



**Contenido:**

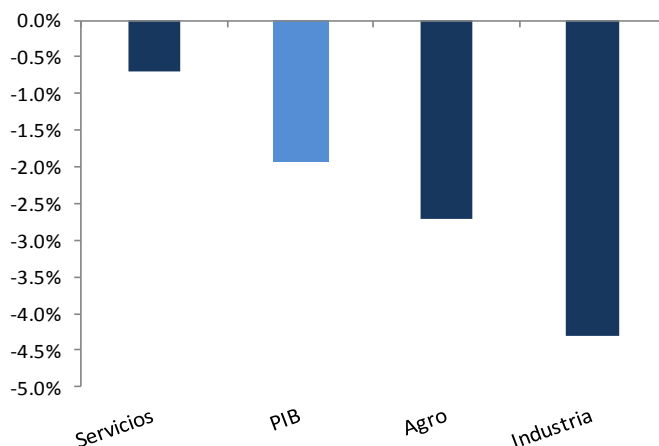
- **Vecino peligroso**
- **Brasil, Brasil**
- **Estornudo gigante, resfrío pequeño**

## VECINO PELIGROSO

En el segundo trimestre de 2015, tras registrar dos trimestres consecutivos de caída en el nivel de actividad la economía brasileña entró oficialmente en recesión técnica. Analizando lo sucedido por el lado de la oferta, se observa que la caída fue generalizada a lo largo de todos los sectores de la economía, destacándose la contracción de las industrias, donde sobresale particularmente la caída de la actividad de la construcción. Por su parte, al enfocarnos en los componentes del gasto se aprecia que la demanda interna fue la principal explicación de la caída del PIB en el segundo trimestre, en tanto el sector externo registró una incidencia positiva, asociada principalmente con la caída de las importaciones.

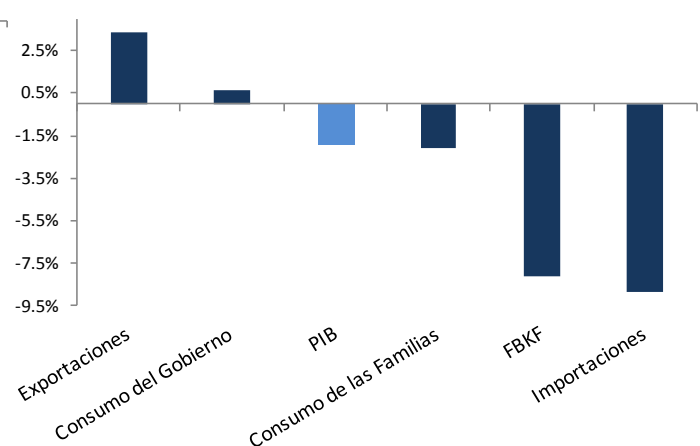
A su vez, mientras transita por un periodo netamente recesivo, Brasil también se encuentra procesando importantes ajustes macroeconómicos. Por un lado, el Poder Ejecutivo está abocado a la corrección de las cuentas públicas, aunque aún no se aprecian resultados en este sentido, debido en parte a la contracción de los ingresos como consecuencia de la parálisis económica. En segundo lugar, se está operando un ajuste en las cuentas con el exterior. En este sentido, la importante depreciación del real, sumada a la contracción de la absorción interna, han permitido una corrección del saldo comercial con el exterior como consecuencia de una caída vertiginosa de las importaciones. Por último, la reciente aceleración inflacionaria ha derivado en la puesta en práctica de una política monetaria contractiva. No obstante, las expectativas de convergencia de la inflación al rango meta de las autoridades es valorada por los agentes como positiva.

**Gráfico 1.1 - Tasas de variación por sector de actividad**  
(desestacionalizadas, segundo trimestre 2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IBGE.

**Gráfico 1.2 - Tasas de variación por componente del gasto**  
(desestacionalizadas, segundo trimestre 2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IBGE.

Asimismo, no es posible escindirse de la realidad y evaluar estos elementos desde una óptica que sea ajena a la economía política. Esto se debe a que al mismo tiempo que las autoridades deben gestionar la difícil situación económica, enfrentan una dura realidad política, que en muchos sentidos dificulta la realización de los ajustes necesarios. A continuación relevamos los principales problemas a los que se enfrenta la economía brasileña, al tiempo que enmarcaremos dichos desafíos en el actual contexto socio-político de Brasil. Luego, evaluamos los principales canales de contagio de la situación brasileña hacia nuestro país.

## BRASIL, BRASIL

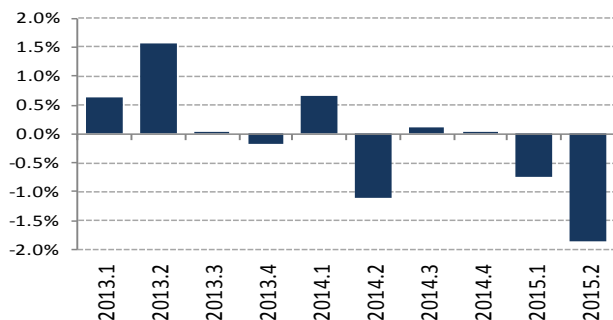
La caída de 1,9% en términos desestacionalizados registrada en el nivel de actividad en el segundo trimestre de 2015, significó entrar en recesión técnica para nuestro vecino del norte. No obstante, este evento representa únicamente la profundización y consolidación de una tendencia descendente del nivel de actividad que ya lleva acumulados varios trimestres.

### Recesión técnica y más, mucho más

Como hemos mencionado, el PIB del Brasil ajustado estacionalmente cayó 1,9% durante el segundo trimestre del año, siendo la mayor caída observada desde el primer trimestre de 2009 cuando fueron notorios los efectos de la crisis financiera internacional. De esta forma, la caída observada en el segundo trimestre determinó que Brasil entre en lo que se conoce como recesión técnica, tras la contracción de 0,7% correspondiente al primer trimestre de 2015.

Si bien ésta es una distinción relevante, en tanto permite construir categorías taxonómicas sobre el desempeño de las economías, desde nuestro punto de vista es más importante notar que la tasa media de crecimiento desestacionalizado desde el tercer trimestre de 2013 a la fecha se ubica en terreno levemente negativo, donde más allá del efecto a la baja de las caídas observadas en 2015, la dinámica de crecimiento mostrada en los dos años previos dista de ser favorable.

**Gráfico 2.1 - Tasas de crecimiento del PIB**  
(desestacionalizadas)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IPEA.

Asimismo, si comparamos la tasa de crecimiento de la economía en términos interanuales, la caída de 2,6% registrada en el segundo trimestre de 2015, constituye el quinto trimestre consecutivo con tasas de crecimiento negativas.

Por tanto, la impactante contracción de la economía nortea durante el segundo trimestre de 2015, constituye la profundización de un cuadro de deterioro generalizado y extendido, que se viene gestando desde el segundo trimestre de 2014. A pesar de ello, el deterioro económico se presentó, sin dudas, de forma más repentina de lo esperado por los analistas.

### Nadie se salva...

Al evaluar la evolución del PIB a nivel de sectores de actividad, resulta sobresaliente el carácter general de la caída, que se extiende a las tres grandes categorías económicas: industria, agricultura y servicios. No obstante, en el Cuadro 1.1 es posible apreciar que el sector industrial fue el que registró la mayor caída, cuya contracción alcanzó el 4,3% en términos desestacionalizados. Por su parte, el sector agropecuario registró una caída de 2,7% en la misma comparación, luego de presentar tasas de crecimiento importantes en los dos trimestres previos. Por último, los servicios evidenciaron una menor caída, cercana al 0,7%.

**Cuadro 2.1 - Tasas de variación por sector de actividad**  
(desestacionalizadas)

		Agro	Industria	Servicios
2014	I	2.8%	0.7%	0.5%
	II	-1.2%	-2.5%	-0.6%
	III	-1.7%	0.5%	0.3%
	IV	1.6%	-0.4%	0.0%
2015	I	4.8%	-0.7%	-0.9%
	II	-2.7%	-4.3%	-0.7%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de IPEA.

En el caso de la industria, la variación observada en el segundo trimestre constituye la séptima caída consecutiva y representa evidencia elocuente acerca del bajo dinamismo observado por la misma. Si evaluamos lo sucedido al interior del sector, se destaca la influencia negativa ejercida por el sector de la Construcción, el cual se contrajo 8,4% en relación al trimestre anterior (datos con ajuste estacional), siendo el peor resultado de la serie histórica relevada por IBGE (que comienza en 1996). Esta disminución se debió tanto a la reducción de inversiones públicas como privadas.

La Industria manufacturera también tuvo una incidencia negativa, alcanzando una contracción de 3,7% en la misma base de comparación. Al tiempo que el nivel de utilización de la capacidad instalada del sector se encuentra en 77,7%, 5.5 p.p por debajo de la media histórica y levemente por debajo del nivel alcanzado en el peor momento de la crisis de 2008, según los datos relevados por la Fundación Getulio Vargas (FGV). En sentido contrario, la industria minera registró una tasa de crecimiento ligeramente positiva, de 0,3%.

En el caso de los servicios, la caída registrada en el segundo trimestre fue la segunda consecutiva, al tiempo que la contracción fue extendida a lo largo de las diferentes actividades, destacándose por su contribución negativa las de Comercio, Transporte y Servicios de información. En tanto, los



servicios de Administración, Salud y Educación, y las Actividades inmobiliarias fueron los únicos sectores en registrar tasas de variación en terreno positivo.

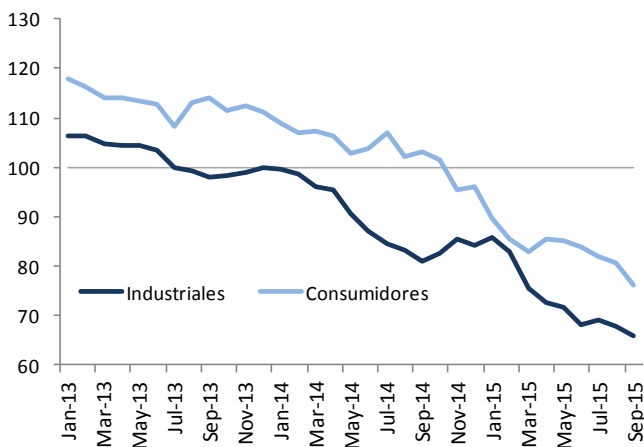
### La demanda interna arrastra consigo al PIB

Por el lado de la demanda, el segundo trimestre de 2015 volvió a marcar el pobre desempeño de la demanda interna. De hecho, la absorción doméstica alcanzó una caída superior a aquella registrada por el PIB, reduciéndose 2,7% en comparación al primer trimestre de 2015.

Por un lado, el consumo del gobierno se mantuvo relativamente estable, creciendo 0,7% en relación al primer trimestre del año. En contraposición, el consumo de las familias, componente que representa cerca del 63% del PIB, cayó 2,1% en términos desestacionalizados durante el segundo trimestre del año, siguiendo la tendencia observada en el primer trimestre cuando había caído 2,1%.

En este sentido, el comercio minorista ha tenido un llamativamente bajo dinamismo, particularmente en los sectores de bienes durables. Ello se encuentra vinculado al deterioro del mercado de trabajo, donde se observa una caída del salario real, fruto del empuje inflacionario de los últimos meses. Asimismo, esto puede estar vinculado a la postergación de las decisiones de consumo asociada al deterioro de la confianza de los consumidores, tal como observamos en el gráfico 1.2. Por último, también el mercado de crédito se ha vuelto más restrictivo, tanto desde el punto de vista de su costo, como de la elegibilidad.

**Gráfico 2.2- Índice de Confianza de Consumidores e Industriales** (desestacionalizado)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FGV.

Por su parte, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) se contrajo 8,1% en comparación al trimestre inmediato anterior, siendo el octavo mes consecutivo con variaciones negativas. A su vez, en los primeros dos trimestres de 2015 la

caída de la FBKF fue sustancialmente mayor a la de los restantes componentes de la demanda. Al igual que en el caso del consumo, el deterioro observado en los niveles de confianza de los industriales han tenido un efecto negativo sobre los niveles de inversión (ver gráfico 1.2), que se han sumado a un proceso de contracción en la inversión pública y los emprendimientos vinculados al sector de la construcción.

Por otro lado, en la medida que la absorción interna registró variaciones negativas de mayor magnitud que el PIB en su conjunto, las exportaciones netas tuvieron una contribución positiva para la economía durante el segundo trimestre del año, en contraposición a la tendencia general observada entre 2006 y 2013. Más allá del magro dinamismo mostrado por la demanda global, la depreciación real del real estaría mejorando las cuentas externas. También es cierto que la mejora de las exportaciones netas tuvieron más que ver con la caída significativa de las importaciones (-8,8% en términos desestacionalizados) que con el más pequeño incremento de las exportaciones (3,4%).

### Ya no sos igual

Debido a la incertidumbre generada desde el terreno político y la magnitud de los desequilibrios macroeconómicos, se espera que la recuperación económica se dilate más que en otras circunstancias, como 1999 o 2003. De hecho la mayoría de los analistas considera que se necesita una amplia y compleja agenda de reformas para que la economía brasilera retome la senda de crecimiento. En particular, alguno de los desafíos que se consideran deberían ser incorporados a esta agenda son la mejora de la productividad, particularmente en el sector servicios e implementar una estrategia aperturista para incorporarse a los mercados globales.

No obstante, diseñar una reforma de largo aliento se torna particularmente complejo cuando el país enfrenta tantos desafíos de corto plazo. En este sentido, de manera abreviada podemos decir que Brasil se encuentra procesando tres grandes ajustes macroeconómicos: reducción del déficit fiscal, lucha contra el reciente empuje inflacionario y corrección de las cuentas externas.

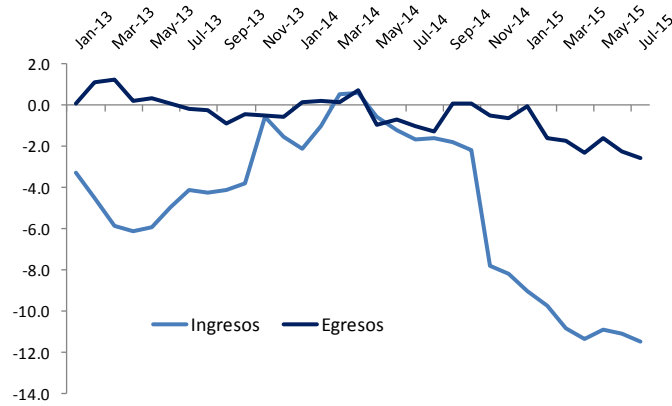
En el primer caso, a pesar del decidido esfuerzo realizado por corregir las cuentas públicas, actualmente existen escasos resultados que demuestren éxito en esta tarea, al tiempo que tampoco existen perspectivas favorables para el corto y mediano plazo, ya que el resultado fiscal primario continúa ubicándose en terreno negativo.

Por el lado de los ingresos, éstos continúan cayendo en términos reales debido a la importante merma en el nivel de actividad económica. Por otra parte, en materia de gastos, la reducción de las expensas en remuneraciones al personal fueron parcialmente compensadas por el aumento de las



transferencias a las familias, particularmente los beneficios sociales.

**Gráfico 2.3 — Gastos , ingresos y resultado primarios del Sector Público (% de variación real año móvil)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IPEA.

Al mismo tiempo, algunas decisiones de gobierno han debilitado las perspectivas de una corrección rápida de los desequilibrios fiscales. En primer lugar, a pesar que durante julio el gobierno propusiera una meta de superávit primario de 0,7% para 2016, a finales de agosto envió al parlamento un proyecto de ley presupuestal previendo un déficit primario de 0,5%. Ello empeoró la visión de los analistas en materia fiscal, al tiempo que precipitó la pérdida del grado inversor.

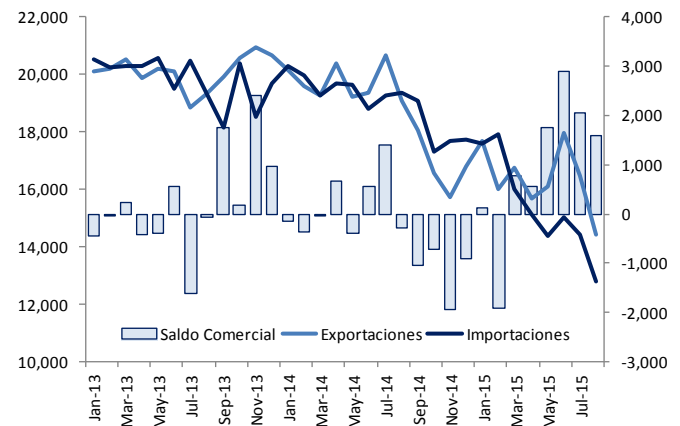
Luego, durante setiembre el gobierno envió al parlamento un conjunto de propuestas destinadas a alcanzar el objetivo de 0,7% de superávit primario en 2016, entre las que se incluían la postergación de los reajustes salariales de empleados públicos y recortes adicionales a los subsidios. Sin embargo su aprobación es improbable, teniendo en consideración que la difícil situación política ha dificultado sensiblemente el relacionamiento entre el ejecutivo y el parlamento.

Por otro lado, de la misma forma que la contracción del nivel de actividad se encuentra afectando el procesamiento de un ajuste fiscal creíble, esta evolución tiene un efecto positivo para la recomposición de la cuenta corriente. En particular, la contracción de la demanda agregada en conjunto con el aumento de la depreciación del real tuvieron un importante efecto contractivo sobre las importaciones, las cuales se redujeron 13,6% en el segundo trimestre de 2015 en términos desestacionalizados. Por su lado, las exportaciones parecen haber alcanzado su piso, registrando una leve recuperación durante el último trimestre.

En suma, la mejora de la cuenta corriente en el segundo trimestre fue producto de una caída precipitada de las importaciones, sin embargo una recuperación sustentable de las transacciones con el exterior implicaría una recuperación del

nivel de exportaciones. A pesar de ello, es posible que éste sea un objetivo difícil de alcanzar en el corto plazo, tomando como referencia un comercio internacional poco dinámico y exportaciones que presentan una baja elasticidad a la depreciación cambiaria.

**Gráfico 2.4 — Exportaciones, importaciones y Saldo de Balanza Comercial (Millones de dólares, datos desestacionalizados)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IPEA.

Finalmente, la inflación se ha acelerado de manera notoria durante 2015. Luego de finalizar 2014 en niveles cercanos a 6,5%, la inflación escaló de manera vertiginosa ubicándose durante el mes de setiembre en 9,5%.

Por un lado, este empuje inflacionario se explica como consecuencia del importante ajuste de los precios regulados y las tarifas públicas, la aceleración de los precios de los alimentos y la trayectoria estable del precio de los servicios a pesar de la retracción de la demanda interna. Por otro lado, se observa que a pesar de la fuerte depreciación del real el aumento de los precios transables ha resultado moderado.

En el caso de la inflación, a diferencia de lo que ocurre en el ámbito fiscal, las expectativas de los agentes muestran que la convergencia al rango de política monetaria (2.5-6.5) sería posible. Concretamente, el último relevo de expectativas realizado por el Banco Central de Brasil indica que los agentes esperan que la inflación se ubique durante 2016 levemente por encima de 6%. Probablemente esto se deba a la firme postura adoptada por el Banco Central Brasileño, el cual se ha mostrado dispuesto a subir la tasa SELIC (referencia para la política monetaria), en tanto entiende que ello es necesario para recuperar la trayectoria convergente de la inflación. Así, desde comienzo de 2015 la tasa aumentó 2 p.p., luego de cuatro instancias de aumento.



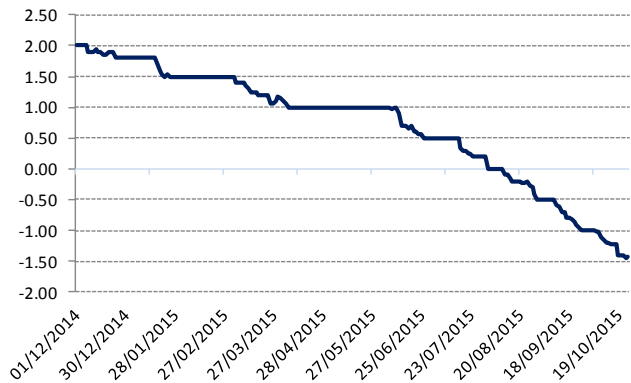
### Bajas perspectivas de recuperación

Estos ajustes, tanto en el plano fiscal como monetario imponen restricciones adicionales a la recuperación económica en el corto plazo. Concomitantemente el vecino país enfrenta hoy en día una grave crisis política, que agudiza las tensiones económicas. Por un lado, existen denuncias de corrupción sobre la petrolera brasileña (Petrobras) que compromete al partido de gobierno, deteriorando la imagen frente a la opinión pública. No obstante, el escándalo de Petrobras no sólo afecta la economía por sus efectos negativos en el entorno político. De hecho, ha paralizado múltiples contratos de inversión debido a la incapacidad de la firma estatal a brindar los servicios a los que se había comprometido.

Por otro lado, la oposición impone trabas a la gobernabilidad desde el poder legislativo a partir de no votar las propuestas del gobierno. Más recientemente la situación se ha complejizado a través de los pedidos de juicio político a la presidente Dilma Rousseff.

Junto a las políticas contractivas y el deterioro del panorama político, encontramos que las perspectivas de los agentes privados, tanto desde los consumidores como industriales, presentan una tendencia decreciente desde principios de 2013 (ver gráfico 2.2). Como producto combinado de estas tendencias, las perspectivas de una rápida recuperación de la economía brasileña se han deteriorado considerablemente en los últimos meses.

Gráfico 2.5 - Expectativa de crecimiento en 2016. Periodo Enero-2015 a Octubre-2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCB

El Gráfico 2.5 refleja la evolución de las expectativas de los agentes respecto al crecimiento de la economía en 2016. Como puede apreciarse, al inicio de 2015 los agentes esperaban un crecimiento para 2016 cercano al 2%, sin embargo a partir de mediados de junio las expectativas no han cesado de deteriorarse semana tras semana. Así, en agosto ya se esperaba que la economía brasileña se contrajera en el próximo año y en la última instancia de relevamiento, a fines de octubre, la respuestas de los analistas relevados por el Banco Central de Brasil (BCB) indicaba que éstos esperaban que la economía se redujera aproximadamente 1,5%.





## ESTORNUDO GIGANTE, RESFRÍO PEQUEÑO

Brasil es el principal socio comercial del Uruguay, al tiempo que constituye una referencia ineludible para nuestro país en el plano financiero y cambiario. Si bien es cierto que durante los últimos años se ha observado un relativo descalce en la evolución del crecimiento de la economía nacional respecto a nuestros vecinos de la región, nos parece fundamental evaluar cuáles son los principales canales de transmisión de la situación brasileña en nuestro país.

### Tipo de cambio: correr de atrás

Como hemos mencionado, existen fuertes lazos financieros entre los dos países, al menos en el terreno de las expectativas. Es por ello que habitualmente se espera que los vaivenes de Brasil en materia cambiaria sean replicados por el Uruguay.

En este sentido, el espiral depreciatorio del real brasileño alcanzó durante el mes de septiembre su mayor expresión, cuando esta moneda registró un mínimo histórico respecto al dólar americano. Concretamente, el 23 de septiembre la paridad cambiaria se ubicó en 4,18 reales por dólar. Luego de haber alcanzado su mínimo valor en la historia, el real recuperó algo del terreno perdido, y al cierre de este informe se ubicaba alrededor de 3,8 reales por dólar. De todos modos, con los datos cerrados a setiembre, mes en el que tuvo una pérdida de valor superior al 11%, el real se había depreciado 48% desde inicios del año y casi 70% con respecto a igual mes de un año antes.

Por su parte, en Uruguay el ritmo de pérdida de valor de la moneda ha sido mucho menos profunda. La depreciación en nuestro país alcanza el 20% si la comparamos con los valores registrados a comienzo de año. A su vez, en tanto el ritmo de crecimiento de precios en uno y otro país no difieren sustancialmente, se ha llamado la atención sobre el proceso de abaratamiento relativo del Brasil respecto a nuestra economía.

Suelen mencionarse que este fenómeno tiene dos efectos perjudiciales sobre las ventas nacionales. En primer lugar, el más evidente es que los productos uruguayos que tradicionalmente tenían como destino el Brasil en estas condiciones se encarecen relativamente y pierden su atractivo para ser importados por nuestros vecinos del norte. Este es el caso, por ejemplo, de la industria de las autopartes, cuyas exportaciones se dirigieron en un 80% al mercado brasileño durante 2014. No obstante, también puede considerarse que las industrias afectadas por esta nueva realidad cambiaria

son justamente aquellas que acarrear problemas estructurales y cuya viabilidad en Uruguay se encuentra en entredicho independientemente de la situación cambiaria. Asimismo, no sólo en el comercio de bienes Brasil tienen una importancia determinante para nuestro país; también constituye el origen de una parte significativa de los turistas que visitan Uruguay cada año, y sobre esta variable también influye decididamente el desalineamiento cambiario.

Un segundo canal, tal vez menos presente, por el cual el abaratamiento relativo de Brasil tiene influencia sobre el comercio exterior uruguayo, es el papel de este país como competidor en terceros mercados. Recordemos que Brasil es el segundo exportador mundial de soja y principal exportador de carne congelada en el mundo, por citar algunos ejemplos relevantes. En estas circunstancias, el encarecimiento relativo de precios dificulta la colocación de los productos uruguayos en los mercados internacionales con efectos contractivos para nuestra economía.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, es posible observar la existencia de un nivel de equilibrio de largo plazo entre los precios relativos de ambos países, consistente con la teoría de Poder de Paridad de Compra. Es decir, en el largo plazo la relación de precios entre ambos países converge a un punto de equilibrio, sin embargo la dinámica de corto plazo indica que los precios del Uruguay son quienes se ajustan endógenamente para recuperar el equilibrio luego de situaciones de desajuste.

**Gráfico 3.1 - Tipo de cambio real bilateral con Brasil .Periodo Enero 1999-Setiembre 2015**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE e IPEA.



A pesar que existen formas más y menos sofisticadas para calcular el nivel de equilibrio del tipo de cambio real entre ambos países, asumiendo que éste se encuentra en torno al promedio histórico, entonces observamos que en octubre de 2015, el desvío respecto al nivel histórico alcanzaba el 27%, guarismo levemente inferior al desequilibrio registrado previo a la devaluación uruguaya en 2002, cuando la diferencia llegaba a 35%. No obstante, también es válido aclarar que en 2012 finalizamos una década completa de precios relativos más favorables a Uruguay respecto al promedio histórico y que la depreciación brasileña de setiembre estuvo influida, entre otros factores excepcionales, por la pérdida del grado inversor y la inestabilidad política, lo que hace suponer que el nivel actual del real sea inferior al equilibrio.

Es decir, si bien hoy nos encontramos más caros respecto a Brasil que en el pasado, es natural que se generen fluctuaciones cíclicas en torno al nivel de equilibrio de largo plazo, al tiempo que no creemos que actualmente el nivel del real se corresponda a su situación de equilibrio. De todos modos, esperamos que en el futuro los precios en dólares de Uruguay se ajusten de manera tal de retomar la senda de equilibrio, aunque la historia marque que dichas fluctuaciones tienen una frecuencia que en algunos casos alcanza varios años.

### Tipo de cambio: correr sin agitarse

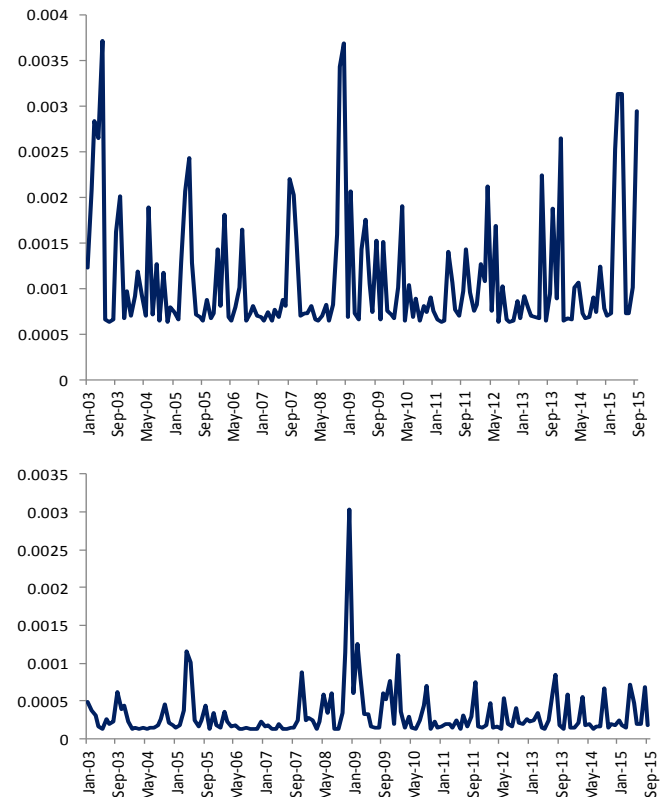
Asimismo, no es correcto considerar que el único efecto negativo de la evolución mostrada por el real para el Uruguay es el desfase de precios relativos. Por el contrario, la transmisión de las volatilidades del real a nuestra moneda pueden tener un efecto tanto o más perniciosos sobre las decisiones de consumo e inversión, más allá que en la actualidad la estructura financiera haya reducido los riesgos derivados de cambios bruscos del tipo de cambio.

En este sentido, una evaluación comparada de la volatilidad en el mercado cambiario de ambos países, permite observar que los eventos de alta volatilidad cambiaria en Brasil en general coinciden con los periodo de alta volatilidad del tipo de cambio en Uruguay. En este sentido podemos nombrar los episodios del segundo trimestre de 2005, el tercer trimestre de 2007 y particularmente los eventos surgidos a raíz de la crisis financiera de 2008, cuyo punto más alto en términos de volatilidad de tipo de cambio se observó en ambos países durante diciembre de 2008.

Sin embargo, luego de 2008 la conjunción de fenómenos de alta volatilidad en ambas plazas financieras ha sido menos habitual. De hecho, la volatilidad del tipo de cambio en Uruguay aumenta en este periodo respecto a la situación previa,

aunque no se presentan episodios donde la volatilidad alcance guarismos particularmente significativos. En cambio, en el caso de Brasil, lo ocurrido en marzo-abril de 2015 y septiembre de este mismo año tomó dimensiones comparables con los eventos de inestabilidad de 2008, antes mencionados.

**Gráfico 3.2 - Varianza condicional del Peso Uruguayo (abajo) y el Real Brasileño (arriba).** Periodo Enero 2003—Septiembre 2015.



Fuente: Elaboración propia en base a modelos G-Arch.

A su vez, de acuerdo a nuestras estimaciones, entre el periodo enero-2003 y septiembre-2015, los sucesos de alta volatilidad en el mercado cambiario brasileño habrían adelantado en un mes los episodios en Uruguay, dando cuenta de la fuerte influencia de las turbulencias brasileñas en nuestro país. No obstante, la característica más destacada del Gráfico 3.2 es que a partir de marzo del presente año no se observa una transferencia significativa de la volatilidad del real a la plaza uruguaya. Esta disociación probablemente haya estado vinculada a las intervenciones realizadas en el mercado de divisas por parte del BCU, tanto en el mercado forward como en el spot. De todos modos, ésta probablemente sea sólo una de las causas que expliquen el cambio en el patrón de transmisión de volatilidades.



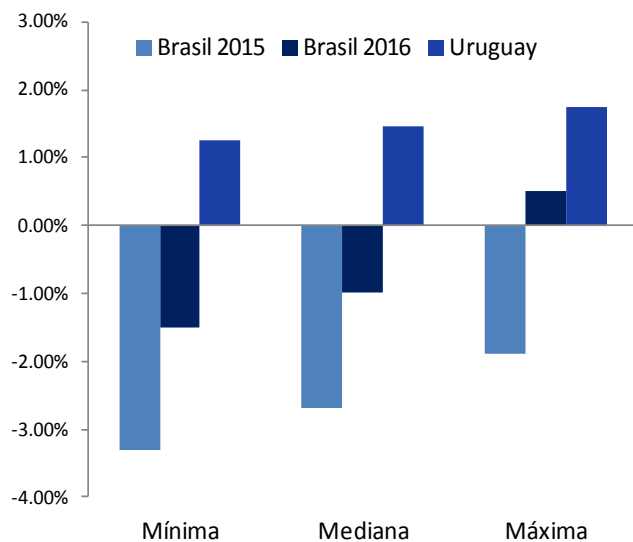
En síntesis, si bien es atendible la preocupación por el encarecimiento relativo del Uruguay, producto del proceso de depreciación registrado por el real durante el último año, se observa que la moneda uruguaya ha logrado mantenerse al margen de las volatilidades del mercado brasileño, lo cual constituye en sí mismo un activo de gran importancia.

### ¿Cómo afecta el crecimiento de Uruguay?

A su vez, como fuera evaluado en la primera sección del presente informe, Brasil se encuentra en una situación económica desfavorable, donde se espera que la economía se contraiga tanto este año como el próximo. Es decir, es más probable que los efectos contractivos de la situación brasileña se sientan en Uruguay debido a la merma de ingreso disponible de nuestros vecinos que al desfase de precios relativos.

De esta forma, a continuación presentamos un análisis de sensibilidad del crecimiento de la economía uruguaya durante 2016, dependiendo del crecimiento económico del Brasil. Para ello evaluamos tres escenarios de crecimiento de la economía nortea, según los pronósticos de mínima, máxima y mediana relevados por la encuesta de expectativas *LatinFocus Consensus Forecast*. A su vez, es necesario aclarar que se presentan únicamente las proyecciones para 2016 debido a que el rezago con que la economía brasileña impacta sobre la uruguaya implican que las modificaciones de nuestras proyecciones en 2015 sean marginales.

**Gráfico 3.3 - Tasa de Crecimiento del PIB de Brasil y Uruguay (Año 2016).**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de LatinFocus Consensus Forecast.

La característica de mayor destaque del Gráfico 3.3 es que en ningún caso la economía uruguaya registraría una caída del PIB promedio anual, ni siquiera en una situación de contracción de Brasil de 3,3% en 2015 y 1,5% en 2016.

Otro punto resaltable del gráfico anterior es que el rango de incertidumbre sobre la evolución de la economía brasileña no se traslada de manera amplificada al Uruguay. Por el contrario, mientras en 2015 y 2016 el rango de proyecciones del crecimiento de Brasil es de 2 p.p, los escenarios planteados marcan que el crecimiento de la economía uruguaya se ubicaría entre 1,3% y 1,7% dependiendo la trayectoria de la economía brasileña.

### En suma...

La economía brasileña atraviesa una de las situaciones más difíciles en las últimas décadas, ya que no sólo se enfrenta a un proceso de significativa contracción económica, sino que enfrenta algunas circunstancias adicionales que dificultan su pronta recuperación. En este sentido, hemos destacado que la agenda económica de Brasil en el corto plazo está destinada a la solución de tres grandes desequilibrios: inflación, cuenta corriente y cuentas fiscales. Sin embargo su solución se encuentra y encontrará con escollos adicionales que surgen desde el terreno político, que se retroalimentan con la situación económica minando la confianza de empresarios y consumidores. Todo ello indica que la salida de la recesión no será una tarea sencilla.

Concomitantemente, los desequilibrios brasileños traen aparejados algunos desafíos para la economía uruguaya. En particular ha sido notado que luego de una década en que los precios relativos favorecieron a Uruguay, la depreciación acelerada del real ha llevado el tipo de cambio real bilateral con Brasil a su mínimo en mucho tiempo, afectando no solo las exportaciones a ese país sino la competencia en terceros mercados.

No obstante, también hemos señalado como una virtud del Uruguay, su capacidad para evitar que las turbulencias financieras y cambiarias de Brasil se vean replicadas en la plaza local. De la misma manera, observamos que la incidencia de un deterioro brasileño mayor al esperado no pondría en riesgo la capacidad de la economía uruguaya para crecer durante 2016, si bien afectaría sin duda su ritmo de crecimiento.