



Contenido:

- Importancia de las expectativas
- Análisis de los indicadores nacionales y su poder predictivo
- Panorama actual que plantean las expectativas

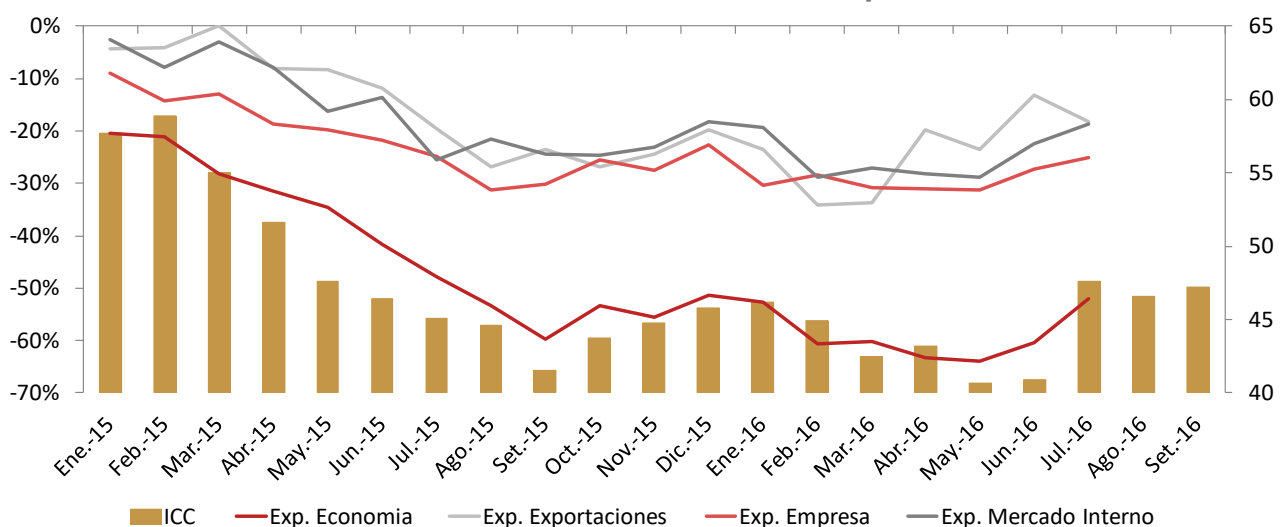
EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES Y LA DINÁMICA ECONÓMICA ACTUAL

En el análisis económico, el estudio de las expectativas refiere a la observación de las previsiones que los agentes realizan sobre la evolución futura de diversas variables y como estas opiniones influyen la dinámica económica.

La relevancia de los indicadores de expectativas radica en que orientan o facilitan la toma de decisiones, tanto para los agentes privados como para la política pública. Por ejemplo, las perspectivas que tiene un empresario sobre las ventas futuras determinarán sus decisiones de inversión, cantidad a producir y personal a contratar, entre otros factores, condicionando la producción del siguiente período y dando señales al gobierno sobre cómo actuar para regular estos cambios.

Investigaciones específicas sobre Uruguay muestran que las expectativas poseen información relevante para anticipar la evolución de la actividad económica. Teniendo esto en cuenta, se destaca que el panorama a octubre de 2016 parece ser más prometedor que hace unos meses.

Gráfico 1.1 – Evolución de los indicadores de expectativas del sector industrial (eje izquierdo) y del Índice de Confianza del Consumidor (ICC) (eje derecho) desde enero del 2015 hasta últimos datos disponibles



Fuente: UCUDAL Y CIU.

En este informe se discute sobre la utilidad de disponer de indicadores de expectativas confiables para comprender la dinámica económica en Uruguay y se revisan algunos de los indicadores disponibles. Finalmente se analizan las señales que están dando sobre el futuro próximo.



INDICADORES DE EXPECTATIVAS

El vínculo entre las expectativas y las variables macroeconómicas viene dado por cómo las opiniones sobre el futuro afectan al comportamiento y las decisiones de los agentes. Por ejemplo, si un individuo espera que un determinado producto aumente su precio, es posible que decida adelantar su consumo. Entonces, las expectativas de los consumidores constituyen una señal sobre la demanda futura: permiten anticipar a los empresarios y al gobierno las intenciones de gasto del consumidor de antemano. Esto hace que sean un instrumento para predecir las fluctuaciones en el nivel de actividad y los cambios en el ciclo.

En este informe, se analizará el rol que juegan las expectativas en la economía uruguaya. Investigaciones hechas en el país muestran que éstas poseen información relevante para anticipar la evolución de la actividad económica. Sin embargo, se debe tener en cuenta que las expectativas en general son recabadas a partir de encuestas, y normalmente estos indicadores suelen registrar ruido y en algunos casos volatilidad. Esto se debe a sus métodos de medición y su naturaleza subjetiva. Por ende, su lectura debe hacerse con cautela.

LOS INDICADORES NACIONALES Y SU PODER PREDICTIVO

A continuación se reseñan y analizan algunos de los indicadores de expectativas más importantes del Uruguay.

Índice de Confianza del Consumidor

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) es un indicador diseñado para medir la confianza de los individuos en el sistema económico. Se define a la confianza como el grado de optimismo que los consumidores sienten con respecto a la economía y expresan a través de sus decisiones.

A nivel internacional, una gran cantidad de países calculan su propio ICC (más de 70), y es generalmente aceptado que su incorporación a modelos econométricos permite mejorar las proyecciones a corto plazo¹. La habilidad que posee el ICC para pronosticar cambios cíclicos en la economía coincide, muy probablemente, con otras variables macro durante períodos de crecimiento económico estable, pero además cobra mayor relevancia cuando se acercan quiebres estructurales o shocks externos².

Tabla 2.1 – Porcentaje del los países estudiados que presentan causalidad entre su ICC y variables relevantes

Variables	Variable predice confianza	Confianza predice variable
Tasa de desempleo	50%	62%
IPC	29%	26%
Tasas de interés en el corto plazo	40%	31%
Ingreso personal	56%	48%
PBI	59%	54%
Consumo personal total	36%	51%
Ventas al por mayor	39%	55%
Gasto en durables	54%	45%
Regitracion de vehículos	23%	46%

Fuente: Curtin (2007).

Curtin (2007)³ halla que la confianza de los individuos unos períodos más adelante tuvo un efecto significativo sobre la determinación de la tasa de desempleo, el PBI, las ventas al por mayor y el consumo privado en más de las mitad de los países analizados (un total de 37). Por otro lado, el ingreso personal, el PBI y el gasto en durables explicaron la confianza en forma significativa en más de la mitad de los casos.

Dado que el consumo privado ha constituido en promedio el 72% del PBI nacional en los últimos 10 años, se entiende que este

¹ S. Vázquez, S. García y C. Rocha (2015).

² Keyfitz, R. (2004) y Golinelli y Parigi (2004).

³ Curtin, "Consumer Sentiment Surveys: Worldwide Review and Assessment", Journal of Business Cycle Measurement and Analysis, Vol. 1, 2007.



indicador es clave para determinar el rumbo del crecimiento económico uruguayo.

En Uruguay, el Índice de Confianza del Consumidor es elaborado por Equipos Consultores para la Universidad Católica desde 2007, y sigue la metodología elaborada por la Universidad de Michigan (Curtin, 1982). Se realiza a través de una encuesta telefónica cuya muestra incluye 400 individuos mayores de edad provenientes de ciudades con más de 10.000 habitantes.

La encuesta se construye a partir de la respuesta a 6 preguntas de entre 3 opciones: positiva, negativa y neutra. Las preguntas se agrupan de manera que dos de ellas conforman un subíndice de situación económica, otras dos un índice de situación económica personal, y las dos finales constituyen un índice de predisposición de compra de bienes durables. El Índice de Confianza del Consumidor se deduce como el promedio de estos tres índices.⁴

Expectativas empresariales

La concepción del sector empresarial acerca del futuro brinda información valiosa para anticipar la evolución de la producción, en tanto los empresarios toman decisiones en línea con sus expectativas. A nivel internacional, varios autores han planteado el poder predictivo de las expectativas industriales⁵. En Uruguay investigaciones muestran la relevancia de estos indicadores para adelantar la evolución de la actividad económica global.⁶

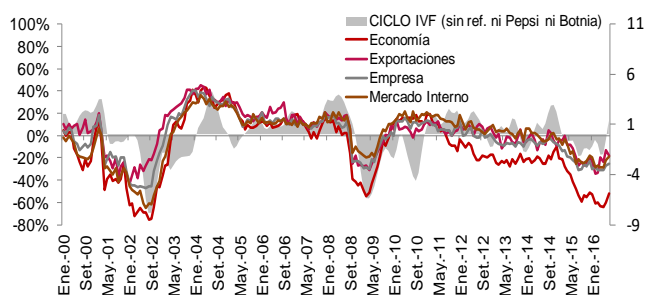
⁴ CINVE, "Las expectativas empresariales: ¿Aportan información valiosa para anticipar la producción industrial en Uruguay?", Revista Espacio Industrial, Octava Época, Año 4, Núm. 305, Abril 2015.

⁵ Kangasniemi, Kangassalo y Takala (2010), Kangasniemi y Takala (2012), Lee y Shields (2000), entre otros.

⁶ B. Lanzilotta: "Expectativas y decisiones empresariales: implicaciones macroeconómicas para Uruguay" Investigación Económica, vol. LXXIII, 287:

Las expectativas industriales son recabadas por la Cámara de Industrias de Uruguay (CIU) a través de la Encuesta Mensual Industrial, en la que se pregunta sobre las expectativas para los próximos seis meses. La encuesta abarca a las empresas industriales con más de cinco empleados, su muestra actual (que fue actualizada en 2005, 2012 y 2014) contiene 192 empresas y es representativa a nivel de sectores.

Gráfica 2.2 – Expectativas industriales con respecto a distintas variables (eje izquierdo) y desempeño (ciclo) del núcleo industrial (eje derecho)



Fuente: Elaboración propia en base a INE y Cámara de Industrias de Uruguay.

Como se aprecia en el gráfico, el desempeño del núcleo del sector industrial ha tenido momentos positivos y negativos a lo largo de los últimos años. Los indicadores de expectativas del sector, no solo se comportan en forma procíclica (es decir que van en el mismo sentido que el ciclo económico de referencia), sino que, consistentemente, sus expectativas se han adelantado a los cambios de signo en varios meses, a pesar de que no haber anticipado correctamente la magnitud.

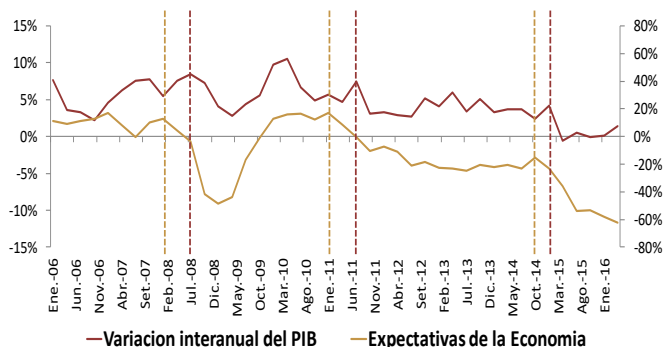
2014; "Expectations and industrial output in Uruguay: Sectoral interdependence and common trends". CEPAL Review, v.: 113, 2014; "Expectativas y comportamiento empresarial: implicancias sobre el crecimiento en Uruguay". Cuadernos de Economía, vol.XXXIV, núm. 65, pp. 423-442. 2015



En ese sentido, de la simple observación de la gráfica se deduce que las expectativas han adelantado el comportamiento del sector industrial, y que, a medida que ha pasado el tiempo, el rezago entre expectativas e IVF industrial (índice volumen físico) es mayor.

Dado que el sector industrial presenta importantes encadenamientos productivos con otros sectores, como el agropecuario, el relevamiento de sus expectativas es primordial para anticipar la evolución de la economía nacional.

Gráfica 2.3 – Variación interanual del PIB (eje izquierdo) y las expectativas de la economía (eje derecho). Tasas trimestrales



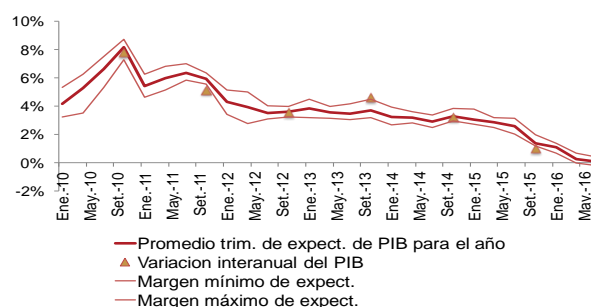
Fuente: Elaboración propia en base a BCU y CIU.

La gráfica 2.3 revela la clara y alta correlación entre las expectativas con respecto al destino de la economía, y lo que efectivamente experimenta el PIB. Una vez más, el indicador de opinión adelanta cambios de signo, y en este caso, parecería adelantar bastante apropiadamente la magnitud de los cambios, incluso mejor que el de la propia actividad industrial. A efectos de destacar dicha predictibilidad, se agregaron líneas punteadas en dorado que muestran algunos de los casos en que se da un cambio hacia abajo de las expectativas. Las líneas rojas muestran el consecutivo cambio de la variación en el PIB unos trimestres más tarde.

Expectativas del sector bancario e instituciones independientes

El BCU realiza mensualmente su propia recolección de información a través de la Encuesta de Expectativas Económicas y de la Encuesta de Expectativas de Inflación. La primera consulta las perspectivas de agentes del sistema bancario y otras instituciones sobre el nivel de actividad del año, la tasa de empleo, el resultado fiscal y el tipo de cambio; la segunda sobre las de inflación. Ambas encuestas presentan actualmente respuestas de 6 o menos entidades.

Gráfica 2.4 – Expectativas de PBI para el fin del año y evolución observada



Fuente: Elaboración propia en base a BCU e INE.

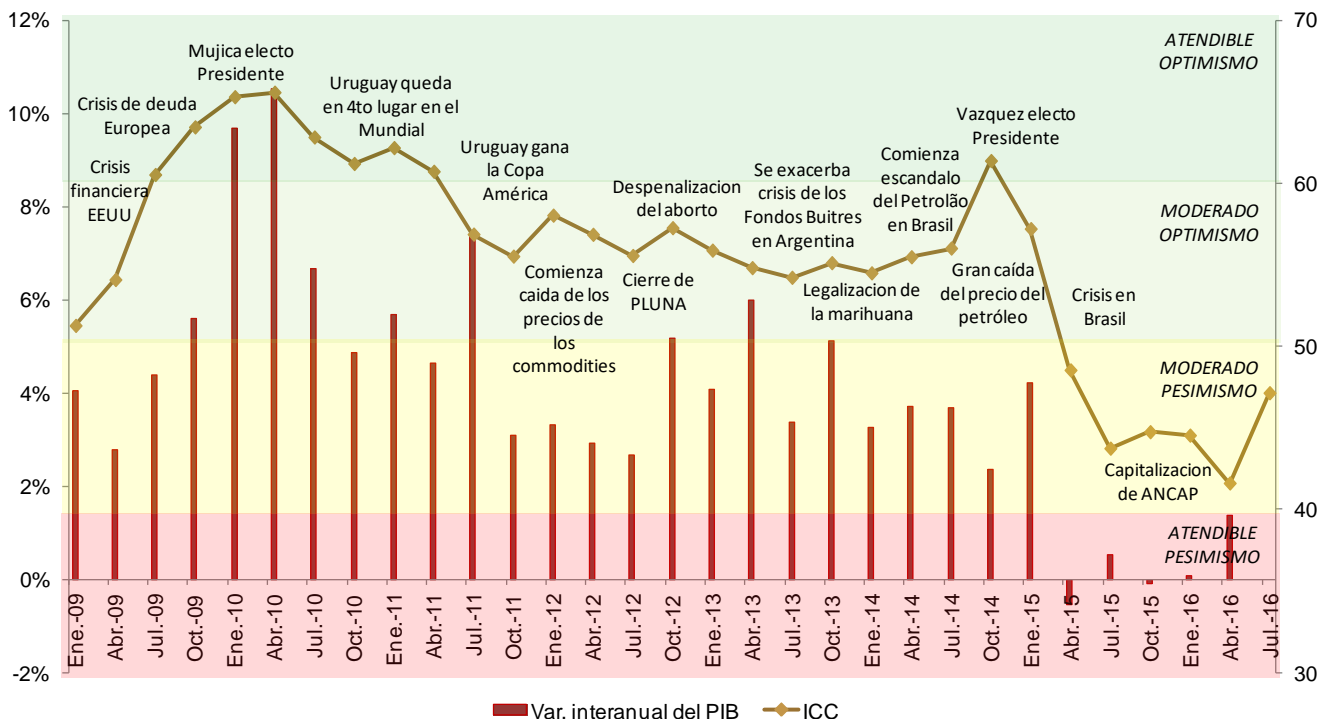
En cuanto a la inflación, las expectativas seguir apropiadamente a la inflación mensual observada. No obstante, Borraz y Gianelli (2010) encuentran que éstas poseen un escaso poder predictivo en el horizonte de 12 meses, y que existe tanto una sobreponderación del techo del rango meta, como una subponderación de los instrumentos de política. A su vez, Domínguez, Lanzilotta, Rego y Regueira (2013), destacan que las expectativas de inflación a 12 meses reaccionan principalmente a cambios en el desempleo y otras variables de actividad, pero no reacciona ante cambios en los instrumentos de política monetaria.



¿QUÉ SEÑALAN LAS EXPECTATIVAS PARA EL FUTURO?

Tras haber revisado los distintos indicadores nacionales y lo que éstos aportan al análisis de coyuntura, es posible analizar qué es lo que los datos están señalando actualmente.

Gráfica 3.1 – Evolución del crecimiento del PBI trimestral (eje izquierdo, hasta el segundo trimestre de 2016) y del Índice de Confianza del Consumidor trimestral (eje derecho, hasta tercer trimestre), con eventos sucedidos en el período.



Fuente: Elaboración propia en base a BCU, ICC de UCUDAL, e inspirado en S. Vázquez, S. García y C. Rocha (2015).

Por un lado, el ICC habría seguido en términos generales el comportamiento de la variación interanual del PIB en los años observados. Los eventos marcados en la gráfica marcan el contexto internacional y nacional en los cuales se dio la evolución de la tasa de crecimiento del PIB y del ICC. Se aclara que no se plantea que exista causalidad directa entre los eventos y los aumentos o caídas de las variables, por más que en algunas ocasiones se hace evidente. Por ejemplo, la crisis financiera originada en Estados Unidos en 2008 y el comienzo de la caída de los precios de los commodities en 2011, sin duda tuvieron efectos directos sobre la economía nacional. También se

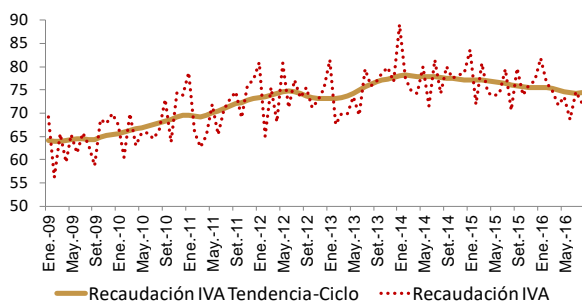
destaca que podría existir cierta causalidad entre los resultados de las últimas dos elecciones presidenciales con aumentos de la confianza, pues coinciden con dos períodos de incremento. Sin embargo, el hecho de que Uruguay haya ganado la Copa América, que se podría creer habría generado una ola de optimismo en la gente, no coincide con un aumento de la confianza. Lo mismo sucede con el comienzo del escándalo del Petrolão en Brasil y la exacerbación de la situación complicada de Argentina con los Fondos Buitres en 2012-2015. Estos eventos no parecerían haber tenido grandes efectos sobre las expectativas de la gente. En esta línea, se



agrega que hay muchos eventos que no fueron incluidos y shocks externos que afectaron el contexto nacional. Se ratifica que no se espera explicar los movimientos de las variables, sino brindar un contexto.

Durante los últimos dos años el ICC ha marcado un deterioro importante, que lo ha hecho pasar de la zona de Atendible Optimismo a la de Moderado Pesimismo. De hecho, ha permanecido en esta zona desde mayo 2015, a pesar de que en el trimestre de julio a setiembre de este año ha reportado una mejoría. La caída del 2015 se ha dado en conjunto con una desaceleración del crecimiento económico, y un contexto recesivo a nivel regional. De hecho, el componente del ICC que más negativamente se ha comportado a lo largo del año ha sido la *Predisposición a la Compra de Bienes Durables*. En este sentido, parece pertinente aproximar la evolución del consumo general a través de la recaudación por concepto de IVA, y ver qué ha sucedido.

Gráfico 3.2- Recaudación de IVA y componente tendencia-ciclo. En millones de pesos constantes, base diciembre 2010=100



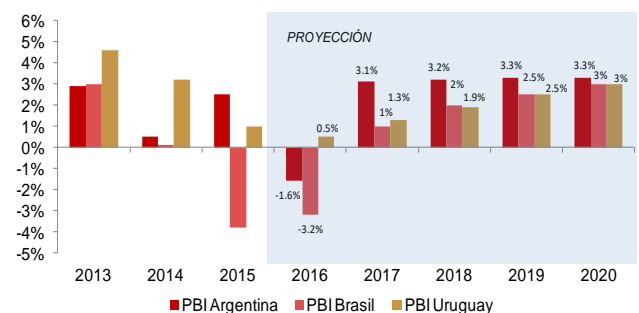
Fuente: Elaboración propia en base a MEF.

Se aprecia un cambio en el comportamiento de la serie y en su tendencia-ciclo desde 2014. Se entiende que las personas, a partir de su proceso de creación de expectativas, desde hace aproximadamente 2 años ven reducida su confianza en la economía y en su capacidad personal de adquisición de bienes, tomando decisiones de reducción de su consumo. Efectivamente, este componente del gasto ha dejado de ser uno de los principales motores de crecimiento del PIB desde 2014.

El sector industrial, por su parte, estaría dando indicios de salida de la parte baja del ciclo, siendo agosto el primer mes en mucho tiempo en mostrar un crecimiento significativo del núcleo industrial (por encima del 6% si se considera UPM, Montes del Plata y Pepsi). Esto está en línea con la mejoría de las expectativas del sector que, en su gran mayoría, comenzaron a cambiar de signo entre hace dos y tres meses atrás.

En términos de PIB, lo que sucede a nivel regional afecta al Uruguay en gran medida. Las economías vecinas se han visto desafiadas por varios frentes en el último período, Argentina ha experimentado un serio problema de deuda externa y altos niveles de inflación, y Brasil, recesión y crisis política. El 2016 ha traído el comienzo de un proceso de estabilización en el cono sur, y las proyecciones a futuro de múltiples consultoras y organismos internacionales están siendo revisadas al alza.

Gráfico 3.3- Tasas interanuales de crecimiento del PIB y proyecciones de LatinFocus.



Fuente: Elaboración propia en base a LatinFocus Consensus Forecast.

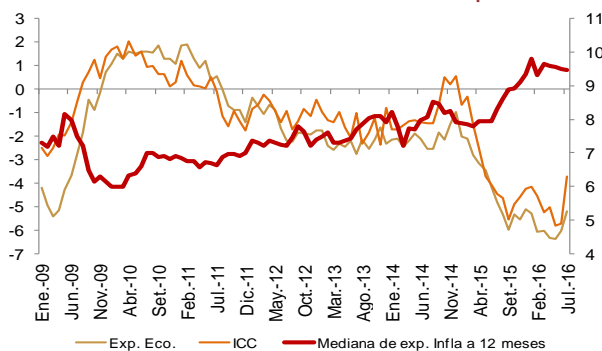
En este sentido, los analistas esperan ver un 2017 de mayor dinamismo en la actividad económica, que tendrá su correlato en un mayor consumo y demás variables. En particular, en **CINVE** se espera que el crecimiento interanual del PIB cierre 2016 en 0,7% y en 1,1% en 2017. Se cree que el ICC reflejaría dicha tendencia, pues, como se mencionó, ha seguido a grandes rasgos el comportamiento de la variación interanual del PIB en los años observados.

En cuanto a la inflación, a pesar de que las investigaciones citadas no indican una mayor



relación causal entre las expectativas y el comportamiento subyacente de la variable, se destaca que existe una alta correlación entre las expectativas de inflación a 12 meses, las expectativas de la economía para los próximos 6 meses y la confianza del consumidor. Dicha correlación podría darse en un contexto de causalidad.

Gráfico 3.3 - Evolución de expectativas de la economía, ICC (eje izquierdo) y expectativas de inflación a 12 meses (eje derecho). Con transformaciones del nivel de los



Fuente: Elaboración propia en base a UCUDAL, CIU y BCU.

En el gráfico se observa claramente el comportamiento opuesto de las variables de expectativas de la economía y de inflación. Esto es razonable, siendo la velocidad del aumento generalizado de precios un factor que impacta regularmente en la vida de los individuos. Las expectativas de inflación, que van de la mano de las proyecciones de los analistas, podrían estar afectando el imaginario colectivo, y viceversa.

En cuanto a la última información, las expectativas de inflación están disminuyendo. Por su parte, las proyecciones de **CINVE** son de una inflación que cerraría en 8,75% en 2016 y 9,25% en 2017, habiendo sido revisadas a la baja con respecto a meses anteriores. Estas están en línea con mejoras muy recientes de las expectativas de la evolución económica.

En suma, los indicadores de expectativas engloban mucha información pertinente a la hora de realizar proyecciones y entender los procesos subyacentes que afectan a las variables macroeconómicas. Este informe, en línea con múltiples investigaciones, expone la capacidad predictiva que estos poseen para identificar eventos, principalmente cambios de signo. A su vez, se destaca la correlación entre indicadores de expectativas, mostrando tal vez como los individuos y analistas asocian una economía en crecimiento con un proceso inflacionario controlado.

Finalmente, se destaca que el panorama a octubre de 2016 parece ser más prometedor que hace unos meses. Las expectativas de inflación están bajando y las de la economía reportan una leve mejoría, en línea con las proyecciones de los analistas. El ICC, a pesar de seguir en el Moderado Pesimismo, en el último trimestre reporta una leve mejoría. Todo esto estaría señalando un posible cambio de signo hacia un mayor dinamismo.