



Contenido:

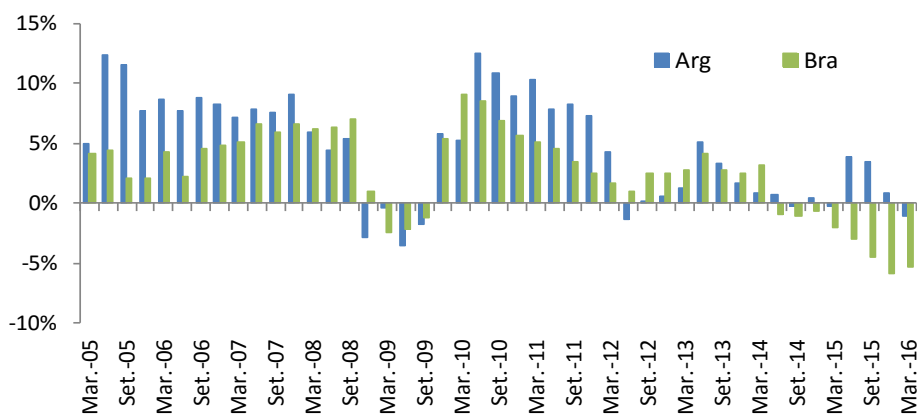
- La región y sus efectos
- Argentina en transición
- Otro año difícil para Brasil
- Efecto contagio sobre Uruguay

LA REGIÓN Y SUS EFECTOS

Tanto Argentina como Brasil atraviesan en la actualidad situaciones que como mínimo les plantean importantes desafíos en el corto plazo. Argentina se encuentra en un importante proceso de transición, donde se busca atender los diversos desequilibrios macroeconómicos heredados de la administración anterior de la forma más gradual posible, con todos los desafíos que ello implica. En Brasil la situación parecería menos propicia, donde al duro panorama económico se han sumado los conflictos políticos que parecerían no tener fin, y dificultan la elaboración de un plan consistente para salir de la situación económica actual.

Son varios los canales por los cuales nuestra economía siente los embates provenientes de la región. Desde Brasil, su posición como destino de nuestras exportaciones indica un canal directo, donde además del efecto ingreso (recogido a través del crecimiento) es fundamental la relación de precios relativos entre ambas economías. Asimismo, constituye una referencia ineludible para nuestro país en el plano financiero y cambiario, por lo que habitualmente se espera que los vaivenes de Brasil en materia cambiaria sean replicados por Uruguay. También existen varios caminos por los cuales la situación argentina podría impactar sobre el desempeño local. En primer lugar se destaca el canal comercial, tanto en términos de bienes como de servicios, donde un shock negativo podría complicar a sectores que dependen fuertemente de la demanda argentina, como algunos industriales y el turismo. Adicionalmente, si el peso argentino volviera a depreciarse, el encarecimiento relativo de Uruguay frente a Argentina podría empeorar. Otro canal de transmisión importante es el de la inversión extranjera directa, siendo la Argentina el origen más importante de IED en los últimos años.

Gráfico 1 – PIB de Argentina y Brasil, variación interanual



Fuente: INDEC e IPEA

En lo que sigue de este informe se presenta un estado de situación de las economías regionales, sus principales cuellos de botella y perspectivas para los próximos dos años. A partir de ello se inferirá su efecto sobre la economía uruguaya para el mismo período.



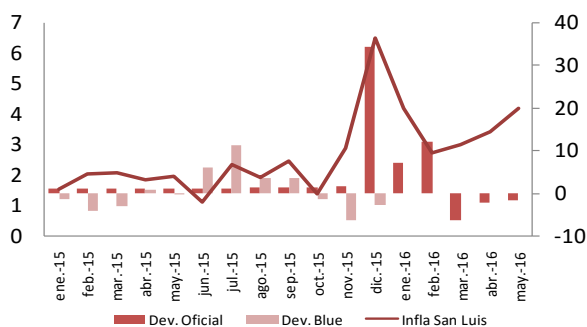
ARGENTINA EN TRANSICIÓN

Argentina está en medio de un significativo proceso de transición, el cual presenta como principal desafío corregir los importantes desequilibrios macroeconómicos que arrastra desde hace varios años. A la devaluación de diciembre de 2015, asociada a una parcial liberalización del mercado cambiario, se sumaron los objetivos para 2016 de reducir el déficit fiscal primario a 4,8% del PBI (desde un 5,8%) y llevar la inflación a un rango meta de entre 20% y 25%. A continuación se hace un análisis de la evolución reciente de las principales variables macroeconómicas de Argentina y se brinda un panorama para los próximos dos años.

Un sistema de precios tensionado

En 2015, La inflación fue de 31,6% y 26,9% de acuerdo al IPC de San Luis y según el de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), respectivamente. Ambas medidas registraron repuntes en diciembre, mes en que el levantamiento del cepo cambiario llevó al dólar oficial muy próximo al valor del dólar paralelo o *blue*, lo cual implicó una devaluación (oficial) de 34,2%. Lógicamente, esto constituyó una presión al alza sobre el nivel de precios.

Gráfico 2.1 – Inflación mensual para San Luis (eje izq.) y variación del tipo de cambio (eje der.)



Fuente: Gobierno Provincial de San Luis, BCRA y Ámbito.

En lo que va del 2016, la inflación mensual se ha mantenido en niveles elevados,

llevando la medición interanual a valores superiores al 40%. Aquí, habría sido clave la quita de subsidios a servicios públicos y el aumento de tarifas. Por otra parte, el 15 de junio se dio a conocer la primera estimación de la inflación luego de la renovación institucional del INDEC, según la cual la inflación de mayo en la zona metropolitana de Buenos Aires habría sido de 4,2%. De todas formas, parece difícil que se logren cumplir los objetivos planteados en materia de inflación y el ministro de Hacienda Prat Gay ya lo reconoció, dilatando el objetivo hacia marzo de 2017.

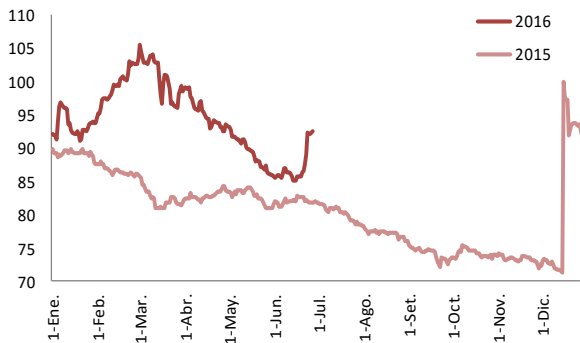
Sector externo mejoraría

La salida del *default* luego del fallo en Nueva York dio lugar a un mayor ingreso de capitales extranjeros por un aumento de confianza, aunque aún moderada por el fenómeno reciente de *flight to quality*. La entrada de divisas por este motivo, en conjunción con la cautela que ha mostrado la Fed en EEUU para aumentar las tasas de interés, ha presionado a la baja al precio del dólar. Además, la entrada de divisas se vio reforzada por la liquidación de exportaciones sojeras durante el primer semestre, y podría operar en igual sentido el blanqueo de capitales durante el segundo semestre.

Debido a lo anterior, el tipo de cambio real (ITCRM) había registrado una tendencia bajista desde el 17 de diciembre, perdiendo hasta el 20 de junio un 48% del aumento registrado en aquella oportunidad. Desde ese entonces, una caída en la oferta de dólares por una menor liquidación de exportaciones, junto con el impacto del *Brexit* en los mercados financieros, determinó aumentos importantes de las cotizaciones del dólar y el euro. El consecuente aumento del ITCRM fue igual a 22% de la devaluación del 17 de diciembre.



Gráfico 2.2 – Índice de TCRM del BCRA en 2015 y 2016. Datos diarios. 17/12/2015=100



En ese marco, será interesante ver la evolución futura de las cotizaciones relevantes luego de procesarse el efecto del *Brexit*. La comparación interanual del ITCRM continúa siendo favorable, lo cual debería estimular a las exportaciones durante el 2016, pero si se dieran mayores apreciaciones reales podría perderse la competitividad ganada hasta ahora. A priori se espera que las exportaciones se vean beneficiadas por ese posible aumento del tipo de cambio real a raíz de la devaluación de diciembre, aunque la conservación de la competitividad ganada es algo a monitorear.

En otro orden, la situación de Brasil y de los precios internacionales de las commodities incide también sobre la economía argentina. El cuadro 2.1 muestra los principales rubros de exportación del país. De éstos, el único que no pertenece al sector agrícola es “Materiales de transporte terrestre”.

Cuadro 2.3 – Exportaciones en USD y porcentaje del total. Principales rubros

	Exp. (mill. de USD)	% de exp. en USD
Resid. y desperd. ind. alimenticia	10,6	19
Material de transporte terrestre	6,0	11
Cereales	4,8	9
Semillas y frutos oleaginosos	4,7	8
Grasas y aceites	4,7	8

Fuente: INDEC.

Brasil representó en 2015 el 18% de las exportaciones globales y tuvo fuerte peso en este rubro no agrícola. En tanto se espera

que 2016 sea otro año difícil para el país norteamericano, la crisis tendrá notorios efectos sobre el comercio bilateral. Al respecto, Prat Gay señaló que según sus estimaciones la crisis en Brasil incide negativamente en 1,5 pp. sobre la evolución del PIB en Argentina

Además, el rubro “Cereales” está compuesto principalmente por el maíz y el trigo y los restantes tres rubros del cuadro están compuestos fundamentalmente por la soja y sus derivados. Si bien los precios de estos productos están en niveles notoriamente inferiores a los de comienzos del 2014, es destacable que las previsiones para su evolución futura son favorables: el FMI prevé un aumento de estos precios durante el segundo trimestre del 2016. Luego del mismo las trayectorias son diferentes, pero se prevé que los precios terminen 2017 en un nivel superior al del último trimestre de 2015 en más de 10%, con excepción del maíz.

Con todo esto, pese a existir factores que relativizan el crecimiento del sector externo, se espera una mejora del mismo en el 2016. Los analistas relevados por el último informe de Latin Focus predicen un aumento de 4,2% en las exportaciones y una caída de 2,7% para las importaciones.

El tridente imposible

El gobierno enfrenta actualmente el desafío de conjugar sus objetivos en materia de inflación, crecimiento y recuperación de la competitividad, y su ponderación determinará en gran medida el devenir argentino en los próximos años. Al respecto, el gobierno espera una menor inflación y un repunte de la actividad para el segundo semestre, aunque precisó luego que éste se vería sobre el final del año. El dato del primer trimestre de 2016 pautó una caída desestacionalizada respecto al trimestre anterior, situación que sitúa a la economía argentina en recesión técnica.



En materia de política fiscal, el gobierno puede verse tentado a incumplir su meta de reducción del déficit para evitar sus efectos contractivos sobre la economía, a lo que se suma la posibilidad de reducir los impactos sociales de corto plazo de sus políticas. El gobierno ha aumentado algunos gastos por este motivo, a lo que se suma la renuncia fiscal por la eliminación de las retenciones a las exportaciones. En la medida en que sea financiado con emisión monetaria, un mayor déficit fiscal podría ser inflacionario.

Perspectivas de crecimiento global

En este marco, el panorama en el corto plazo muestra señales mixtas. El sector externo incidiría positivamente sobre la economía, pese a enfrentar alguna restricción, pero el consumo, afectado por la caída del poder adquisitivo de la población a raíz de los efectos inflacionarios de las correcciones cambiaria y tarifaria, tendería a caer. La inversión se vería favorecida por el

importante flujo de capitales hacia Argentina por el aumento de la confianza de los inversores internacionales, y en el segundo semestre con las rebajas de las tasas de interés. El gasto del Estado, salvo que el gobierno opte por incumplir severamente sus metas fiscales, bajaría.

Por su parte, los datos más recientes de producto, correspondientes al primer trimestre 2016, indican un crecimiento de 0,5% en términos interanuales pero un retroceso respecto al último de 2015. Si bien este dato fue mejor al esperado por los analistas, sigue posicionando a la economía argentina en una situación de recesión.

En concreto, el consenso de los analistas encuestados por la consultora Focus Economics para su informe LatinFocus de mayo es que el PBI argentino caerá en 0,8% en 2016, previéndose una caída de 1,4% para el consumo privado y un incremento de 1% para la inversión.

OTRO AÑO DIFÍCIL PARA BRASIL

Brasil vive un momento de crisis económica e institucional que parece difícil de superar en el corto plazo. En términos de crecimiento, luego de observarse una desaceleración desde 2010 y crecer apenas 0,1% en 2014, cayó 3,8% en 2015. A esto se sumó el proceso de *impeachment* a Dilma Rousseff y sus consecuencias, hechos políticos que repercutieron también en la esfera económica.

Una recesión peor que la prevista

En el 2015, luego de varios años de desaceleración de la economía brasileña y de estancamiento en 2014, diversos analistas advirtieron que el país entraría ese año en recesión. La OCDE en marzo y el gobierno en abril pronosticaron respectivamente, caídas de 0,5% y 0,9%. La contracción fue finalmente de 3,8%, influenciada en parte por

la dramática situación política, que deprimió expectativas y paralizó sectores productivos.

Quienes más cayeron fueron la industria manufacturera y la construcción, 9,8% y 7,6%, respectivamente. Ésta última suele acompañar los ciclos económicos con más volatilidad que los demás sectores, y fue además particularmente golpeada por la operación *Lava Jato*, que paralizó a la empresa estatal Petrobras y a las principales empresas constructoras del país. Sin embargo, sorprende que la industria manufacturera, siendo un sector vinculado a la exportación, no haya sido estimulada por la depreciación cambiaria, como sí lo fueron otros sectores exportadores como el agropecuario y la extracción mineral. Los servicios registraron un deterioro de 2,7%, con comportamientos disímiles a su interior.



Del lado de la demanda, el componente de mayor deterioro fue la Formación Bruta de Capital Fijo, que se contrajo en 14,1%. Ésta tuvo una fuerte desaceleración desde 2010, influida por la ralentización de las inversiones públicas y la deteriorada confianza de los inversores. El consumo de las familias, por su parte, se redujo en 4%, y la demanda interna se contrajo 5,6%. Esto fue en parte compensado por la mejora de la balanza comercial, causada por una caída de 14,3% en las importaciones, junto con un crecimiento de 6,1% en las exportaciones, en gran parte debido a la depreciación del real.

En tanto, la inflación trepó a 10,7%, situándose por encima del techo de rango meta fijado por las autoridades de 6,5%. La devaluación y el aumento de los precios controlados, que no habían sido aumentados en 2014, año electoral, presionaron al alza al nivel de precios.

Crise não tem fim

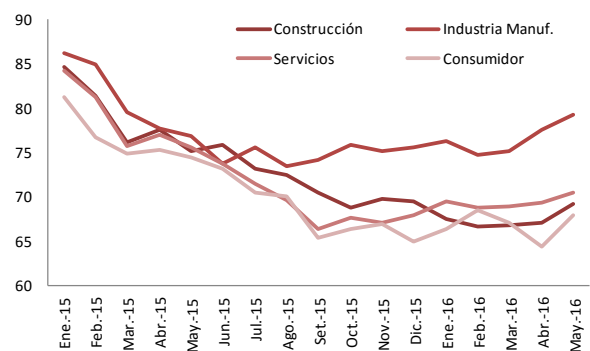
Las perspectivas desfavorables para la economía brasileña continúan para este año, puesto que muchos de los elementos que determinaron el pobre desempeño del año pasado continúan vigentes en el 2016. La situación política aún no logra generar las condiciones propicias para la correcta toma de decisiones, y las expectativas de los agentes continúan siendo pesimistas.

Por un lado, cabría esperar que las expectativas mejoren si se implementan medidas de corrección fiscal como plantea el gobierno de Temer. Sin embargo, los bajos índices de aprobación del presidente interino, la existencia de importantes figuras de su partido involucradas en escándalos de corrupción, el fraccionamiento del parlamento y la impopularidad que suele caracterizar a los ajustes fiscales pueden obstaculizar la implantación de reformas en este sentido.

En esta línea, el pesimismo de los agentes puede deprimir la inversión y el consumo,

contribuyendo a la ya prolongada caída de la demanda interna. Respecto a esto, los indicadores de confianza de la Fundación Getulio Vargas (FGV) indican que en los últimos meses la confianza de los agentes del sector privado ha frenado su descenso e incluso ha tendido a aumentar en algunos casos, pero continúan situándose en terrenos notoriamente pesimistas (el valor 100 divide optimismo de pesimismo).

Gráfico 3.1 - Evolución de Índices de Confianza. Rango entre 0 y 200.



Fuente: FGV

Algo similar ocurrió con el Indicador de Intención de Inversión Industrial de FGV, que registró una leve suba luego de haber caído continuamente desde principios de 2014, pero continúa ubicándose en territorio desfavorable. Su estabilización podría augurar mejoras en la inversión, que difícilmente reviertan la situación en 2016, pero podrían dar lugar a cambios en 2017. Por otro lado, la inversión pública cayó 29% en 2015, según IPEA¹. Ello se dio en un marco de gastos rígidos, donde, se opta por reducir la inversión pública para equilibrar el resultado fiscal, un comportamiento que el actual gobierno, con sus mencionadas restricciones políticas, podría repetir.

Con esto, las perspectivas para la inversión, tanto pública como privada, son sumamente desfavorables para 2016, pudiendo haber tímidas mejoras en 2017. La predicción de

¹ Instituto de Investigación Económica Aplicada



consenso de LatinFocus es de una caída de 12,1% para la inversión en 2016, y un aumento de 0,9% de la misma en 2017.

Por su parte, la confianza de los consumidores también parece haberse estabilizado en territorio pesimista. A esto se suma la delicada situación del mercado laboral, en el que la tasa de desempleo para el primer trimestre del 2016 fue estimada en 10,9% según la PNAD², registrando un aumento respecto al 9% del último trimestre de 2015. La misma encuesta estimó para el primer trimestre de 2016 una caída interanual del salario real de 3,2%.

Finalmente, la demanda externa podría compensar un parte de estos efectos, pero reducidamente. La balanza comercial debería continuar su mejora, en gran parte por la caída en las importaciones causada por la retracción en el poder adquisitivo, pero una apreciación real para este año podría quitar dinamismo al sector exportador

Perspectivas norteañas

Con todo esto, parece inevitable otra fuerte caída del producto para Brasil, arrastrado por los componentes de la demanda interna. En cuanto a la inflación, es probable que se modere, por haberse procesado ya los efectos de los aumentos de tarifas y la depreciación, por la caída en la demanda agregada y la política monetaria restrictiva aplicada por el Banco Central de Brasil.

Asimismo, los datos de PIB del primer trimestre del 2016 muestran una caída interanual de 5,4%. Sin embargo, la caída fue de 0,3% respecto al trimestre anterior (con datos desestacionalizados). Tal merma fue algo menor que la prevista, con deterioros moderados del consumo y la inversión en comparación con datos anteriores, un leve incremento del gasto público y otra mejora

importante de la balanza comercial, que arrojó un superávit de 2% del producto.

Además, la encuesta de expectativas del BCB ha mejorado su proyección, pasando de una caída de 3,8% a 3,4% en las últimas semanas. Si bien continúan siendo resultados desfavorables, dicha corrección junto al resultado mejor al previsto en el primer trimestre dan razones para creer que el período más contractivo en Brasil podría apaciguarse. Así, cabe esperar un leve crecimiento en el año 2017, próximo a un 1%, aunque es pertinente señalar el elevado grado de incertidumbre que aparejan estas proyecciones.

EFFECTO CONTAGIO SOBRE URUGUAY

De lo anterior se desprende que la región tendrá un panorama adverso en términos de crecimiento en 2016, pero que comenzaría a recuperarse en 2017 aunque probablemente de forma reducida, al menos en Brasil. Por tanto, no ejercerá una influencia positiva sobre el crecimiento de la economía local a través de un efecto ingreso este año y lo hará tímidamente el año próximo. Sin embargo, sí podría contribuir de manera positiva a través de un efecto precio, derivado de un abaratamiento relativo de la economía local que mejore la competitividad. Ello incidiría positivamente en el nivel de exportaciones y desalentaría las importaciones. Por tanto, el saldo comercial reduciría su déficit.

No obstante, cabe remarcar el nivel de incertidumbre que prima sobre la región, especialmente para el año próximo. Del lado norteaño la misma se desprende fundamentalmente del frente político mientras que en Argentina deriva del éxito que tengan las medidas de reordenamiento macroeconómico y de los tiempos que tome

² Encuesta Nacional por Muestra de Domicilios Continua.