

Argentina

Luego de una retracción de la actividad en 2014 cercana a 2%, la expectativa de crecimiento para 2015 es modesta. Con estímulos al consumo por el año electoral y un aumento de los insumos importados podría darse un rebote. **(Ecolatina)**.....Página 2

Brasil

Diante das pressões recentes, colocamos as projeções de câmbio sob observação para eventual revisão. O monitoramento das medidas da equipe econômica e o seu trâmite político no Congresso, será chave para o cenário. **(Tendências)**.....Página 4

Chile

Las perspectivas han mejorado con el cierre de 2014. Aunque es prematuro dar por sentado que este año tendrá mejores resultados. La inflación se mantiene como problema junto al desprestigio de la clase política y empresarial. **(Gemines)**.....Página 6

Ecuador

La baja del petróleo a cerca de la mitad del valor contemplado en el presupuesto público provocará una caída en las exportaciones y afectará los ingresos fiscales. En este contexto, se anunciaron medidas para limitar las importaciones. **(CORDES)**.....Página 8

México

El año inicia con más riesgos que fortalezas. La evolución de la economía durante 2015 y 2016 dependerá del comportamiento de tres variables: el precio del petróleo, el tipo de cambio y las tasas de interés. **(Consultores Internacionales)**.....Página 10

Perú

Se plantea un menor crecimiento del PBI para 2015 respecto al proyectado, pues se espera que el incremento de la inversión privada sea nulo. La inversión privada no mostrará señales de repunte sino hasta fin de año. **(Macroconsult)**.....Página 12

Uruguay

La inflación ha sido el problema recurrente a solucionar por el gobierno. En año pasado cerró con una variación de 8,3% y en un contexto de ralentización de la actividad se proyecta una reducción de la inflación para 2015 a 7,6%. **(Oikos)**.....Página 14

Venezuela

Se anunció el nuevo sistema cambiario de tres mecanismos: Cencoex (VEB 6,3/US\$), Sicad (VEB 12/US\$) y un nuevo mercado Simadi, que la tasa el primer día fue de VEB 170/US\$. Otras medidas han quedado fuera, como el subsidio de la gasolina. **(Ecoanalítica)**.....Página 16

¿Puede haber un repunte de la actividad en 2015?

La discusión relevante en torno a la evolución del nivel de actividad en 2015 no se centra en la viabilidad de un crecimiento sostenible a tasas elevadas, sino sobre algo mucho más modesto: la posibilidad de que el PBI recupere, en el mejor de los casos, el terreno cedido en 2014. Vale destacar que el año pasado la caída del producto orilló 2%.

Lamentablemente, lograr un crecimiento genuino liderado por la inversión requiere un cambio integral en la política económica que este gobierno ya no va a realizar. En cambio, sí es factible pensar que, con renovados estímulos al consumo y un aumento de los insumos importados para lubricar el proceso productivo, podría darse un rebote.

De todas maneras, tampoco está garantizado un repunte del nivel de actividad. Para que ello suceda el gobierno debería, en primera instancia, distender la restricción externa, especialmente en el frente de importaciones. No es un buen auspicio que en los últimos días el Banco Central (BCRA) haya frenado el giro de divisas para pagar importaciones.

Pero la escasez de divisas no es el único desafío. Además, el gobierno debería apuntar a moderar la inflación para que no se licúen las mejoras nominales de los ingresos de las familias. Y por último, financiar una política fiscal expansiva (típica de año electoral) vía fuentes menos nocivas que la asistencia del BCRA (apelar sólo a la emisión para cubrir el creciente déficit público potenciaría las presiones cambiarias/inflacionarias).

Hasta ahora las autoridades económicas dejaron trascender la intención de: i) no a acordar/dilatar negociaciones con *holdouts*; ii) conseguir financiamiento externo alternativo (principalmente de China) y, eventualmente, colocar algo de deuda en los mercados de capitales; iii) volver a utilizar el tipo de cambio y las tarifas como anclas nominales frente a la inflación; iv) aplicar una política monetaria algo más laxa (baja de tasas) para estimular el crédito; v) mantener una política fiscal expansiva.

En base a los lineamientos de política oficial mencionados, condicionantes internos, perspectivas internacionales y el rol de las expectativas de los agentes económicos frente a un cambio de gobierno, podemos enumerar diversos factores que apuntalan o descartan una recuperación de la economía argentina en 2015.

A favor de un repunte de la actividad:

- La desaceleración de la inflación producto del atraso cambiario y tarifario (algo plausible si se mantienen acotadas las expectativas de devaluación y no se dispara la emisión) permitiría en el corto plazo mejorar el poder adquisitivo de las familias.
- El atraso de las tarifas más un fuerte aumento de las transferencias de planes sociales, apuntalaría el ingreso disponible de las familias.
- Las expectativas de una mejora de la política economía con el próximo presidente electo mantiene abierta una ventana de acceso a los mercados de capitales (pese a la dilación del acuerdo con *holdouts* y la envergadura de los últimos acontecimientos internos, el riesgo país no empeoró en lo que va del año).

- Si se prolonga la paz cambiaria (gracias a la asistencia de China y la expectativa del mercado financiero de una recuperación del valor de los activos financieros locales), el BCRA podría relajar la política monetaria (tasas más bajas) para dinamizar el crédito.
- Una política fiscal expansiva podría dinamizar la actividad si se financia parcialmente con crédito externo.

En contra de un repunte de la actividad:

- Las exportaciones van a caer en 2015, por menores precios internacionales de las commodities, por atraso cambiario, y por un acopio significativo de la cosecha agrícola a la espera del próximo presidente electo.
- Además de menores exportaciones, este año hay que pagar el doble de vencimientos de deuda pública que el año pasado. Si el gobierno no consigue abultado financiamiento externo, será imposible siquiera mantener el nivel de las reservas y de las importaciones del año pasado.
- Pese a que aún persiste abierto el acceso a los mercados de capitales (producto de las mencionadas expectativas que genera el recambio presidencial), posponer un acuerdo con holdouts diluye la oportunidad del gobierno de conseguir financiamiento externo abultado a menores tasas.
- A medida que se acerquen las elecciones de octubre crecerán las expectativas de devaluación por la insostenibilidad del atraso cambiario. En el segundo semestre las presiones cambiarias volverían al centro de la escena, afectando al nivel de actividad.
- Una política fiscal expansiva financiada con emisión aumentaría las presiones cambiarias e inflacionarias abortando la posibilidad de un repunte de la actividad.
- Arrastre estadístico negativo: según nuestras estimaciones, la caída de casi 2% del PBI durante 2014 implica, ceteris paribus, un descenso del PBI de 1% para este año.

A priori, el balance de fuerzas luce equilibrado, por lo que recuperar el terreno cedido en 2015 parece complejo de alcanzar. De hecho, esperamos un estancamiento del nivel de actividad. Desde ya que cualquier error de cálculo en la implementación de la estrategia oficial profundizaría la recesión existente. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Argentina	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PBI (%)*	-0,4	3,2	-1,8	0,0	1,0
Consumo (%)*	1,9	3,8	-1,2	0,3	0,8
Inversión (%)*	-7,4	7,4	-7,6	-2,0	2,4
Tasa de desempleo promedio anual (%)*	10,32	11,03	11,86	12,47	12,56
Inflación - IPC (%)*	24,46	27,23	37,68	32,19	34,41
Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)	13,84	16,92	22,55	19,90	30,49
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	4,9	6,3	8,5	10,8	15,4
Cuenta Corriente* (% PBI)	0,0	-2,0	-2,2	-2,3	-0,7
Resultado Primario Nacional genuino** (% PBI)	-0,6	-2,0	-3,3	-4,7	-0,9

Fuente: Ecolatina

* Estimaciones propias de Ecolatina (no oficiales)

** Excluye DEGS, traspasos y utilidades del BCRA

Deterioração política e econômica amplia riscos para o câmbio

As pressões recentes e o cenário prospectivo preocupante colocam as projeções atuais de taxa de câmbio sob observação para uma eventual revisão. O risco cresceu e reforça a recomendação de cuidado com a exposição à variável. Contudo, é necessária uma acomodação da volatilidade antes de se promover mudanças.

No final de janeiro, o dólar recuou para abaixo de R\$ 2,60/US\$, e havia um conjunto de fatores favoráveis. Por exemplo, houve uma forte recuperação dos fluxos externos, com entrada líquida de US\$ 4,1 bilhões pelo lado financeiro; uma boa recepção dos mercados aos ajustes anunciados por Joaquim Levy, anúncio do QE na Zona do Euro, sinais mais amenos do Federal Reserve e um viés contracionista pelo Banco Central do Brasil.

O alívio durou pouco. Em 30 de janeiro, uma série de fatores desfavoráveis ao real desencadeou a volatilidade. Foi anunciado um resultado fiscal decepcionante em dezembro, o rating da Petrobras sofreu rebaixamento e Joaquim Levy declarou que “não é intenção manter o câmbio artificialmente desvalorizado”. Desde então, as pressões se acentuaram.

Mais recentemente, outros fatores reforçaram esse quadro adverso, como os sinais contraditórios do governo quanto à reorientação da política econômica. Também vale destacar a deterioração do quadro político para o governo, que incluiu uma derrota nas eleições para presidência da câmara e a piora na aprovação da presidente, situação que aumenta o risco de reprovação das medidas de ajuste fiscal pelo congresso. Há também um agravamento do quadro econômico: os efeitos da operação Lava Jato sobre os investimentos e o risco de racionamento de energia e água devem levar a uma contração do PIB em 2015.

Com isso, houve rápida reviravolta na dinâmica da taxa de câmbio. O aspecto externo tem seu peso, no entanto é preciso considerar que o real exibiu disparadamente o pior desempenho entre as principais moedas ante o dólar, reforçando o caráter local do movimento. Além disso, o risco País medido pelo CDS de 5 anos atingiu os maiores patamares desde maio de 2009.

Para os próximos meses, é preciso avaliar com muito cuidado o cenário para câmbio. No curto prazo, a taxa deve continuar volátil, e a expectativa de US\$ 2,79/US\$ para a taxa de câmbio no final deste ano fica em observação para possível revisão. Também segue válida a recomendação para que seja minimizada a exposição cambial, devido às incertezas muito elevadas no Brasil, que tornam qualquer projeção para a variável pouco confiável neste momento. Ainda assim, mesmo que possa ter ocorrido algum exagero (overshooting) nos últimos dias, a análise das perspectivas para os próximos meses é preocupante.

O sinal externo deve continuar a pesar contra o real, com a perspectiva de aperto monetário pelo Fed mantendo o viés de alta global do dólar. No entanto, são os fatores políticos, especialmente os ligados ao ajuste fiscal, que devem determinar o humor dos

mercados no curto prazo. Assim, o monitoramento das ações da equipe econômica visando cumprir a meta de superávit primário (1,2% do PIB) e, quando for o caso, o trâmite político no Congresso, será fator chave para o câmbio. A Tendências fará o acompanhamento destas questões, incorporando ajustes em nossos cenários conforme as definições forem ocorrendo. O cenário de maior probabilidade é de anúncio expressivo de contingenciamento de gastos pela equipe econômica e aprovação das medidas no Congresso, ainda que com modificações em relação à versão original. Neste cenário, a taxa de câmbio deve mostrar certa acomodação. ■

Principais projeções para 2015 e 2016

Brasil	2012	2013	2014	2015	2016
Crescimento do PIB (%)	1,0	2,5	-0,1	-1,2	1,3
Consumo (%)	3,2	2,6	0,9	-0,1	0,4
Investimentos (%)	-4,0	5,2	-8,5	-6,2	5,3
Taxa de desemprego (%)	5,5	5,4	4,8	6,3	7,6
Inflação - IPCA (%)	5,8	5,9	6,4	7,3	6,1
Taxa nominal de juros - Selic (%)	7,25	10,00	11,75	13,00	12,00
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,04	2,34	2,66	2,79	3,06
Conta corrente (% PIB)	-2,4	-3,6	-4,2	-4,5	-4,4
Resultado nominal do setor público (% PIB)	-2,5	-3,3	-6,7	-5,4	-4,8

Fonte: *Tendências*

Brotos verdes

El año pasado tuvo un cierre moderadamente positivo en lo referente a la actividad económica, que se tradujo en el primer aumento en la proyección de crecimiento para 2015 desde abril de 2013, en la encuesta de expectativas del Banco Central de febrero, que pasó de 2,6% a 2,7%.

Más allá de este ajuste casi anecdótico, lo relevante es que la velocidad del crecimiento se aceleró en la parte final del año pasado. En efecto, durante el último trimestre de 2014 el crecimiento desestacionalizado a ritmo anual se elevó a 4%, siendo el más acelerado desde el tercer cuarto de 2013 y con una importante aceleración desde -0,1% en el segundo trimestre. Con todo, esta evidencia debe interpretarse con cautela, toda vez que una parte importante del impulso que generó este resultado provino de la política fiscal, que aceleró la expansión del gasto público real hasta 10% en el trimestre final del año y casi 16% sólo en diciembre. Este resultado, simplemente, no puede repetirse durante el presente año.

Por otro lado, la debilidad del consumo y la inversión privada se mantienen, aunque lo peor parece haber quedado atrás y la baja en la inflación, con su efecto positivo sobre las remuneraciones reales por el efecto rezagado de la indexación, le dará un impulso al consumo durante este año. Parece muy improbable, por otro lado, que la inversión privada experimente una recuperación relevante durante el año.

No obstante lo anterior, si bien la proyección de crecimiento para este año de 2,7% representa una clara mejoría respecto del pobre 1,8% de 2014, es evidente que sigue siendo un resultado muy deficiente y por debajo del potencial de alrededor de 3,5% que tiene la economía chilena en la actualidad. Por otro lado, lograr un crecimiento cercano al 3% este año requiere de una aceleración en la velocidad de crecimiento durante el año. Nada de esto está garantizado por cierto.

Por una parte, el escenario externo presenta grados de incertidumbre mayores a los del año pasado. La crisis de Ucrania, la compleja solución a los problemas de Grecia y una eventual recuperación en el precio del petróleo, son algunos de los factores que podrían provocar un shock negativo sobre la economía chilena y complicar el panorama inflacionario, especialmente si la debilidad del peso se mantiene. Tal vez más relevante que lo anterior es la evolución de las variables internas. En particular, si el gobierno le dará o no alguna prioridad al crecimiento en 2015 o mantendrá el enfoque del año pasado de imponer reformas a cualquier costo y sin importar nada más.

Por otro lado, el sorprendente registro de inflación en enero (0,1% contra un expectativa de -0,3%), que incluyó una muy elevada variación subyacente (0,6% o 0,7%, dependiendo del indicador utilizado), alteró el complaciente escenario de inflación que parte del mercado mantenía para el año y anuló la perspectiva de más recortes en la tasa de política monetaria evento que, en el mejor de los casos ha quedado relegado para fines del primer semestre si es que los indicadores de actividad no evolucionan de la manera prevista.

En lo político, la popularidad del gobierno parece haber dejado de deteriorarse mientras la oposición es virtualmente inexistente. La aprobación de reformas estructurales ha avanzado con algunos tropiezos, pero se ha consolidado y continuará en el presente año, mientras la imagen de la clase política y empresarial no puede ser peor, por varios casos de evasión de impuestos de alto perfil, fraudes con información privilegiada, financiamiento ilegal de campañas políticas, tráfico de influencias y cohecho con recursos públicos. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Chile	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,4	4,1	1,8	2,7	3,5
Consumo Privado (%)	6,0	5,6	2,7	2,8	4,2
Inversión (%)	12,2	0,4	-5,2	0,0	4,5
Tasa de desempleo (%)	6,4	5,9	6,4	6,7	6,5
Inflación - IPC (%)	1,5	3,0	4,6	3,2	3,0
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	5,00	4,50	3,00	3,00	4,00
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	477	529	613	630	640
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,4	-3,4	-1,7	-1,9	-2,4
Resultado del Gobierno Central (% PIB)	0,6	-0,6	-1,6	-2,2	-2,0

Fuente: *Gemines*

2015, un año de ajustes para Ecuador

La economía ecuatoriana enfrenta un horizonte complejo en 2015 principalmente por el desplome del precio del petróleo. En enero el crudo ecuatoriano se exportó a un precio promedio de US\$ 42 por barril, muy por debajo de los US\$ 79,7 contemplados en el presupuesto público. La caída en el precio del petróleo impacta con fuerza en una economía donde el crudo representa la mitad de las exportaciones y genera una tercera parte de los ingresos fiscales.

Frente a este escenario, a inicios de año el gobierno anunció un recorte en el presupuesto de US\$ 1.420 millones, equivalentes al 4% del monto aprobado. El ajuste anunciado implica una reducción de US\$ 840 millones en el gasto de inversión y de US\$ 580 millones en el gasto corriente (se revocó el aumento salarial de 5% que se había programado para los empleados públicos).

La disminución del gasto público, que creemos que no se limitará al recorte ya anunciado, afecta al desempeño de una economía que en los últimos años se volvió cada vez más dependiente de los recursos fiscales. El gasto público, que en 2006 –el año anterior a que Rafael Correa sumiera la Presidencia– representaba el 21% del PIB, en 2014 abarcó alrededor del 43%. Del mismo modo, la inversión pública representa en la actualidad más de la mitad de la inversión total. En este contexto, proyectamos que, luego de la desaceleración observada en la segunda mitad de 2014, en 2015 la economía ecuatoriana crecerá a una tasa en torno al 1,7%.

La caída del precio del petróleo tiene otras consecuencias en una economía dolarizada y, por tanto, altamente dependiente del ingreso de divisas. En el último trimestre de 2014, según el Banco Central del Ecuador, las exportaciones totales del país sumaron US\$ 5.775 millones, 8% menos que en el mismo período de 2013. El resultado responde a un desplome de 23% en las exportaciones petroleras, moderado en parte por el crecimiento de 9% en las exportaciones no petroleras. Estas ventas, sin embargo, podrían verse afectadas en 2015 por la apreciación del dólar en los mercados internacionales.

Si se toman en cuenta únicamente los datos de diciembre, cuando el valor promedio de exportación del petróleo fue de US\$ 45 por barril, la caída en las exportaciones totales llega al 23%, como consecuencia del desplome de 47% en las ventas petroleras. En ese mes el Ecuador registró un déficit comercial récord de US\$ 600 millones, que anticipa una profundización del saldo negativo en cuenta corriente en 2015.

En este contexto, el gobierno ha venido tomando distintas medidas para limitar las importaciones y así moderar la salida de divisas. Primero aumentó los requisitos técnicos

para el ingreso de cerca de 300 productos (más tarde se redujo el número de productos afectados a 209). A inicios de enero impuso salvaguardias a las importaciones procedentes de Colombia y Perú, con el argumento de compensar la devaluación de las monedas de ambos países. La Comunidad Andina (CAN) se pronunció en contra de esas medidas e incluso recomendó devolver los importes cobrados a las empresas afectadas, lo que fue rechazado por el presidente Correa, quien advirtió que analizará la conveniencia de que el Ecuador siga formando parte de la CAN. Pese a esto, el país se comprometió a analizar los impactos de las salvaguardias y su eventual reemplazo por medidas multilaterales. Otras acciones para controlar las importaciones han sido el reciente incremento de los aranceles para 588 productos y la implementación de cupos para la importación de autos, medida que muy probablemente se repita en los celulares.

Además del impacto en el nivel de actividad, las restricciones a la importación podrían provocar el aumento de algunos precios, principalmente en los vehículos, que tienen una alta ponderación en el nuevo IPC con base 2014. Pese a esto, no se espera un aumento significativo en la tasa de inflación, que proyectamos que se mantendrá en torno al 4% anual.

Más allá de los controles a la importación, la única esperanza con la que cuenta el gobierno para mejorar su saldo de divisas y evitar medidas más drásticas es la llegada de financiamiento desde China, país que ya representa cerca del 30% de la deuda externa pública del Ecuador. Tras su viaje a inicios de año al país asiático, el presidente Correa anunció que el Ecuador consiguió una línea de crédito por US\$ 7.500 millones. No se espera que el total de ese monto sea desembolsado en este año, ya que aún no están claramente definidas las condiciones de los créditos ni los proyectos que financiarían. Aún así, es posible anticipar que la deuda pública mantendrá o ahondará la tendencia observada en 2014, cuando creció en 5,6 puntos del PIB pese a que en ese año el precio de exportación del petróleo fue similar al valor contemplado en el presupuesto. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Ecuador	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,22	4,64	3,70	1,70	-
Consumo privado (%)	2,71	3,19	4,20	2,90	-
Inversión (%)	10,60	10,70	5,40	-4,70	-
Tasa de desempleo urbano (%)	5,00	4,86	4,54	5,46	-
Inflación nacional urbana (%)	5,11	2,73	3,59	3,80	-
Tasa Activa de referencia - BCE (%)	8,17	8,17	8,19	8,18	-
Tipo de cambio S/. por US\$ (fin de período)	-	-	-	-	-
Cuenta corriente de la BP (% de PIB)	-0,19	-1,04	-0,70	-2,50	-
Resultado primario del sector público (% del PIB)	-0,20	-3,57	-3,80	-4,70	-

Fuente: CORDES

Perspectivas económicas para 2015

A nivel internacional, las preocupaciones y atenciones en los próximos meses se centrarán en las medidas que tomará el Banco Central Europeo, para incentivar la alicaída y deflacionada economía del viejo continente, que no empieza a despuntar y tiene un futuro en el corto plazo todavía incierto; en los efectos positivos, para algunos y negativos, para otros, de la caída de los precios del petróleo; los conflictos entre Rusia y Ucrania, que podrían agudizar la crisis petrolera; y la ralentizada economía China cuya baja en demanda alcanzará a todo el mundo emergente.

Para los Estado Unidos, las perspectivas son más positivas, ya que ha venido mostrando una economía más fuerte y que se empieza a recuperar, lo que dará impulso a la economía mexicana mediante las exportaciones. Además, siendo un país consumidor de hidrocarburos, pero a la vez productor por la vía de fuentes no convencionales, puede aprovechar positivamente el shock petrolero actual.

Sin embargo, se debe estar atentos a la evolución de las tasas de interés ya que los claros signos de una recuperación de la economía norteamericana, están llevando al retiro de los estímulos monetarios por parte de la FED, lo que conducirá a un incremento en las tasas de interés lo que implicará significativos movimientos de capitales especulativos de los cuales México ha destacado como destino importante. Así mismo se prevé que se fortalezca el dólar vía el regreso de capitales.

En este mismo contexto, destaca la alta volatilidad que los mercados financieros han venido mostrando desde hace varias semanas. Dos de los precios más significativos de la economía mexicana han entrado en una suerte de espiral volátil. Por un lado, el precio del dólar norteamericano cuyo incremento ha orillado a las autoridades monetarias a ponerlos en subasta, a costa de las reservas, para impedir una depreciación del peso mexicano que pudiera afectar el objetivo de inflación. Por otro lado, el precio de la mezcla mexicana de petróleo, que en seguimiento al comportamiento de los precios internacionales, se ha venido reduciendo drásticamente a casi la mitad del valor más alto alcanzado en 2014.

Para 2015 el impacto se verá amortiguado por los recursos del fondo de estabilización, en lo que se cobra las coberturas contratadas para efecto de asegurar el precio presupuestado del barril de exportación. El reto será el año de 2016, en la formulación de los presupuestos de ingresos, con un menor precio de petróleo, sin excedentes y con bajas posibilidades de contratar coberturas en condiciones favorables.

La alta dependencia de las finanzas públicas (30% del presupuesto) en los recursos petroleros nos avizora para el próximo año un escenario difícil. Es en este último contexto que se vuelven de gran importancia las medidas de austeridad que el Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda ha anunciado. En esta ocasión se han anunciado medidas de austeridad y disciplina presupuestaria, con un primer recorte en el presupuesto por 124.5 miles de millones de pesos (mmdp), lo que equivale a un 2.65% del presupuesto total de poco menos de 4.7 billones de pesos.

El 2015 representa un punto de inflexión, no sólo en términos económicos, sino también en el tema político. Los primeros dos años de la actual Administración se han caracterizado por la debilidad de la economía que ha llevado a ajustar las expectativas de crecimiento con que iniciaron cada uno de ellos. Este año no ha sido la excepción ya que de lo planteado en el paquete económico, incluso las propias autoridades financieras y hacendarias, se han hecho ajustes.

Este año también será significativo en términos políticos, ya que habrá elecciones federales para renovar la Cámara de Diputados y elecciones locales. El nivel de participación y el resultado del proceso, mostrarán sin duda el ánimo del electorado y marcará los derroteros para la segunda parte del sexenio.

Como señalamos, 2015 muestra más riesgos que fortalezas. Los primeros se exacerban por la baja de confianza e incertidumbre que en un principio se circunscribió al clima de negocios y los indicadores económicos, pero ahora se combina con problemas de falta de seguridad y violencia crecientes, que van a disminuir el potencial de atracciones inversiones y turismo. Nuestra expectativa, hasta el momento, es que el PIB se incremente entre 3 y 3.1% respecto de 2014. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

México	2012	2013	2014	2015	2016
PIB Real (crecimiento %)	3.9	1.1	2.2	3.1	-
Inflación (variación porcentual anual %)	3.57	3.97	4.08	4.03	-
Trabajadores Registrados en el IMSS (dic. vs dic.)	711,71	463,02	714,53	681,73	-
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	4.24	3.75	3.01	3.02	-
Tipo de Cambio (promedio anual) *	13.16	12.78	13.31	14.95	-
Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.29	-2.08	-2.32	-2.62	-

Fuente: Consultores Internacionales, S.C.

* Tipo de cambio para solventar obligaciones en dólares

La inversión privada continúa débil

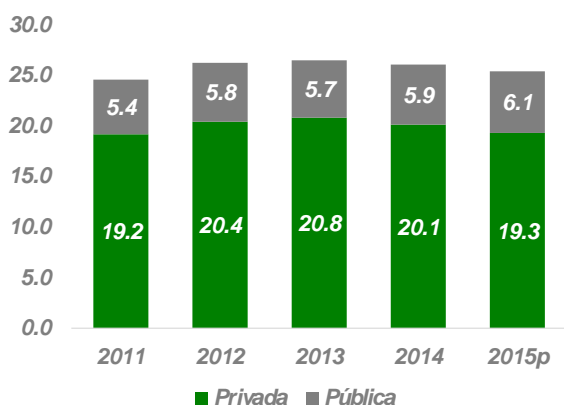
En la revisión de proyecciones de enero de 2015, se replanteó a la baja el crecimiento de peruano: de 4.9% a 4.4%. El motivo principal es que se espera que el crecimiento de la inversión privada (77% del total de la inversión bruta fija nacional), sea nulo. En contraposición, se prevé que la pública crezca 9.1%, con lo cual la inversión bruta fija total subiría 2%. Con estos resultados, dicha inversión acumularía 25.4% del Producto Bruto Interno (PBI) en 2015 (ver gráfico 1), lo que implica un flujo nuevo de US\$ 52,517 millones y aumenta la capacidad productiva del país.

La inversión privada no muestra señales claras de repunte sino hasta fin de año, dado que las expectativas empresariales se encuentran empatadas entre optimistas y pesimistas. Esperamos, a partir de ello, que en el primer trimestre del año esta variable siga creciendo a tasas negativas, jalando al PBI para llegar a resultados positivos en la segunda parte de 2015, cuando se revertiría el choque de oferta que afectó al crecimiento de 2014.

Mirando algunos rubros de inversión

Si bien la mayor parte de la inversión bruta fija no puede ser observada en detalle, algunos rubros permiten hacer un seguimiento (ver cuadro 1).

Gráfico 1- Inversión bruta fija (% del PBI)



Fuente: BCRP. Elaboración: Macroconsult.

Por ejemplo, en 2015 se invertirían US\$ 8,500 en el sector minero, lo que significa una caída de 1.7% con respecto a la inversión de 2014. Los principales proyectos detrás de este número son Las Bambas (Apurímac) y las ampliaciones de Cerro Verde (Arequipa) y la mina de hierro de Marcona (propiedad de Shougang, en Ica).

En 2014 se concesionaron una serie de obras públicas entre las cuales destacan la Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto del Sur, el Tramo 2 de la Longitudinal de la Sierra y el proyecto de irrigación Chavimochic III etapa, entre otras. Además, el gobierno decidió llevar a cabo la modernización de la Refinería de Talara de Petroperú. Se espera que estas obras empiecen el proceso de construcción en 2015, por un monto de alrededor de US\$ 3,400 millones.

Cuadro 1 - Inversión bruta fija total (US\$ millones)

	2014		2015	
	US\$ millones	% del total	US\$ millones	% del total
Minería	8,643	16.3	8,500	16.2
Centros Comerciales	507	1.0	300	0.6
Obras públicas	43,808	82.7	3,424	6.5
Otros			40,293	76.7
Total	52,958	100.0	52,517	100.0

Fuentes: MEM, Proinversión, BCRP y prensa.

Elaboración: Macroconsult.

Finalmente, un rubro que ha mostrado un gran dinamismo en los últimos años es la construcción de centros comerciales. De hecho, muchas ciudades no contaban hasta hace algunos años con este tipo de infraestructura. Según el director de la Asociación de Centros Comerciales del Perú (ACCEP), se espera que para 2015, la inversión en este rubro supere US\$ 300 millones, por debajo de los US\$ 507 millones de 2014.

Debilidad del gobierno

El gobierno del presidente Ollanta Humala ha enfrentado recientemente una serie de dificultades que dan cuenta de su creciente debilidad y de su falta de liderazgo a un año y medio de finalizar su período gubernativo.

La reciente derogación de la Ley de empleo juvenil, que apuntaba a la flexibilización laboral para jóvenes, es un fiel reflejo de las dificultades del gobierno en el Congreso, donde ya no tiene mayoría. Estas complicarán la tramitación de otras iniciativas por parte del gobierno y su capacidad para defender de la censura a ministros cuestionados.

La amistad y vínculos de la pareja presidencial con el prófugo Martín Belaunde Lossio complican el escenario político. Belaúnde Lossio está procesado por su vinculación a la red mafiosa de César Álvarez, expresidente regional de Áncash. También se le está investigando por la participación de sus empresas en licitaciones amañadas y obras inconclusas en diversos gobiernos regionales. La incapacidad del gobierno para detenerlo, luego de seis meses de su orden de captura, y su sorpresiva aparición en Bolivia han generado la percepción de que la pareja presidencial lo protege.

Finalmente, este lunes se inició un diálogo político convocado por el Presidente Humala para concertar con la oposición. Sin embargo, no contó con la presencia de los principales grupos contrarios al gobierno: apristas y fujimoristas. Además de abandonar su tono confrontacional, el gobierno ha anunciado el cierre temporal y la reestructuración de la Dirección Nacional de Inteligencia (DINI), acusada del seguimiento a la oposición. Ambas iniciativas contribuyen a distender el ambiente, pero no es posible saber si servirán para que la oposición parlamentaria no censure a los ministros más cuestionados y, eventualmente, al gabinete encabezado por Ana Jara. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Perú	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	6.0	5.8	2.5	4.4	5.8
Consumo privado (%)	6.1	5.3	4.4	4.7	5.3
Inversión privada (%)	15.6	6.4	-1.4	0.1	6.1
Tasa de desempleo (%)	4.7	4.8	4.8	4.3	4.3
Inflación - Lima Metropolitana (%)	3.7	2.8	3.2	3.0	3.0
Tasa de referencia - BCRP (%)	4.25	4.00	3.25	3.25	3.25
Tipo de cambio S/US\$ (fin de período)	2.55	2.80	2.99	3.20	3.25
Cuenta Corriente (% PIB)	-3.1	-4.5	-4.6	-4.3	-3.8
Resultado económico del sector público (% PIB)	2.2	0.9	-0.1	-1.1	-1.8

Fuente: Macroconsult



Mínimo descenso de la inflación en 2014

La inflación de la última década presentó dos ciclos diferentes: i) continuo crecimiento entre 2005 y 2008; ii) altibajos en el entorno de 7% y 8,5% entre 2009 y 2014.

En el primer período, el país comenzaba la recuperación luego de la crisis económica y financiera de 1999-2003 estimulado por un fuerte shock de demanda, que presionó de manera continua el crecimiento de los precios. A ello se sumó un continuo crecimiento de los precios internacionales de los commodities (alcanzando valores históricamente altos) lo que significó una mayor “inflación importada”.

En el segundo ciclo, y a partir de la crisis financiera internacional generada por la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers (tercer trimestre de 2008), el fuerte descenso de la tasa de crecimiento del PBI entre 2008 (7,2%) y 2009 (2,4%) y la caída (1,5%) del consumo privado, quitaron presión a los precios internos que observaron un alza de 5,9% (el menor registro desde el 4,9% de 2005). Con el paulatino crecimiento del nivel de actividad y del consumo privado, las presiones inflacionarias resurgieron y los precios crecieron 8,4% en promedio entre 2011 y 2014.

En la pasada y actual administración de gobierno, el objetivo explícito de la política económica fue el control de la inflación. En tal sentido, el Banco Central (BCU) fijó un rango objetivo para la tasa de inflación de 4%-6% y de 3%-7% a partir de julio 2014.

Para el cumplimiento de esta meta el BCU utilizó como instrumento monetario hasta junio de 2013 la tasa de interés (Tasa de Política Monetaria; TPM) y a partir de esa fecha la evolución del agregado de medios de pago M1 ampliado. La TPM no fue eficaz en encauzar la evolución de los precios dentro del rango meta dado que salvo en el breve período entre octubre 2005 y enero 2006 la inflación se situó por fuera del mismo.

Con su sustitución por el control de los agregados monetarios, y producto de una continua contracción de los mismos, las presiones inflacionarias provistas del “lado monetario” se redujeron.

Uno de los mecanismos que implementó el gobierno para contener la inflación fue la baja de los precios de los servicios públicos así como el acuerdo voluntario con los supermercados. En el primero de los casos cabe reseñar que en los últimos diez años la tarifa de telefonía fija descendió 58,3% en términos reales, la de energía eléctrica 22,2%, los combustibles 25,3%, y el agua corriente 10,2%.

Este esfuerzo de las Empresas Públicas, no fue acompañado por el sector público que en el período incrementó sus erogaciones 130,3% mientras los ingresos lo hicieron 68,7% (en términos reales). Consecuencia de ello el déficit global pasó de 1,8% del PBI en diciembre de 2004 a 3,4% en diciembre de 2014.

En el último año la inflación cerró con una variación de 8,3% (8,9% en promedio) habiendo alcanzando en febrero el máximo de 9,8%.

El rubro de mayor peso en el Índice de Precios al Consumo (IPC), Alimentos y bebidas no alcohólicas, creció en promedio 10,4% durante el año y acumuló en todo 2014 un alza de 11,2%. Ello obedeció principalmente a las importantes subas de Legumbres y hortalizas (20,3%) y Carne (14,1%).

A lo largo de la última década la inflación ha sido el problema recurrente a solucionar por el gobierno; encauzarla dentro de la meta fijada fue un objetivo esquivo que demandó el cambio del instrumento de política monetaria.

El continuo crecimiento del nivel de actividad, y con ello del empleo, el consumo privado y de los ingresos, contribuyó por el lado de la demanda al alza de los precios.

Los mecanismos más eficaces para reducir los mismos fueron la baja de las tarifas públicas y de los precios administrados, repercutiendo en un importante deterioro de las cuentas públicas.

En un contexto de ralentización de la actividad económica y de menores presiones inflacionarias del exterior (principalmente por la baja en el precio del petróleo) Oikos C.E.F. proyecta una continua aunque moderada reducción de la inflación para 2015 y 2016: 7,6% y 7,3% respectivamente. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Uruguay	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	3,94	4,40	3,06	3,89	4,00
Consumo final de los hogares (%)	5,53	5,30	4,40	4,00	4,50
Inversión (%)	19,18	6,21	4,80	4,00	3,80
Tasa de desempleo (%)	6,37	6,60	6,52	6,42	6,40
Inflación - IPC (%)	7,48	8,52	8,26	7,60	7,30
Tasa de cambio \$/US\$	19,40	21,39	24,33	26,37	28,25
Cuenta corriente (% PIB)	-5,39	-5,59	-4,70	-3,00	-3,00
Resultado global del sector público (% PIB)	-2,72	-2,18	-3,40	-3,20	-3,10

Fuente: Oikos

Venezuela: Anuncios cambiarios: todo cambia...para seguir igual

El ministro de Economía, Finanzas y Banca Pública, Rodolfo Marco Torres, junto al presidente del Banco Central de Venezuela (BCV), Nelson Merentes, en una rueda de prensa anunciaron el nuevo sistema cambiario. La información suministrada brindó un poco más de luces sobre los anuncios realizados por el Presidente hace ya algunas semanas. El sistema contará con tres mecanismos:

- Un primer mercado: que atenderá las importaciones prioritarias de alimentos y medicinas e industrias conexas a un tipo de cambio de VEB 6,3/US\$.
- Un segundo mecanismo: que atenderá la demanda derivada de otros rubros de importación —incluyendo rubros alimenticios no prioritarios—, y surgirá de la unificación del Sistema Complementario de Administración de Divisas (Sicad I) y del Sistema Cambiario Alternativo de Divisas (Sicad II).
- Un nuevo sistema: cuyo nombre oficial es Sistema Marginal de Divisas (Simadi). Sobre este detalló Marco Torres: "Iremos a un sistema libre donde va a existir oferentes y el mismo mercado va a decir la tasa de cambio".

En el Simadi podrán participar personas jurídicas y naturales que tengan cuentas en dólares en los bancos nacionales tal como se establece en el Convenio Cambiario N°20 y operará a través de las casas de cambio, casas de bolsa y banca privada y pública. En las casas se podrá comprar hasta US\$300 diarios, así se informó en la rueda de prensa. Asimismo, Marco Torres informó que "algunos bancos realizarán operaciones del tercer sistema vía electrónica" y que este servirá también para la recepción de remesas familiares.

El nuevo sistema realizará operaciones con títulos valores y efectivo. Respecto a la tasa del tercer mercado cambiario, la misma arrancó el primer día en VEB 170/US\$. Por otro lado la oferta de divisas para 2015 provendrá: US\$2.000 millones de Pdvsa, US\$1.500 millones de empresas petroleras y asociados, US\$1.000 millones de fondos extrapresupuestarios (Fonden, Fondo Chino, Tesorería, entre otros) y US\$3.000 millones en bonos (República y Pdvsa). En total, US\$7.500 millones.

Si la oferta por parte del sector público es constante y la libre cotización incentiva la participación del sector privado, es de esperarse que la tasa del nuevo mercado (Simadi) promedie VEB 115,0/US\$ durante todo el año, y con un promedio para Sicad de VEB 15,0/US\$, ubicaría a el tipo de cambio ponderado de la economía en VEB 39,8/US\$, una devaluación de 49,1% con respecto a 2014.

Es claro que hay otras decisiones o medidas que el Ejecutivo Nacional ha dejado por fuera, pero la línea del mensaje ha quedado claro: el ajuste será lento, gradual, desordenado (no hay visión de conjunto) e incompleto. Las medidas no resuelven los problemas de fondo (escasez de divisas y desequilibrio fiscal), y por ello no es descartable que, con el paso del tiempo, la situación obligue al Gobierno a tomar medidas adicionales para hacer

frente a la caída de los ingresos. En Ecoanalítica hemos señalado con anterioridad la necesidad de que se lleve a cabo una política monetaria de corte contractivo que ayude a reducir las presiones que han tenido sobre los precios y el tipo de cambio los excesos de liquidez y la expansión del crédito en los últimos años. En conclusión, 2015 sigue siendo un año complicado en especial para el sector privado, donde la escasez y la inflación seguirán estando presentes. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Venezuela	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,2	5,6	1,3	-4,0	-5,5
Consumo final de los hogares (%)	4,0	7,3	4,4	-5,7	-8,5
Inversión (%)	4,4	23,3	-9,0	-10,0	-7,0
Tasa de desempleo (%)	8,2	7,8	7,5	7,2	8,0
Inflación - INPC (%)	27,6	20,1	56,2	66,5	130,0
Tasa Overnight (%)	8,0	0,9	1,7	-	-
Tasa de cambio VEB/US\$	4,3	4,3	6,3	6,3	6,3
Cuenta Corriente (% PIB)	7,8	2,9	1,7	4,6	-
Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)	-11,6	-15,5	-16,9	-19,6	-18,8

Fuente: *Ecoanalítica*