

Claves & Tendencias

Contenido:

1. Desaceleración a comienzos de año
2. Análisis del último dato de actividad
3. ¿Seguiremos creciendo en 2014?

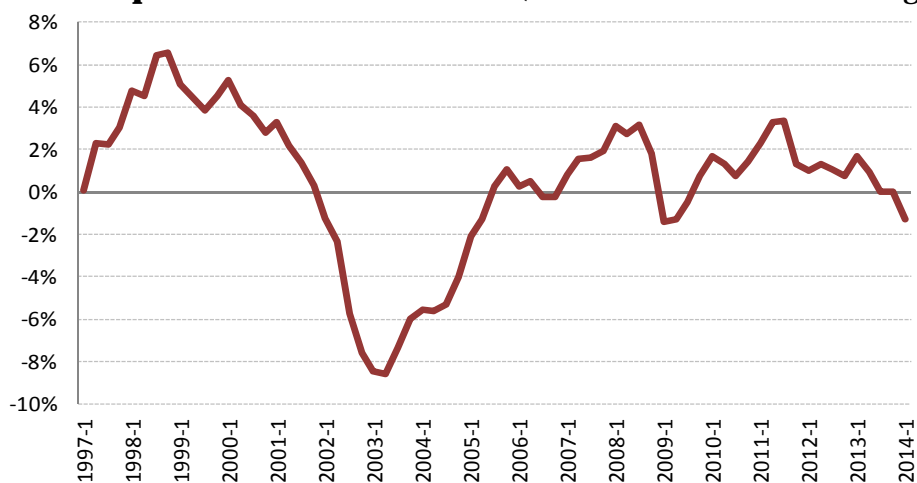
Junio de 2014

Realizado por cinve
Centro de Investigaciones Económicas

1. DESACELERACIÓN A COMIENZOS DE AÑO

La reciente publicación de Cuentas Nacionales (CC.NN.) correspondiente al primer trimestre de 2014 señaló que la economía uruguaya se expandió un 2,4% respecto al mismo período del año anterior, guarismo inferior tanto al registrado en el último trimestre de 2013 (de gran crecimiento) como al del primer trimestre del año pasado. Este resultado pauta la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía, confirmada en el magro incremento tendencial (0,35%). Por otra parte, de acuerdo al gráfico 1, en el primer trimestre del año el componente cíclico del PIB se encuentra ligeramente por debajo de su tendencia de largo plazo (que establece un crecimiento anualizado de 4%). Este resultado no es menor, en tanto cambia la tónica del desempeño cíclico de los últimos años ya que de 2009 a la fecha el ciclo se encontraba por encima de la tendencia, e incluso en esa ocasión se encontró por debajo por un período de tiempo muy breve. De todas formas, el desvío es muy pequeño por lo que resta ver qué sucederá en los próximos trimestres para poder efectuar un diagnóstico más concluyente.

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



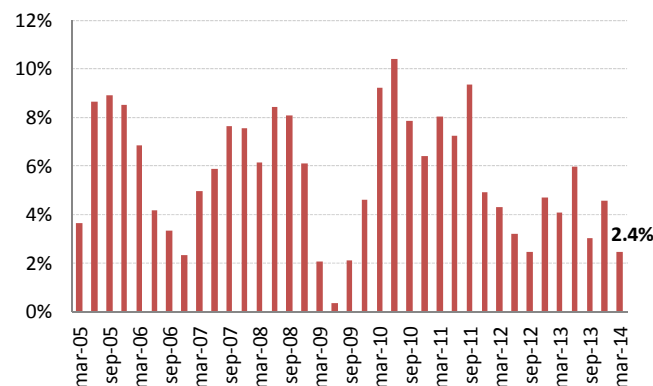
Fuente: Elaboración cinve en base a BCU.

Analizando los resultados desde la demanda se encuentra una vez más que son los componentes internos (consumo e inversión) quienes contribuyen a dinamizar la economía, mientras que aquellos vinculados al sector externo (exportaciones e importaciones) continúan afectando negativamente. A nivel de sectores los resultados son mixtos, en tanto se encuentran algunos con resultados muy favorables (“Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones” y “Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles”) y otros que ralentizan el nivel de actividad general (“Actividades Primarias” e “Industria Manufactureras”). A continuación se profundiza el análisis del último dato de actividad a la vez que se presentará el escenario económico previsto para los próximos años.

2. ANÁLISIS DEL ÚLTIMO DATO DE ACTIVIDAD

Según la publicación más reciente de Cuentas Nacionales, durante el primer trimestre de 2014 la economía uruguaya creció 2,4% respecto al mismo período del 2013. Si bien este resultado fue inferior al de trimestres anteriores, el mismo se encontró en línea con lo esperado (2,5%).

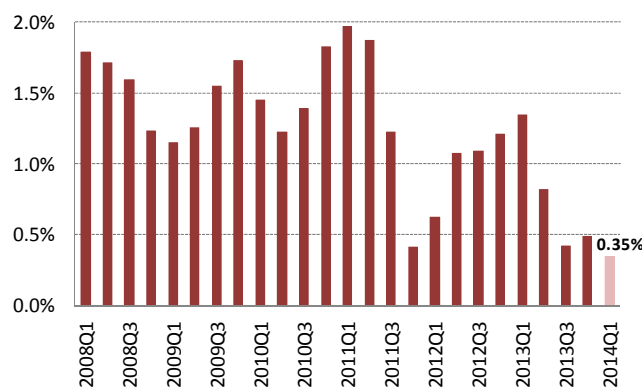
Gráfico 2.1 –IVF del PIB, var. interanual en %



Fuente: 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 menor crecimiento que el trimestre anterior. En efecto, dicho incremento fue de 0,35%, siendo el resultado menos favorable desde la recuperación económica post crisis. De esta manera, el indicador de tendencia-ciclo brinda indicios de desaceleración económica a nivel nacional.

Gráfico 2.2 – Componente de tendencia-ciclo PIB, variación trimestral, en %



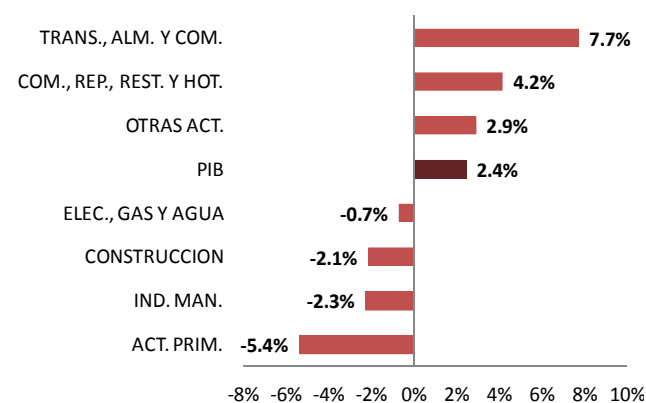
Fuente: Estimaciones cinve en base a BCU.

Sectores de actividad evidencian resultados dispares

Si se analiza el último dato de actividad desde la oferta, es decir, por sectores de actividad se constata que los mismos evidenciaron resultados bien distintos entre sí.

Aquellos que presentaron variaciones positivas fueron “Transporte, almacenamiento y comunicaciones” (7,7%), “Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles” (4,2%) y “Otras actividades” (2,9%). En el caso del primero, fueron las comunicaciones quienes tuvieron el mayor impulso, lo cual se vincula a los servicios de transmisión de datos. Sin embargo, el transporte terrestre de carga también contribuyó de manera importante como servicio auxiliar a un mayor flujo de bienes importados. En el caso de “Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles” se incrementaron todas las actividades, aunque el comercio fue el de mayor incidencia. Dentro de éste se dio un incremento del comercio de todos los bienes importados, especialmente aquellos de consumo. A nivel de restaurantes y hoteles el resultado también fue favorable a pesar de la menor demanda extranjera, por un menor ingreso de turistas, que fue más que compensada por la demanda interna. Finalmente, de acuerdo al comunicado del BCU dentro de “Otras actividades” resalta el crecimiento de los servicios de enseñanza y salud.

Gráfico 2.3 – Desempeño por actividad económica, variación interanual, en %



Fuente: BCU.

¹ Extraído por TRAMO-SEATS.

No obstante, otros tantos sectores presentaron resultados desfavorables. “Actividades primarias” fue el de mayor caída (5,4%) e incidencia negativa (0,4 pp). El resultado de este sector se debe a la caída del subsector pecuario, donde la menor faena vacuna fue la principal causante de la merma. Por su parte, las actividades de lechería crecieron pero moderadamente. En tanto, el sector agrícola creció pero no lo suficiente para contrarrestar el detrimento del otro. El trigo fue el que mejor desempeño tuvo ya que la soja cayó ligeramente por menores rendimientos de los cultivos.

Por su parte “Industrias manufactureras” también presentó una tasa de crecimiento interanual negativa (-2,3%). A su interior fueron las industrias esencialmente exportadoras las de peor desempeño, producto del deterioro de los precios relativos, de la menor demanda internacional y de las trabas al comercio regional. En línea con lo acontecido en el sector agropecuario, la actividad de los frigoríficos estuvo entre las de peor desempeño. Asimismo, otras ramas con fuerte incidencia negativa fueron aquellas que incluyen a Pepsi en régimen de Zona Franca y UPM (agrupadas dentro de las industrias de Comercio Intra-rama), que a su vez tienen un peso importante en la producción industrial. En contraposición, las Industrias Sustitutivas de Importaciones² fueron las que mostraron mejor desempeño, entre las que se destacan la fabricación de vehículos automotores, producción de sustancias químicas básicas, productos farmacéuticos y medicamentos.

En la misma línea, “Construcción” fue otro sector con un desempeño desfavorable. En términos interanuales su actividad disminuyó 2,1%. A su interior se observa un comportamiento contractivo del sector privado y uno expansivo en el sector público. En el primero la actividad se vio afectada por la finalización de obras de Montes del Plata, en tanto en el segundo las obras de instalación de fibra óptica y otras de vialidad

² Son básicamente aquellas industrias sujetas a la competencia de productos importados

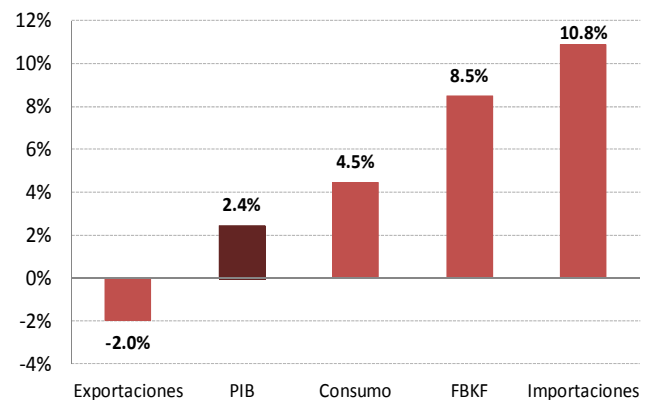
dinamizaron el sector. Por otra parte, las obras vinculadas a la instalación de parques eólicos tanto a nivel público como privado, continúan aportando valor agregado al sector

Por último, “Suministro de electricidad, gas y agua” se retrajo mínimamente en términos interanuales (-0,7%), aunque su incidencia en el desempeño global fue casi nula. Al respecto, el comunicado de BCU afirma que si bien la proporción de generación de energía hidráulica fue similar a la del primer trimestre de 2013, el valor agregado bruto fue inferior producto de mayores costos de producción.

Componentes internos del gasto son los más dinámicos

Desde la óptica de la demanda se constata una vez más que la economía uruguaya experimenta dos dinámicas bien disociadas entre los componentes internos y los externos, siendo los primeros aquellos que empujan al alza al nivel de actividad.

Gráfico 2.4 – Desempeño por componentes del gasto, variación interanual, en %.



Fuente: BCU.

De acuerdo al gráfico 2.4 fueron las importaciones de bienes y servicios aquellas que presentaron el mayor incremento interanual (10,8%). Asimismo, las exportaciones fueron la única partida del gasto que se contrajo (-2%). De esta manera, el saldo neto de las transacciones de bienes y servicios con el exterior fue una vez más desfavorable e incluso en mayor medida que en el primer trimestre de 2013.

A nivel de exportaciones, la caída se dio tanto en el comercio de bienes como en el de servicios. En los primeros se vieron reducidas las ventas de algunos productos agropecuarios como los productos cárnicos, que pesaron más que los incrementos de las ventas de autopartes, combustibles, trigo, arroz y lácteos. En cuanto a los servicios, aquellos vinculados al turismo receptivo se vieron fuertemente afectados a la baja por un menor flujo de turistas, especialmente aquellos de nacionalidad argentina.

Por su parte, las importaciones también crecieron tanto en bienes como en servicios. El turismo, en este caso el emisor, fue uno de los principales responsables del desempeño en servicios, registrándose tanto un mayor número de turistas uruguayos en el exterior como un mayor gasto promedio de estos. Dicho resultado más que compensó la caída de “Otros servicios” a raíz de la reducción de las tareas de prospección y exploración de hidrocarburos. En cuanto a los bienes, se registraron incrementos tanto en aquellos vinculados al consumo como en los bienes intermedios y los de capital. Entre los bienes de consumo se destacan las importaciones de bienes de consumo duradero, alentadas por el abaratamiento relativo de estos bienes importados. A nivel de bienes intermedios sobresale la importación de energéticos y, finalmente, en el caso de los bienes de capital las obras de parques eólicos impulsaron su crecimiento.

En cuanto a los componentes internos, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) creció 8,5% respecto al primer trimestre de 2013. Dado que las existencias crecieron en mayor medida, la inversión global (FBK) creció 12,9%. Al interior de la FBKF, se refleja un cambio en su composición. Por una parte, cayeron las partidas de inversión asociadas a la construcción por la finalización de obras en Montes del Plata. Por otro, se incrementaron aquellas inversiones en maquinarias y equipos importados, por las necesidades de instalación de parques eólicos. Asimismo, el mayor dinamismo fue dado por

aquella del sector público la cual se incrementó un 35,7%, en tanto la del privado lo hizo en 4,3%.

Por último, el componente de consumo fue una vez más aquel que mayor incidencia tuvo en el último dato de PIB (3,8 pp.). Asimismo su variación interanual fue de 4,5%, dentro del cual el consumo privado (tanto interno como por compras en el exterior efectuadas por residentes) creció en mayor medida que el gasto del gobierno (4,8% y 2,4% respectivamente). Estos resultados a nivel de consumo se condicen con la situación en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo continúa en una senda decreciente y los salarios siguen incrementándose ampliamente por encima de la inflación.

En suma...

El dato de Cuentas Nacionales del primer trimestre de 2014 indicó que la economía uruguaya creció 2,4% en términos interanuales, resultado que estuvo en línea con lo previsto. Asimismo, se confirma el diagnóstico de desaceleración, en tanto los resultados del PIB como de su componente de tendencia ciclo evidenciaron incrementos claramente inferiores a los de trimestres anteriores.

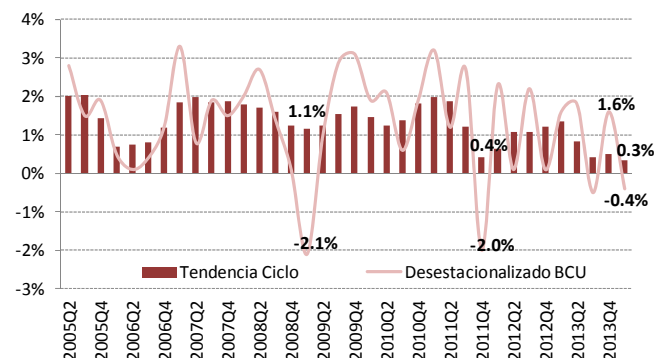
En cuanto a la composición del producto tampoco se registraron sorpresas, registrándose patrones similares a los de trimestres previos. A nivel de demanda se destacan nuevamente los factores internos como aquellos más dinámicos, siendo el consumo aquel con mayor incidencia positiva, en tanto el sector externo afectó negativamente una vez más. En términos de sectores productivos, “Transporte, almacenamiento y comunicaciones” y “Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles” fueron los más dinámicos. En contraposición “Actividades primarias” e “Industrias manufactureras” fueron quienes mayor incidencia negativa presentaron.

3. ¿SEGUIREMOS CRECIENDO EN 2014?

Según los datos publicados por el BCU, el PIB habría caído 0,4% en el primer trimestre respecto al cuarto trimestre, una vez que se corrigen los factores estacionales. Así, podría presumirse que la actividad económica comenzó un proceso de contracción y estaría dejando atrás una fase expansiva de casi una década. Sin embargo, tal conclusión podría ser apresurada. En efecto, la contracción trimestral publicada por el BCU se explica en gran medida por la volatilidad que presenta la estimación oficial de la serie desestacionalizada, ya que esta excluye únicamente el componente estacional y no corrige la presencia de factores irregulares (por definición erráticos), recogiendo así eventos de carácter transitorio. Por ello, la señal de tendencia-ciclo (que depura tanto la estacionalidad como factores irregulares) y no la de variación desestacionalizada es la más adecuada para realizar un diagnóstico acertado sobre la evolución de actividad económica.

Como ya se comentó, nuestra estimación del componente tendencia-ciclo confirma el diagnóstico de desaceleración del nivel de actividad, que habría crecido 0,35% respecto al trimestre inmediato anterior. De aquí se podría inferir un diagnóstico distinto al que surgiría de considerar el dato desestacionalizado del PIB (de -0,4%) publicado por BCU. Del mismo modo, nuestra estimación de tendencia-ciclo del cuarto trimestre mostró un crecimiento moderado, mientras que las estimaciones oficiales (desestacionalizadas) sugerían una “aceleración” de la actividad (producto de impulsos transitorios). A continuación se muestra la evolución comparada del crecimiento trimestral de acuerdo a la metodología oficial publicada por el BCU y nuestra estimación del componente tendencia-ciclo.

Gráfico 3.1-Crecimiento desestacionalizado del PIB y tendencia ciclo, var. trimestral, en %



Fuente: Elaboración Cinve en base a BCU.

Por otro lado, si bien no hay consenso en la literatura económica sobre cuáles son los requisitos para diagnosticar una recesión, es usual que se considere que dos trimestres consecutivos de caída en el nivel de actividad indican que la economía se encontraría en recesión³. De esta forma resulta pertinente analizar qué cabe esperar que suceda el trimestre próximo, así como las posibles implicancias derivadas de una extracción de señales inadecuada.

Los riesgos de una extracción de señales inadecuada

Además de que la serie desestacionalizada da una señal más errática y por tanto menos clara del desempeño económico en comparación con la tendencia-ciclo, el BCU toma algunas opciones metodológicas para la desestacionalización de las series que dificulta la lectura de los datos.

En concreto, la metodología utilizada por el BCU no incorpora el denominado “efecto pascua” a la hora de extraer el componente desestacionalizado. Al respecto, en la semana de turismo la actividad económica cae notoriamente respecto del resto de las semanas, con lo cual los trimestres en los que se ubica dicha festividad suelen mostrar un efecto a la baja en términos de actividad. Así, depurar el “efecto pascua” en la desestacionalización de una serie implica tener en cuenta el efecto producido por esa menor cantidad de días hábiles. Téngase

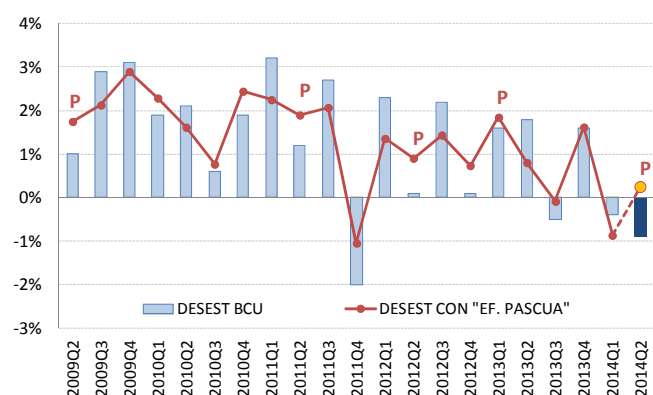
³ A partir de Shiskin (1975), New York Times.

en cuenta que no siempre esta semana se ubica en el mismo trimestre del año (puede caer en el primero, en el segundo o en ambos).

En particular, el próximo dato de actividad económica correspondiente al segundo trimestre (a publicarse en setiembre) estará afectado por el efecto pascua (que este año fue un abril). Por tanto, es altamente probable que existan divergencias importantes entre la estimación oficial del crecimiento desestacionalizado y una estimación que considere el “efecto pascua”. Dado que el BCU estimó una caída de la actividad en el primer trimestre del año y teniendo en cuenta la definición planteada anteriormente sobre una recesión técnica, cabe preguntarse qué resultados arrojará la estimación oficial del crecimiento desestacionalizado para el segundo trimestre. La diferencia metodológica cobra especial relevancia, ya que podría conducir a diagnósticos diferentes. Asimismo, complementar dicho diagnóstico con una señal como la tendencia-ciclo permitiría afinar aún más el análisis, a través de la lectura de un indicador más estable por definición.

En el gráfico 3.2 se presentan los resultados desestacionalizados oficiales de BCU (hasta el primer trimestre de 2014) y una estimación del componente desestacionalizado incluyendo la corrección del efecto pascua (estimada por cinve). Adicionalmente, para cada una de las series se estimó la proyección desestacionalizada del segundo trimestre, en caso de cumplirse la proyección de PIB de cinve (0% de crecimiento interanual).

Gráfico 3.2 - Desestacionalización del PIB, variación trimestral, en %



Fuente: Elaboración cinve en base a BCU.

El gráfico 3.2 deja en evidencia que el crecimiento desestacionalizado corregido por el “efecto pascua” es sistemáticamente superior a la estimación del BCU en aquellos trimestres afectados por la pascua y similar en los otros. Este resultado es esperable ya que si no se considera la menor cantidad de días de actividad se genera la ilusión de un menor dinamismo en la producción y se subestima el crecimiento trimestral. Como ya se mencionó, esta diferencia metodológica podría implicar diagnósticos opuestos sobre lo que sucederá en la actividad económica en el segundo trimestre. De acuerdo a las estimaciones de cinve, utilizando una metodología de desestacionalización que considera una corrección por el llamado “efecto pascua”, el PIB no caería en el segundo trimestre del año. Siempre y cuando el resultado de actividad del segundo trimestre del año se encuentre en línea con lo esperado, posiblemente la estimación desestacionalizada del BCU arrojaría una caída de 0,9% en el segundo trimestre, dejando a Uruguay en zona de recesión técnica. Sin embargo, la metodología que considera el “efecto pascua” estaría previendo un resultado opuesto en signo, con un incremento de dicho componente del orden del 0,2%, disipando el diagnóstico de recesión en Uruguay.

Otras estimaciones alternativas de las señales sobre la trayectoria del nivel de actividad apoyan esta conclusión, confirmando que la economía no entraría en recesión en el segundo trimestre de 2014. Tal es el caso cuando se extrae el componente tendencia-ciclo, que indica que la actividad crecería aunque a un ritmo muy moderado.

Cuadro 3.1 – Resumen de estimaciones, variación trimestral, en %

	Desestacionalizado BCU*	Desestacionalizado con "ef. pascua"***	Tendencia-ciclo **
2013Q1	1,6%	1,8%	1,3%
2013Q2	1,8%	0,8%	0,8%
2013Q3	-0,5%	-0,1%	0,4%
2013Q4	1,6%	1,6%	0,5%
2014Q1	-0,4%	-0,9%	0,3%
2014Q2	-0,9%	0,2%	0,7%

*Datos oficiales hasta Q1, estimaciones propias para Q2

**Estimaciones propias

Fuente: BCU y estimaciones propias.

El escenario 2014-2015

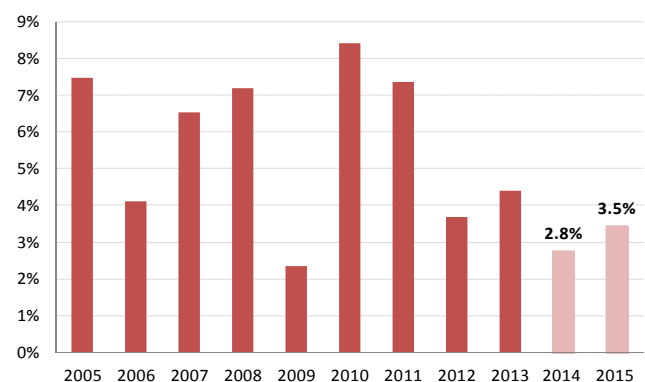
Considerando factores externos, el contexto internacional más amplio se ha mantenido estable en los últimos meses, aunque se destaca un deterioro moderado de las condiciones regionales. La recuperación en Estados Unidos parece seguir su camino a pesar de que los datos de actividad del primer trimestre presentaron un peor desempeño producto del clima severo del invierno boreal. En tanto en la Unión Europea el repunte aún no se confirma, con amplias heterogeneidades entre países y riesgos de deflación a nivel de la Eurozona. De todas formas, y producto parcialmente de la elevada liquidez a nivel internacional, los indicadores de riesgo se sitúan en los niveles más bajos desde 2008. Así, se augura que este escenario se mantenga en los meses venideros.

Por otra parte, tal como se adelantó, las expectativas sobre el desempeño de la región (Argentina y Brasil), han mostrado un deterioro moderado en los últimos meses. En el caso de Brasil, las tasas efectivas de crecimiento continúan magras. En concreto, durante el primer trimestre la variación interanual fue de 1,9%. Asimismo, las expectativas de crecimiento de los analistas para 2014 y 2015 continúan corrigiéndose a la baja. Por su parte, la situación en Argentina es aún más delicada, al menos en el corto plazo. Por un lado, el dato de actividad del primer trimestre indicó una retracción del nivel de actividad en términos interanuales. Por otro, aún reina un importante grado de incertidumbre importante vinculado a los posibles efectos del fallo adverso de la Suprema Corte de Justicia de los Estados Unidos en el juicio de los *holdouts*. Si bien aún no se conoce como se resolverá la negociación entre el gobierno argentino y los tenedores de bonos en default (y potencialmente otros grupos de acreedores), este elemento será de particular importancia para diagramar el futuro económico en Argentina. De esta manera, 2014 parecería ser al menos un año de transición para Argentina, que dependiendo de lo que suceda con los *holdouts*, podría ser una “turbulencia” temporal hacia un mediano plazo más sostenible o un shock permanente con efectos adversos sobre la

planificación financiera y el acceso a los mercados financieros e impactos en la actividad y los equilibrios macroeconómicos. Por tanto, se espera que la región no sea un factor dinamizador para la economía uruguaya este año. De todas formas, para 2015 se espera cierta recuperación en la actividad regional, mejorando la perspectiva de crecimiento.

Sin embargo, como se detalló en las secciones anteriores, los fundamentos de la demanda interna muestran aún una dinámica favorable. Por un lado, el consumo se mantuvo dinámico, creciendo en torno a 5%. Como ya fue mencionado, dicha dinámica tuvo su correlato en el mercado laboral, donde desde fines del año pasado, se recuperaron los puestos de trabajos perdidos en 2012 y principios de 2013. Asimismo, el salario real continúa creciendo, e incluso en mayor medida de lo previsto, esperándose que este crezca en torno a 3% en 2014. La inversión también se mantuvo fuerte, a pesar de la finalización de obras de Montes del Plata (la cual comenzó en junio a producir su primera partida de exportación). Esto se debió esencialmente al incremento de la inversión destinada a la instalación de nuevos parques eólicos, proyectándose que se mantenga esta tónica en el correr del año. En contraposición, el sector externo continuaría afectando a la baja el crecimiento. Estas consideraciones conllevan a reafirmar una vez más para el caso uruguayo actual el diagnóstico de “economía a dos velocidades”.

Gráfico 3.3 – PIB (Índice de volumen físico, variación promedio anual, en %)



Fuente: Elaboración Cinve en base a BCU.

Teniendo en cuenta lo anterior y que el dato del primer trimestre se encontró en línea con lo esperado, no se efectuaron correcciones en las previsiones de crecimiento del nivel de actividad para este año en tanto se elevan ligeramente para el próximo. Por tanto, **se espera que en 2014 el crecimiento del PIB se ubique entre 2,5% y 2,8%, mientras que para 2015 se prevé un crecimiento superior, en torno a 3,5%**, producto del mayor crecimiento proyectado para la región y del efecto que tendrá el comienzo de las actividades de Montes del Plata sobre el PIB (que impulsará los guarismos de crecimiento interanual durante la segunda mitad de 2014 y la primera mitad de 2015).