mayor nivel de lluvias que condujo a una mayor generación hidráulica de energía eléctrica, en tanto en el segundo las telecomunicaciones fueron las actividades dinamizadoras. También por encima del crecimiento de la actividad global se encontró aquel de “Actividades Primarias” (5,4%).

Gráfico 2.2 – Desempeño por actividad económica, (EGA en eje superior) variación promedio anual 2013, en %.



Fuente: BCU.

Finalmente, con incrementos inferiores al del PIB se notan los de “Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles”, “Otras Actividades” (ambos con aumentos de 2,8%) y de “Construcción” (1,4%). Por su parte las “Industrias Manufactureras” fueron las únicas que no crecieron, reduciendo su valor agregado en 0,4%.

¹ Extraído por TRAMO-SEATS

En el último trimestre

En cuanto al último dato trimestral, el único sector que registró un resultado desfavorable en la medición interanual fue “Suministro de Electricidad, Gas y Agua” (-9,2%), resultado que se atribuye a un mayor costo de generación de energía eléctrica, ya que de acuerdo a datos de la Dirección Nacional de Energía en el último trimestre del año se produjo cerca de un 4% más de generación hidráulica respecto al mismo período de 2012.

Le sigue “Actividades primarias” que creció 2% en términos interanuales. Al interior de las mismas hubo incrementos tanto en la actividad pecuaria como en la agrícola. Dentro de la primera se registró un aumento de las actividades de lechería por recuperación de precios, pero la producción vacuna se retrajo por un menor nivel de faena. En la segunda se incrementó la agricultura (esencialmente por la recuperación del trigo frente a la mala zafra de 2012) y la silvicultura (por mayor demanda de madera y pulpa de celulosa).

Luego aparecen “Construcción” y “Otras actividades” con incrementos de 2,6% y 2,9%, respectivamente. En la primera el mayor impulso fue dado por el sector público con obras de vialidad y espacios públicos así como algunas otras asociadas a la telefonía. A nivel privado dicha actividad se retrajo, fundamentalmente por la finalización de obras en Montes del Plata. Dentro de “Otras actividades” se destacan los incrementos de los servicios financieros y de salud.

Por su parte, la Industria manufacturera se incrementó 3,7%, con una gran incidencia de UPM-Botnia (en cuya medición interanual trimestral juega el diferente *timing* de cierre por mantenimiento: en 2012 fue en octubre (Cuarto Trimestre) y en 2012 en setiembre (Tercer Trimestre)), la producción de madera, vehículos y jarabes y concentrados, estos últimos en PepsiCo en régimen de Zona Franca. Entre las ramas que cayeron resaltan los frigoríficos (asociado a la menor faena y el menor precio que recibieron los

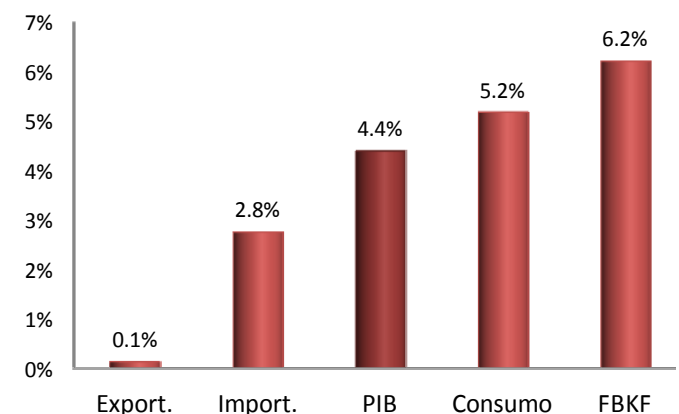
productores), así como la elaboración de prendas de vestir, caucho, plástico, metal y maquinaria.

Finalmente, los sectores más dinámicos fueron “Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles” (5,3%) así como “Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones” (8,9%). En los primeros se verifica un incremento de todos sus componentes: el comercio se incrementó por una mayor venta de bienes importados de consumo final e intermedios no energéticos así como de vehículos. En tanto, restaurantes y hoteles se vio favorecido por una mayor demanda tanto externa (por turismo) como local (hogares) según consigna el BCU. En la segunda actividad, el impulso también estuvo dado por todos los subsectores. En los primeros el comunicado de BCU indica que existió un incremento en los servicios portuarios, en tanto las comunicaciones crecen por mayores servicios de datos y telefonía.

Desempeño de la demanda

Si se mira el resultado anual del nivel de actividad por componentes del gasto final, persiste el diagnóstico de “dos velocidades” en la economía uruguaya, siendo aquellos componentes internos los más dinámicos.

Gráfico 2.3 – Desempeño por componentes del gasto, variación promedio anual 2013, en %.



Fuente: BCU.

Tal como muestra el gráfico 2.3, son el Consumo y la Formación bruta de capital fijo (FBKF) aquellos componentes que crecen por encima del nivel agregado. El primero creció 5,2%, en tanto el segundo lo hizo en 6,2% (aunque tuvo una

desaceleración marcada en el cuarto trimestre). Al interior del Consumo final, fue el de los hogares (5,3%) el que más se incrementó (el del Gobierno creció 4,2%). En cuanto a la FBKF, su aumento se debe al incremento de ambos componentes (pública y privada). De todas formas, y si bien ambos resultados indicarían que estos componentes se mantienen fuertes en términos de demanda, también es cierto que los resultados de 2013 son menos favorables que los registrados en 2012 (5,4% y 19,2%). De todas formas la participación de la FBKF en el producto total se mantiene en torno a 23%, registro muy elevado en la comparación histórica.

Por su parte, en el sector externo la brecha comercial continúa siendo desfavorable, continuando en la senda de deterioro dado el mayor incremento de las importaciones. En tanto las exportaciones se mantuvieron prácticamente incambiadas durante 2013 (0,1%), las importaciones crecieron 2,8%. De todas formas, dicho detrimento es menor al sufrido en 2012.

Análisis del último trimestre de 2013

En lo que refiere al dato trimestral, los patrones de crecimiento en términos de demanda no son del todo análogos a los del año. Por una parte, el consumo presentó un crecimiento similar (4,8%), así como sus componentes de hogares y Gobierno. En el primero se destacó el consumo de bienes importados durables y el gasto de residentes en el exterior. Por su parte, la FBKF tuvo un crecimiento inferior al global de 2013 (1,9%), el cual se encontró esencialmente ligado a la exploración y prospección de hidrocarburos en el sector privado ya que la inversión en Montes del Plata ha comenzado a reducirse por la finalización de obras. En el sector público se destacan las obras de vialidad y comunicaciones.

Respecto a las partidas de la balanza comercial, las exportaciones se redujeron en términos interanuales en el cuarto trimestre (-0,8%) y las importaciones crecieron 3,8%. En las primeras cayeron las de bienes y aumentaron las de servicios, resultado atribuible a la caída de la venta de carne y lácteos y al aumento del turismo

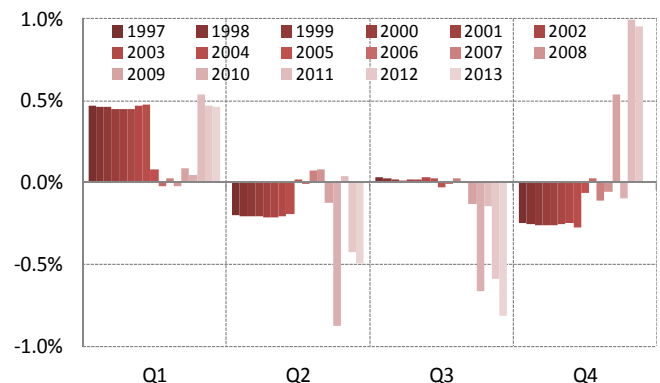
receptivo. También creció la venta de vehículos, cueros, trigo y pulpa de celulosa. En las importaciones el patrón entre bienes y servicios es análogo al de las exportaciones: cayó la compra de los primeros (intermedios y de capital por la finalización de obras en Montes del Plata) y los segundos crecieron por el aumento del turismo emisor, asociado al abaratamiento relativo de los destinos turísticos, en especial hacia Argentina, y por las ya mencionadas obras de exploración y prospección de hidrocarburos.

Correcciones en datos anteriores

Asimismo, el BCU efectuó importantes modificaciones en las series históricas del PIB y en sus componentes. Las correcciones comienzan en 1997 y abarcan hasta el último dato, aunque hasta 2008 no se corrigió el resultado anual pero sí a su interior, incrementando el valor de algunos trimestres y reduciendo el de otros.

El gráfico 2.4 muestra la magnitud de la variación entre el dato de la serie anterior, y los nuevos datos publicados por BCU, respecto al dato antes de las correcciones. La separación se efectúa entre trimestres debido a la estacionalidad de las correcciones.

Gráfico 2.4 – Modificaciones en datos CCNN 1997-2013 (por trimestre y año, variación del dato corregido respecto a serie anterior, en %)



Fuente: Elaboración cinve en base a BCU.

Del gráfico anterior se desprende que en tanto el primer trimestre fue generalmente corregido al alza, los otros presentan modificaciones de diferente signo a lo largo del tiempo. Sobre el final de la muestra, el primer y el cuarto trimestre se

corrigieron al alza mientras que para el segundo y el tercero se hizo a la baja.

Por otra parte, es de destacar que de 2009 a la fecha también se produjeron modificaciones en el resultado total anual, algunas de magnitudes significativas. En tanto los años 2009 y 2011 fueron corregidos al alza (este último en una magnitud importante), 2010 y 2012 se modificaron a la baja.

Cuadro 2.1 – Cambios en CCNN anuales

	2009	2010	2011	2012
Var. Anterior	2.2	8.9	6.5	3.9
Var. Actual	2.4	8.4	7.3	3.7

Fuente: Elaboración **cinve** en base a BCU.

Estas modificaciones en el índice determinan que en el incremento de 4,4% ocurrido durante 2013 exista también un efecto comparación. Esto ocurre porque la variación promedio anual se mide sobre una base más pequeña que la que se tenía con anterioridad, incrementando de esta manera el crecimiento entre ambos períodos de tiempo.

En suma...

El dato de Cuentas Nacionales fue mejor a lo esperado y condujo a un crecimiento de 4,4% para 2013, por encima del ocurrido el año previo. Mientras que el PIB sin EGA indica un menor crecimiento respecto a 2012, las señales de tendencia-ciclo y serie desestacionalizada señalan en ambos casos un mejor resultado del último trimestre del año pasado. Sin embargo, la tendencia-ciclo - de comportamiento más estable - indica que el mejor desempeño del cuarto trimestre por sobre lo esperado se asocia a fenómenos transitorios, recogidos en el componente irregular.

A nivel de oferta se destaca la contribución positiva del sector “Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones” y de “Suministro de Electricidad, Gas y Agua” en el año y del primero junto a “Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles” en el cuarto trimestre. A nivel de demanda siguen siendo los componentes internos, y esencialmente el consumo quien continúa

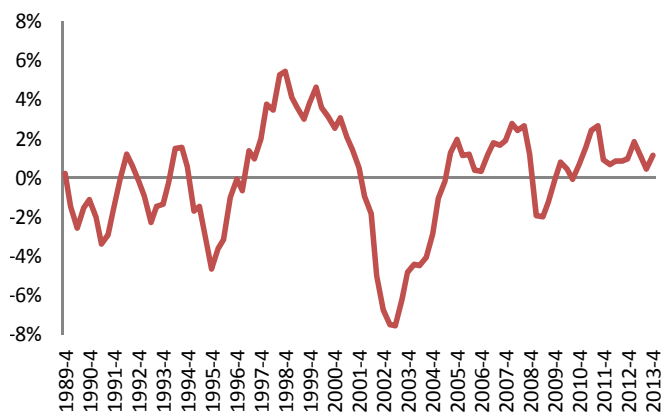
dinamizando la economía, aunque la inversión mantiene una participación importante en el producto total. Por su parte, la brecha comercial con el exterior crece, aunque a menor ritmo que en 2012.

3. ¿QUÉ SE ESPERA PARA 2014-2015?

El año 2013 cerró con un crecimiento promedio anual de 4,4%. Es éste el onceavo año consecutivo de crecimiento, luego de la recuperación de la crisis de 2002, con niveles de crecimiento históricamente elevados. A diferencia de años previos inmediatos, donde la tasa de crecimiento se había ido reduciendo, el año pasado presentó un incremento mayor a 2012. Dicho desempeño indicaría que la economía uruguaya tuvo mayor impulso que lo previsto, aunque también es cierto que si se descuenta la incidencia de factores climáticos, el crecimiento fue inferior al del año previo.

Por otra parte, en términos del componente cíclico del producto (gráfico 3.1), la actividad económica se encontraría levemente por encima de su tendencia de largo plazo (cerca de 1%), resultado que se prolonga desde hace un bienio.

Gráfico 3.1 – Componente cíclico del PIB
(en % de la tendencia de largo plazo)



Fuente: Elaboración Cinve en base a BCU.

En cuanto al escenario previsto para los próximos años (2014 y 2015) se espera que no se produzcan modificaciones importantes en el contexto internacional (menos incierto) y local que puedan incidir sobre el escenario previo, siendo el contexto regional, de menor dinamismo, la nota a resaltar.

A nivel internacional, Estados Unidos continúa en la senda de recuperación a pesar del “*shutdown*” del Gobierno. En tanto las solicitudes de desempleo continúan su tendencia a la baja y los precios de las viviendas continúan

incrementándose junto al incremento de la producción industrial, a mediados de marzo la FED reafirmó el retiro gradual de estímulos monetarios, por lo que el fortalecimiento del dólar previsto para este año continuaría de forma paulatina y el aumento de las tasas de interés podría ocurrir en 2015 según declaraciones de las autoridades de la FED. Esto determina que en materia de precios internacionales, para 2014 se mantienen las previsiones de un contexto menos favorable en línea con el cambio de fase internacional. Por tanto, estos dependerán en mayor medida de los balances de stocks particulares, la demanda internacional y posibles acontecimientos climáticos o geopolíticos (Crimea, etc.). Por ende se espera una reducción del precio tanto de los commodities alimenticios como del petróleo aunque el saldo neto sería desfavorable para Uruguay ya que los primeros caerían en mayor medida.

En cuanto a la región, se mantiene una tónica de crecimiento moderado y menor al esperado para Uruguay. En tanto Brasil creció 2,3% en 2013, se estima que Argentina lo hizo en un 3%, reportando un crecimiento menor al esperado previamente y evitando de esta forma el pago de los cupones de deuda “indexada” al nivel de actividad. En este último caso, se efectuó una revisión en las Cuentas Nacionales de Argentina en la misma línea que se hizo con el IPC-*nu*, apoyado por el FMI y con el objetivo de continuar “sincerando” la economía, reduciendo las distorsiones y como señal de acercamiento a los organismos internacionales y el mercado internacional. De todas formas cabe señalar que los cambios en la conducción económica hacia una mayor “ortodoxia”, si bien permiten visualizar un ordenamiento de los desequilibrios macroeconómicos en el mediano y largo plazo, no evitarán transitar por aguas turbulentas en el corto plazo. De todas formas el escenario no acumula los desequilibrios de 2002-2003 aunque si augura un período de aceleración inflacionaria y muy bajo crecimiento para 2014. Así, la región crecería por debajo de lo que se espera lo haga

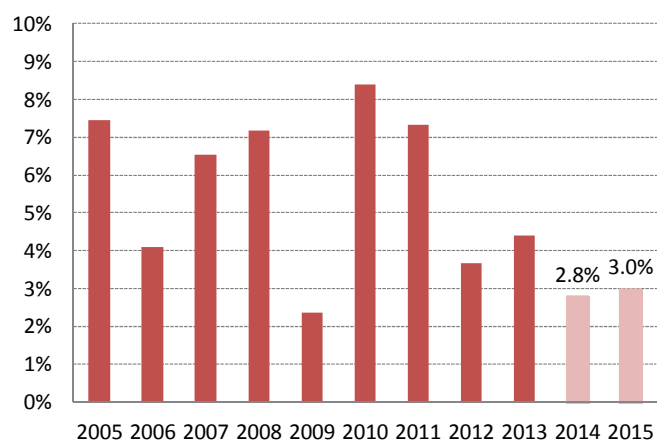
Uruguay, incidiendo aún positivamente pero de forma muy reducida sobre la actividad uruguaya.

A nivel local, como ya fue mencionado, es la demanda interna que se mantiene firme e impulsa el crecimiento, especialmente por el lado del consumo privado. Si bien se espera que dicho componente se mantenga firme, moderaría levemente su ritmo de crecimiento en línea con el menor incremento previsto para los salarios reales y el incipiente deterioro del mercado laboral. Por su parte, la inversión se vería reducida por la finalización de obras de Montes del Plata aunque otros proyectos de envergadura (megaminería, puerto de aguas profundas, energía eólica) que se encuentran en discusión podrían evitar mayores enlentecimientos. De todas formas, estos aún son proyectos sobre los cuales rige cierta incertidumbre, no sólo sobre sus impactos sino sobre su realización en el corto plazo.

Finalmente, el sector externo evidenció en febrero el peor saldo en bienes en los últimos 10 años y en el cuarto trimestre de 2013 se registró un saldo desfavorable en comercio de servicios por primera vez en treinta años. Así, el comercio con el resto del mundo permanecería incidiendo desfavorablemente sobre el desempeño de la actividad local, aunque la leve corrección que se procesaría durante 2014 en los precios relativos podría mitigar dicho efecto.

De esta manera, y teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, se efectúan leves correcciones en el crecimiento esperado del nivel de actividad para este año y el próximo. En concreto, **se espera que en 2014 el crecimiento del PIB se ubique en promedio en torno a 2,8%, mientras que para 2015 se prevé un crecimiento ligeramente superior, en torno a 3%.**

Gráfico 3.2 – PIB (Índice de volumen físico, variación promedio anual, en %)



Fuente: Elaboración cinve en base a BCU.

En suma...

Para éste y el próximo año se espera un crecimiento más moderado que el de 2013, en torno a 2,8% para 2014 y a 3% para 2015. Cabe destacar que en el presente año ese crecimiento se ve particularmente influido por la incorporación de una nueva planta de celulosa a la producción nacional.

Dichos resultados se encuentran por encima de lo esperado para la región, la cual crecería en torno a 2%, no representando un factor dinamizante de la actividad uruguaya. El contexto internacional auspicia una recuperación firme de Estados Unidos, un dólar que se fortalece gradualmente y menores precios, tanto en materias primas alimenticias como en petróleo (con más caída en los primeros). Por tanto, acomodarse a este escenario internacional de menor viento a favor será clave para sustentar el crecimiento de la economía uruguaya.

El impulso continuaría dándose desde los componentes internos, y en especial desde el consumo privado, aunque éste comienza a acusar muy tenuemente los efectos del enlentecimiento económico. Dadas las previsiones en términos de ingresos salariales como de deterioro del mercado laboral, cabe esperar que este fenómeno se mantenga, convergiendo lentamente a niveles de crecimiento más moderados.