

Argentina

Se dificulta la colocación para conseguir divisas en los mercados financieros. Sin un influjo de capitales elevado, no podrá aumentar la oferta agregada por lo que el impulso a la demanda en el año electoral presionará sobre los precios **(Ecolatina)**.....Página 2

Brasil

Revisamos a projeções de PIB para baixo (de -0,5% para -1,2%) devido ao anúncio mais expressivo de redução dos investimentos pela Petrobras em relação à hipótese adotada e a incorporação dos impactos de racionamento hídrico. **(Tendências)**.....Página 4

Chile

La economía chilena se encuentra creciendo por debajo de su potencial desde el cuarto trimestre del año 2013. Pero las cifras marcaron un repunte en el último cuarto del año pasado, tendencia que se mantiene en enero. **(Gemines)**.....Página 6

Ecuador

Para evitar desequilibrios en la balanza de pagos, el Gobierno adoptó una salvaguardia que aplica sobretasas arancelarias de hasta 45% a cerca de 2.800 productos, entre ellos varios incluidos en la canasta del IPC. **(CORDES)**.....Página 8

México

El fortalecimiento de la actividad productiva descansó en el desempeño de la economía norteamericana, que se ha venido robusteciendo pero a la vez incrementando la volatilidad en los mercados cambiarios. **(Consultores Internacionales)**.....Página 10

Perú

Los últimos indicadores indican un inicio del 2015 a un ritmo similar al de todo el año pasado, en que la economía creció apenas 2.4%. Esto obliga a poner en revisión nuestras proyecciones para el periodo 2015-2016. **(Macroconsult)**.....Página 12

Uruguay

Los primeros proyectos de Ley elevados al Parlamento por el gobierno recientemente electo, no plantean prioridades significativas en el cambio del escenario macroeconómico en que se desempeñará el país en los próximos años.**(Oikos)** Página 14

Venezuela

Las dudas sobre el Simadi y su capacidad para dar oxígeno a la economía aún persisten. El Simadi no ha tenido el impacto deseado por lo que no ha podido combatir el dólar paralelo, que superó la barrera de los VEB 200/US\$ y sigue en alza. **(Ecoanalítica)**.....Página 16

Sin dólares la oferta no aumenta y el impulso a la demanda va a precios

La denuncia y muerte del fiscal Nisman continuó monopolizando la agenda pública durante febrero. A mediados de mes la presidenta Cristina Fernández de Kirchner fue imputada por supuesto encubrimiento de los responsables del atentado a la AMIA en 1994. Además, el 18 de febrero se produjo en la Capital Federal una multitudinaria marcha de silencio convocada por un grupo de fiscales para homenajear al colega fallecido, que tuvo eco en las principales ciudades de todo el país.

Pese a que el gobierno trató de minimizar la marcha (la presidenta la calificó como opositora y del nacimiento del “partido judicial”), y que el juez Rafecas decidió en menos de dos semanas desestimar la imputación que había realizado Nisman, queda claro que el gobierno ha perdido capital político. Más aún, se consolida la idea de un cambio de cara a las elecciones presidenciales de octubre de 2015.

El oficialismo seguirá confrontando contra la Justicia y tratará de retomar la agenda política. Sin embargo, el frente judicial está lleno de obstáculos: la resolución de Rafecas podría ser revocada por la Cámara Federal, la causa de Hotesur (controlante de hoteles pertenecientes a la familia Kirchner) salpica a la presidenta y la situación del vicepresidente Boudou es cada vez más comprometida (enfrenta múltiples causas penales).

A este complejo escenario político se le suma un marcado deterioro de la economía brasileña. Las perspectivas de Brasil para el corriente año no lucían favorables ya que se anunció una política de ajuste fiscal para 2015. A esto se le suma la escasez de agua que afecta el suministro y reduce la generación hidroeléctrica y el escándalo de corrupción de Petrobras que produjo un cambio de conducción y planes de recorte de inversión.

Esto no es una buena noticia para nuestro país ya que cada vez que nuestro principal socio comercial enfrentó problemas económicos, la Argentina padeció consecuencias. Si a esto se suma la continua apreciación mundial del dólar, queda claro que enfrentamos viento en contra, lo que profundiza la dependencia al financiamiento para distender la restricción externa.

Hubo varias novedades en el frente financiero. En febrero no hubo ingresos de capitales significativos por parte de China, pero sí colocaciones de deuda por parte de YPF y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (ambas consiguieron US\$ 500 millones a tasas de interés de casi 9%).

También hubo novedades en el frente de los holdouts. En primer lugar, la Justicia del Reino Unido afirmó que el juez norteamericano Griesa se extralimitó al bloquear títulos reestructurados con Ley Inglesa. El fallo no destraba el pago de la deuda a tenedores europeos, pero fue favorable para el país.

Por otra parte, estarían avanzando en el juzgado de Griesa los pedidos de otros holdouts (conocidos como “me too”) para aplicar igual tratamiento respecto de la sentencia favorable conseguida por los demandantes originales. Más importante aún, ante rumores de una posible colocación del gobierno nacional vía algunos bancos

internacionales, el juez Griesa pidió información a dichas entidades, las cuales desistieron de avanzar con la operación por posibles sanciones.

Esto confirma que salvo una colocación directa (que fracasó a fines de 2014) o de forma indirecta (vía YPF o provincias), el Gobierno Nacional no podrá conseguir fácilmente divisas en los mercados financieros pese al apetito existente por los activos locales. Los fondos buitres están bloqueando esta posibilidad justamente para presionar a la Argentina a negociar.

Esto nos lleva al punto débil del plan oficial para estimular el consumo: la escasez de dólares. Para este año, esperamos una aceleración del gasto público de cara a las elecciones, un tipo de cambio oficial y tarifas lo más anclados posibles para contener a la inflación, y salarios nominales ajustando en porcentajes similares o superiores a los del año pasado.

A priori, semejante impulso de la demanda debería generar una recuperación de la economía. Sin embargo, si no hay divisas para importar bienes finales e insumos, la oferta agregada no va a aumentar, por lo que el exceso de demanda nominal sólo va a lograr atizar la inflación. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Argentina	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PBI (%)*	3,3	-1,8	0,0	0,5
Consumo (%)*	4,0	-0,9	0,3	0,5
Inversión (%)*	6,9	-7,5	-2,0	1,0
Tasa de desempleo promedio anual (%)*	11,0	11,9	12,5	12,6
Inflación - IPC (%)*	27,2	37,7	32,2	40,6
Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)	16,9	22,6	20,2	32,7
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	6,3	8,5	10,5	16,9
Cuenta Corriente* (% PBI)	-2,0	-5,7	-2,1	-0,2
Resultado Primario Nacional genuino** (% PBI)	-2,0	-3,3	-4,7	-1,0

Fuente: *Ecolatina*

* Estimaciones propias de Ecolatina (no oficiales)

** Excluye DEGS, traspasos y utilidades del BCRA

Retração do PIB deve ser de 1,2% neste ano

A Tendências revisou a estimativa para o PIB deste ano de -0,5% para -1,2%. Além dos efeitos negativos da crise de confiança e dos ajustes esperados na política econômica, foram incorporados na projeção o anúncio mais expressivo do que o esperado de redução de investimentos pela Petrobras (-30%) e os impactos de racionamento hídrico, especialmente no Sudeste. Assim, haverá intensificação da contração da atividade que já deve ser observada em 2014.

A nossa expectativa de queda de 0,1% do PIB do ano passado contribui para esse cenário ruim em 2015, já que o resultado ruim esperado para o quarto trimestre gera um efeito carregamento (“carry over”) negativo de 0,5%. Vale destacar, contudo, que há incertezas nessa projeção devido às mudanças metodológicas que serão implementadas pelo IBGE a partir da próxima divulgação, ainda que um estudo da OCDE¹ indique que tais alterações terão efeito mais expressivo no nível do que na variação do PIB.

O cenário anterior contemplava redução de 15% nos investimentos da Petrobras. Mas em razão do corte mais intenso que o antecipado (30%), o peso elevado dos investimentos da Petrobras no PIB (2,0%) e o efeito multiplicador significativo (1,9) esta revisão tem impacto direto de 0,4 p.p. para baixo na nossa projeção do PIB.

Os outros 0,3 p.p. para baixo na revisão são explicados pelos efeitos do racionamento hídrico na região Sudeste. O setor industrial explicaria 0,2 p.p. desse ajuste, em cálculo feito com base em pesquisas das federações da indústria da região que apontam o percentual das empresas que seriam afetadas com o evento. Considerando o peso do PIB industrial da região Sudeste no PIB total, o percentual das indústrias afetadas e uma hipótese de corte de 10% da produção, o impacto negativo no PIB seria de 0,2 ponto percentual.

O comércio também está exposto ao racionamento. Considerando o peso da região Sudeste no PIB do setor, o percentual de empresas afetadas e uma hipótese também de corte de 10% da produção, o impacto no PIB seria de negativo em 0,1 p.p. Assim, foi incorporado nesta projeção -0,3 p.p. relativo ao racionamento hídrico.

A despeito dessa revisão baixista, o risco para a atividade econômica segue assimétrico para baixo. Um cenário de racionamento de energia elétrica ainda não consta em nosso cenário básico. A razão para isso é que algumas simulações indicam que um nível médio de energia natural afluyente (ENA) na casa de 85% da média história até o final do ano nas diferentes regiões do País, em conjunto com a fraca atividade econômica e o impacto da alta de preços de energia elétrica em consumo (estimada pela Tendências em 68% para o consumidor), permite evitar um quadro de racionamento de energia elétrica.

Em um cenário de ENA abaixo do patamar citado nos próximos meses, o racionamento passa a ser provável. Nesse caso, nossas estimativas apontam que um corte de 10% na

oferta de energia tem impacto negativo de 0,8 p.p. no PIB. Desta forma, em um cenário com racionamento de energia, a variação do PIB em 2015 atingiria -2,0%.

¹<http://www.oecd.org/std/na/new-standards-for-compiling-national-accounts-SNA2008-OECD2012.pdf> ■

Principais projeções para 2015 e 2016

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

Fonte: *Tendências*

Economía Chilena el 2015: ¿Brotos Verdes?

La economía chilena se encuentra creciendo por debajo de su potencial desde el cuarto trimestre del año 2013, afectada por una sumatoria de factores negativos, entre los que destacan una importante merma en inversión en minería y un deterioro de expectativas empresariales frente a una intensa agenda legislativa que incorpora una reforma laboral, actualmente en discusión, y una reforma tributaria, ya aprobada, que significó un alza relevante en la carga tributaria.

Si bien diversos indicadores adelantados sobre el comportamiento futuro de la demanda aún no muestran un quiebre favorable de tendencia, las cifras de actividad marcaron un repunte en el último cuarto del año pasado, tendencia que se mantiene en el primer mes del presente año. Esto es consistente con una leve revisión al alza en las expectativas de crecimiento para el presente año, las que ahora se sitúan en 2,8%, y en 3,5% para el próximo, según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central de Chile.

Entre los elementos que contribuyen a incrementar las expectativas de crecimiento se debe mencionar un efecto positivo sobre el dinamismo y la inversión en el sector exportador no minero, de una importante depreciación real de la moneda a lo largo del último año, a lo que se suma un mayor crecimiento para los países de destino de dichas exportaciones. Favorece también la caída en el precio del petróleo, que significa un shock positivo sobre el ingreso de la economía que importa casi el 100,0% de su consumo.

Se debe agregar un comportamiento mejor del esperado en el mercado laboral, el que pese a la fuerte desaceleración del crecimiento y a la caída sostenida en la inversión, sólo registra un leve incremento en el desempleo. También ayuda, aunque ha sido más lento de lo esperado, la caída en los niveles de inflación actualmente en curso, la que en un contexto de rápido crecimiento de los salarios nominales (sobre el 7,0% en doce meses), favorece un importante repunte en los salarios reales. Se agrega, aunque aún se encuentran en terreno negativo, una mejoría en las expectativas económicas de las familias, que han bajado su percepción de riesgo respecto a perder la fuente de trabajo y que perciben que la economía tenderá a mejorar en el horizonte de un año plazo. Todo esto permite que el consumo privado mantenga algún crecimiento.

Importa, también, el impacto esperado de un fuerte crecimiento en la inversión pública, lo que se notará con mayor intensidad a partir del segundo semestre, y expectativas de recuperación en la actividad de la construcción habitacional, la que responde a un “adelantamiento” de demanda futura. Esto último se entiende como una forma de evitar comprar más caro a partir del próximo año, como consecuencia de un alza en impuestos que afectan a las viviendas a partir de enero próximo.

En el ámbito negativo, aunque ha retrocedido algo, preocupa la mantención de la inflación por sobre el límite superior del rango meta utilizado por la autoridad, lo que ha llevado a descartar nuevas bajas en la tasa de política monetaria. La importante

devaluación acumulada del peso, junto con diversos mecanismos de indexación en sectores claves como salud, educación y vivienda, permiten entender la persistencia inflacionaria. Con todo, se espera que ésta vuelva a ubicarse dentro del rango meta en el transcurso de los próximos meses.

También preocupa la falta de señales respecto de una pronta recuperación en la inversión privada, elemento fundamental para incrementar el potencial de crecimiento de mediano plazo. Para ello todo lo que tienda a despejar la incertidumbre de los empresarios, respecto a cambios institucionales o regulatorios, hace un aporte relevante. Es de esperar que la importante caída de apoyo popular de la Presidenta Bachelet, conlleve un cambio de foco en las iniciativas legislativas y en las señales políticas del gobierno, tendiente a recuperar las confianzas y acotar la incertidumbre.

Por último, al unísono con una canasta amplia de monedas a nivel mundial, el peso chileno se ha depreciado adicionalmente respecto al dólar, lo que en los últimos días ha estado explicado principalmente por buenas cifras en Estados Unidos, que llevan al mercado a anticipar en el tiempo una próxima alza en la tasa de política monetaria en dicho país. Sin embargo no esperamos que el peso se deprecie adicionalmente en forma significativa, toda vez que el precio del cobre se ha recuperado algo, luego de un importante ajuste a la baja en los últimos meses, y porque los fundamentos propios de nuestra economía deberían mejorar algo en el transcurso de los próximos meses. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Chile	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,1	1,8	2,8	3,5
Consumo Privado (%)	5,6	2,7	2,8	4,2
Inversión (%)	0,4	-5,2	0,0	4,5
Tasa de Desempleo (%)	5,9	6,4	6,7	6,5
Inflación - IPC (%)	3,0	4,6	3,2	3,0
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	4,50	3,00	3,00	4,00
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	529	613	635	640
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,4	-1,7	-1,9	-2,4
Resultado del Gobierno Central (%PIB)	-0,6	-1,6	-2,2	-2,0

Fuente: Gemines

Se profundizan los controles a la importación

En las últimas semanas las principales novedades en materia económica en Ecuador han estado relacionadas con el comercio exterior. La caída del precio del petróleo –producto que en los últimos cinco años representó más de la mitad de las exportaciones totales– y la apreciación del dólar frente a las monedas de varios de los principales socios comerciales del país genera un impacto negativo en la balanza comercial, que en enero, después del déficit record registrado en diciembre, mostró un saldo negativo de \$481 millones, dos veces mayor que en el mismo mes de 2014.

El resultado de la balanza comercial es determinante para Ecuador por tratarse de una economía dolarizada que cuenta con pocas fuentes alternativas de divisas: en los últimos años la inversión extranjera directa que ha llegado al país ha sido menor al 1% del PIB; además, luego de haber declarado en 2009 la moratoria en un tramo de la deuda externa que el Gobierno consideraba “ilegítimo” (y cuyos bonos recompró meses más tarde a un valor muy inferior al nominal), las opciones para encontrar financiamiento en los mercados internacionales en condiciones favorables son pocas.

En este contexto, el 6 de marzo, el Comité de Comercio Exterior (COMEX) resolvió instaurar una salvaguardia multilateral con el objetivo, según se detalla en la resolución correspondiente, de “regular el nivel general de importaciones y, de esta manera, salvaguardar el equilibrio de la balanza de pagos”. La medida, que entró en vigor el 11 de marzo y reemplaza a la salvaguardia cambiaria que se había impuesto a los bienes procedentes de Colombia y Perú, consiste en la aplicación de sobretasas, por un período de 15 meses, a los aranceles vigentes para alrededor de 2.800 productos. Estas sobretasas van desde el 5% para bienes de capital y materias primas que el Gobierno ha definido como “no esenciales”, hasta el 45% para bienes de consumo final. Han sido excluidas de la medida materias primas y bienes de capital (salvo los “no esenciales”), artículos de higiene personal y uso del hogar, medicinas y equipo médico, repuestos de vehículos, combustibles y lubricantes.

Varios de los productos incluidos en la salvaguardia forman parte de la canasta para el cálculo del índice de precios al consumidor (IPC), por lo que se puede anticipar que la medida provocará un salto en la tasa de inflación de marzo (en el próximo informe adaptaremos nuestras proyecciones para 2015 a estas nuevas circunstancias). En el caso de los productos cuya oferta local está compuesta en su totalidad por bienes importados, como televisores, computadoras o equipos de sonido, se puede esperar que el nivel de la sobretasa (45% en la mayoría de los productos electrónicos) se traslade de manera directa a los precios al consumidor. En el caso de los bienes cuya oferta está compuesta también por productos nacionales, como frutas, gaseosas, ropa, licores y refrigeradoras, de igual forma se puede esperar un aumento en los precios, ya sea porque la oferta local es insuficiente para satisfacer la demanda o porque algunos productores aprovechen la salvaguardia, que encarece a la competencia externa, para aumentar sus propios precios.

Las medidas para controlar las importaciones ya produjeron un impacto en la inflación de febrero. En ese mes la variación mensual del IPC fue de 0,61% y la tasa anual llegó a 4,05%, resultados muy superiores a los de febrero de 2014 (0,11% y 2,85%). Ese aumento se explica, en buena medida, por el encarecimiento de los autos, que tienen la mayor ponderación individual en el IPC total y que desde principios de año están sujetos a severos cupos de importación.

Otra novedad relacionada con el comercio exterior del país fue que el 19 de febrero Diego Aulestia asumió el Ministerio de esa rama en reemplazo de Francisco Rivadeneira. La gestión de este último destacó por su buena relación con el sector privado y, principalmente, por haber logrado que, en diciembre del año pasado, el Ecuador se adhiera al acuerdo comercial que Colombia y Perú habían suscrito previamente con la Unión Europea. Aulestia, que antes fue Ministro de Vivienda, prácticamente inauguró su gestión con la salvaguardia por balanza de pagos. Los documentos para demostrar la necesidad de aplicar esa medida ya han sido enviados al FMI y todavía se espera la aprobación de la OMC. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Ecuador	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,6	3,7	1,7	2,9
Consumo privado (%)	3,2	4,2	2,9	3,6
Inversión (%)	10,7	5,4	-4,7	7,9
Tasa de desempleo urbano (%)	4,9	4,5	5,5	5,5
Tasa de subempleo urbano (%)	43,2	43,8	44,1	43,6
Inflación nacional urbana (%)	2,7	3,6	3,8	3,8
Tasa Activa de referencia - BCE (%)	8,2	8,2	8,2	8,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	-0,7	-1,4	-1,9
Resultado primario del sector público (% del PIB)	-3,6	-3,8	-4,7	-5,8

Fuente: *CORDES*

Volatilidad e incertidumbre por mercado cambiario

Los resultados de los indicadores macroeconómicos emitidos por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEGI) muestran que, durante en 2014, la economía mexicana aceleró su ritmo de crecimiento al crecer 2.1 % en términos reales —dentro del rango estimado por Consultores Internacionales, S.C.— un punto porcentual por arriba de los logrado en 2013, sin embargo casi 1.5 puntos por debajo de las expectativas al inicio del año.

El fortalecimiento de la actividad productiva y de la generación de empleos (poco más de 250 mil nuevas plazas formales) en México se dio en un entorno internacional complicado, caracterizado por la caída de los precios internacionales del petróleo y la incertidumbre en Europa por el efecto Grecia. Sin embargo, también destacan las señales que dan cuenta de un fortalecimiento de la economía norteamericana, y que se advierten a través de los informes sobre el comportamiento del mercado laboral en nuestro principal socio comercial.

Cabe señalar que la mejoría de las condiciones en la economía norteamericana provoca dos efectos, aparentemente contrarios, sobre el entorno económico mexicano. Por un lado, y dada la relación comercial con el mercado norteamericano, la mejora se traduce en el incremento de la demanda por manufacturas mexicanas lo que reactiva cadenas productivas nacionales relacionadas con las exportaciones de bienes y servicios, en particular los no petroleros que avanzaron 5.7% en enero de 2015, destacando las dirigidas a Estados Unidos que crecieron 7.3 % anual.

Pero por el otro lado, una mejoría más robusta en la economía norteamericana implicará una posible alza en las tasas de interés en Estados Unidos, por el retiro de los estímulos de la FED, situación a la que ya están anticipando los mercados y está provocando una salida de recursos de mercados emergentes hacia esta Nación fortaleciendo del dólar.

En el caso de México, estos recursos son capitales especulativos en bolsa y valores gubernamentales que han inundado al país buscando refugio. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), México es la quinta economía con mayor inversión extranjera de cartera —más de 100 mil millones de dólares en los últimos 2 años—, desde el comienzo de la política monetaria altamente acomodaticia de la FED, lo que es uno de los factores principales que está fortaleciendo al dólar.

Al cierre de la jornada cambiaria del 10 de marzo, el dólar libre alcanzó un máximo histórico de 15.92 pesos a la venta, situación que no se presentaba desde 1993. De igual forma, el Banco de México reportó que el tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana (llamado FIX) se ubicó en 15.5837 pesos por dólar. Así en lo que va del año, la moneda mexicana se ha depreciado 5.9% frente al dólar, y desde septiembre pasado se ha derrumbado 19.5%.

De inmediato, el Banco Central activo por segunda vez el mecanismo de subastas que consiste en inyecciones diarias por 200 millones de dólares a un tipo de cambio mínimo equivalente al tipo de cambio FIX determinado el día hábil inmediato anterior, conforme a las disposiciones del Banco de México, más 1.5 por ciento.

La medida del Banco de México de ofertar 200 millones de dólares diarios cuando se tiene una depreciación del 2 %, si bien es correcta, ha tenido efectos poco significativos. Por lo cual, ante el disparo de la divisa, se anunciaron mediadas extraordinarias consistentes en ofertar diariamente 52 millones de dólares (adicionales al mecanismo de subasta de 200 millones) durante un periodo inicial de tres meses mediante subastas sin precio mínimo. Al término de este periodo, se evaluará la conveniencia de extender este mecanismo. Con el anuncio que implica reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales, se sigue una medida preventiva para proveer liquidez a los mercados ante la volatilidad financiera internacional.

El escenario de corto plazo para la divisa mexicana se ve complicado porque la mayoría de los inversionistas seguirán nerviosos, con la expectativa de que sigan generando presiones devaluatorias sobre el peso.

En caso de una mayor presión habrá necesidad de incrementar la cantidad ofertada diaria o incluso intervenir de manera más directa. Hay reservas relativamente suficientes, por el momento, poco menos de 200 mil millones de dólares además de los 70 mil millones del crédito contingente con el FMI.

Otra medida que se espera es el aumento en las tasa de referencia por parte del Banxico, una medida ortodoxa de política monetaria. La pregunta es si el Banxico esperará a que la FED incremente las tasas o actuara antes de manera previsoramente.

Nuestra expectativa al 26 de febrero, es que el tipo de cambio fluctúe en promedio en 2015 en 15.33 pesos y a fin de año cierre en 15.94 pesos por dólar. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

México	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (var %)	1,4	2,1	3,1	3,5
Consumo privado (%)	2,2	1,7	2,8	3,4
Inversión privada (%)	-1,5	3,0	5,0	6,9
Tasa de desempleo (%)	4,9	4,8	4,5	4,3
Tasa de Inflación (%)	4,0	4,1	3,4	3,6
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	3,8	3,0	3,1	3,7
Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)	13,01	13,62	15,94	16,32
Cuenta corriente (% de PIB)	-2,3	-2,1	-2,0	-2,0
Balance del sector público (% del PIB)	-2,3	-3,2	-3,5	-3,2

Fuente: Consultores Internacionales, S.C.

* Tipo de cambio para solventar obligaciones en dólares

Economía peruana: signos de debilidad

Los últimos indicadores de actividad y expectativas de los agentes sobre la economía indican un inicio del 2015 a un ritmo similar al de todo el año pasado, en que la economía creció apenas 2.4%. Esto obliga a poner en revisión nuestras proyecciones para el periodo 2015-2016.

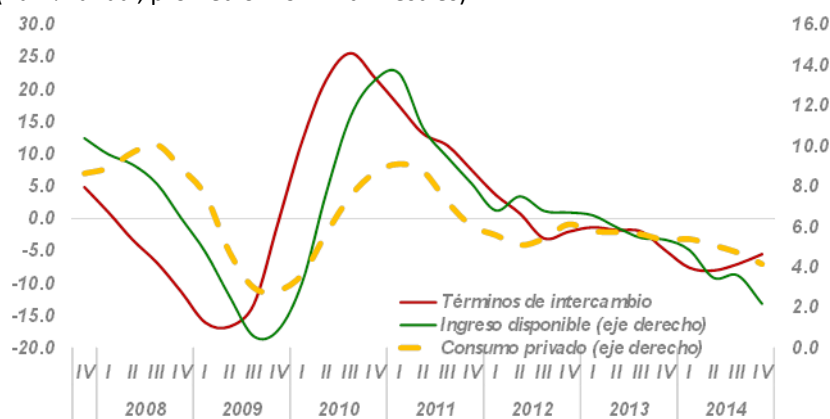
Consumo privado débil

El consumo privado creció apenas 3.6% en el cuarto trimestre de 2014. Este comportamiento contrasta con el promedio de los últimos 10 años, donde había mostrado un crecimiento cercano al 6%. De hecho, si no tomamos en cuenta la crisis de 2008-2009, este trimestre es el más bajo desde el primer trimestre de 2005.

El consumo es una variable central para la economía peruana porque pesa aproximadamente 63% del PBI. El ingreso disponible es la principal variable en la determinación del consumo. Sin embargo, en los últimos meses se ha visto una desaceleración de esta indicador, producto de la desaceleración del PBI y la caída de los términos de intercambio.

En el último trimestre de 2014, el PBI se desaceleró a 1% mientras que el consumo privado lo hizo bastante menos (ver gráfico 1). Este hecho se explica porque el consumo siempre se resiste a caer por los hábitos de las personas.

Gráfico 1 - Términos de intercambio, ingreso disponible y consumo privado
(Var. % anual, promedio móvil 4 trimestres)



Fuente: BCRP. Elaboración: Macroconsult

La debilidad que ha mostrado el consumo se puede apreciar a través de las importaciones de bienes. Durante casi todo el 2014 se mantuvieron en terreno negativo respecto al 2013, y alcanzaron un crecimiento de apenas 0.6%. Dentro de los bienes de consumo, al cierre de 2014 la importación de bienes no durables creció 3.4%, mientras que en bienes no durables se contrajo 2-3%. Esto podría sugerir que los hogares sacrificaron inversiones a favor de consumo de corto plazo.

El índice de percepción de la situación del hogar, componente del Índice de Confianza del Consumidor (ICC) elaborado por GfK, se venía recuperando desde julio de 2014 pero sufrió una fuerte caída en febrero. En ese sentido, a luz de toda la información disponible se espera que el consumo no se acelere durante el verano, alcanzando un crecimiento de 3.6%, similar al del cuarto trimestre de 2014.

Aun opera el choque de oferta

En el cuarto trimestre de 2014, los sectores primarios de la economía registraron una caída de 7.3%, debido a la contracción de la minería y la pesca. En el caso de esta última, no se permitió el inicio de la temporada de pesca debido a que las mediciones oficiales indicaban que la biomasa no se encontraba en condiciones. Así, el sector pesca se contrajo 61%, arrastrando con ello a la manufactura primaria, con una caída de 31%.

Para el primer trimestre de 2015 se espera que los sectores primarios continúen en terreno negativo (-0.2%) debido a que la pesca seguiría cayendo (-17%) y con ella la manufactura primaria (-9.5%). Sin embargo, la minería mostraría cifras positivas (1.9%) gracias a la consolidación de la producción del proyecto minero Tocomocho y Constancia.

Inversión pública no levanta cabeza

El crecimiento esperado para la economía peruana en 2015 se basa en el supuesto de que el gobierno dinamizará su gasto de inversión. Sin embargo, en enero de 2015, comparado con el mismo mes del año anterior, la inversión pública cayó 26.9%, explicado principalmente por el pobre desempeño de los gobiernos subnacionales (-64%).

La principal razón que explicaría esta caída en el gasto de inversión fuera de Lima es que las autoridades acaban de iniciar sus mandatos. Además, parecen ser insuficientes los esfuerzos llevados a cabo por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) para evitar que esto pase. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Perú	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,8	2,4	4,4*	5,8
Consumo privado (%)	5,3	4,1	4,7*	5,3
Inversión privada (%)	6,4	-1,6	0,1	6,1
Tasa de desempleo (%)	4,8	4,8	4,3	4,3
Inflación - Lima Metropolitana (%)	2,8	3,2	3,0	3,0
Tasa de referencia - BCRP (%)	4,00	3,25	3,25	3,25
Tipo de cambio S/US\$ (fin de período)	2,80	2,99	3,20	3,25
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,5	-4,1	-4,3	-3,8
Resultado económico del sector público (% PIB)	0,9	-0,1	-1,1	-1,8

* En revisión a la baja

Fuente: Macroconsult



Mínimo descenso de la inflación en 2014

El electo gobierno del Dr. Tabaré Vázquez remitió al Parlamento los primeros proyectos de Ley que incluyen desde temas institucionales hasta tributarios.

Si bien será el Presupuesto Quinquenal el que determine los ejes prioritarios del gobierno en materia económica, la presentación de estos proyectos, puede dar algunas señales de éstos.

Nueva institucionalidad. La creación de la “Secretaría de Asuntos Constitucionales, Legales y Registrales” como órgano desconcentrado del Poder Ejecutivo (PE), transfiriéndole las competencias de la actual Dirección de Asuntos Constitucionales, Legales y Registrales del Ministerio de Educación y Cultura (MEC), no merece mayores comentarios desde la óptica económica.

Lo mismo sucede con la “Junta de Transparencia y Ética Pública”, y la “Fiscalía General de la Nación” de dicho Ministerio.

De igual manera se excluye del Ministerio de Turismo y Deporte – que pasará a llamarse Ministerio de Turismo – la Secretaría de Deporte, que pasará a desempeñarse bajo la órbita de la Presidencia de la República.

Referente al Fondo de Desarrollo (FONDES), se modifica su funcionamiento al asignarse la administración – de los diferentes proyectos - a diferentes instituciones, de manera de lograr una mayor efectividad en el cumplimiento de los objetivos perseguidos.

Cambios al Sistema Tributario. Cumpliendo con lo anunciado durante la campaña electoral, el goa promesa electoral, el PE elevó un proyecto que introduce ajustes en la liquidación del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF), referente a la las retribuciones correspondientes al Sueldo Anual Complementario (Aguinaldo) y al Salario Vacacional. Estas partidas se excluirán del actual método de liquidación sobre la base de escalas progresionales, computándose de manera independiente y aplicándole una tasa única igual a la mayor alícuota que corresponda pagar al contribuyente.

Según el proyecto de Ley la resignación fiscal ascendería casi a US\$ 16 millones, se beneficiarían aproximadamente 133 mil contribuyentes, y 65 mil dejarían de pagar dicho impuesto.

De manera de compensar la recaudación del fisco, en el mismo proyecto se generaliza la aplicación del Impuesto Anual de Enseñanza Primaria a través de la inclusión de los inmuebles rurales, los que hasta el momento estaban exonerados.

Como se detalla, los primeros proyectos no plantean prioridades significativas en el cambio del escenario macroeconómico en que se desempeñara el Uruguay en los próximos años. Habrá que esperar a la presentación del Presupuesto Quinquenal para evaluar si desde el gobierno se atenderá alguno de los problemas que enfrenta el país como son el déficit de infraestructura y la pérdida de competitividad. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Uruguay	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,4	3,1	3,9	4,0
Consumo final de los hogares (%)	5,3	4,4	4,0	4,5
Inversión (%)	6,2	4,8	4,0	3,8
Tasa de desempleo (%)	6,6	6,5	6,4	6,4
Inflación - IPC (%)	8,5	8,3	7,6	7,3
Tasa de cambio \$/US\$	21,4	24,3	26,4	28,3
Cuenta corriente (% PIB)	-5,6	-4,7	-3,0	-3,0
Resultado global del sector público (% PIB)	-2,2	-3,4	-3,2	-3,1

Fuente: *Oikos*

Venezuela: Las preocupaciones persisten

Se esperaba que en los dos primeros meses del año se tendría un esquema cambiario definido y operando, para dar por fin oxígeno a la economía. Sin embargo, después de la rueda de prensa dada por el vicepresidente del área económica, Rodolfo Marco Torres, y el presidente del Banco Central de Venezuela (BCV), Nelson Merentes, quedan zonas grises; la más importante de ellas, la operatividad del Sistema Marginal de Divisas (Simadi) y del Sicad, que a más de un mes de los anuncios sigue sin convocar subastas.

Respecto a las importaciones, la mayoría de ellas se realizará a tasa VEB 6,30/US\$, lo cual es una pésima señal. Con la caída de los precios petroleros, el flujo de caja estará bastante limitado, por lo que el Ejecutivo no podrá satisfacer la demanda de divisas bajo las modalidades de Cencoex y Sicad. Para el caso específico de Simadi, la promesa es que la oferta de divisas vendrá principalmente del sector público. Esto no es sorpresa, dado que 97,0% de las divisas en Venezuela son generadas por Pdvsa. Sin embargo, actualmente el Ejecutivo espera que sea el sector privado quien oferte primero, lo cual no pasará mientras el tipo de cambio paralelo esté por las nubes.

Por el lado del tipo de cambio, hasta el momento el promedio se ubica en VEB 174,8/US\$, sin embargo, existen preocupaciones de que las presiones de demanda impulsen a una tasa más alta, no obstante, no creemos que suceda en el corto plazo. La clave para entender hasta dónde puede llegar el tipo de cambio es cuánto está dispuesto el Ejecutivo vender en este esquema y cuál es el nivel de los excedentes de liquidez (los bolívares susceptibles a ser cambiados a tasa Simadi). Eso lleva a pensar que en el corto plazo no se tendrá un tipo de cambio que se dispare. Sin embargo, como ya hemos señalado, de no tomar correctivos adicionales, en el mediano plazo la situación puede ser diferente.

La preocupación que tenemos es que el Simadi fracase y sea un sistema más. Sin medidas adicionales –y estructurales–, una vez que se agote la oferta disponible, habrá presión en el tipo de cambio y las autoridades tendrán la tentación de establecer nuevas regulaciones y/o limitaciones, por lo que el nuevo esquema terminará como los extintos Sitme y Sicad II.

El Simadi fue diseñado, en nuestra opinión, para que el sector petrolero pueda licuar sus costos en bolívares, en un año en que mantener la producción a flote es clave. El Ejecutivo, principalmente Pdvsa y el sector petrolero en general, son los mayores beneficiados.

En el mes de febrero, como se puede observar, el evento más importante fue la entrada del Simadi; claro está, no ha tenido el impacto deseado, ya que consideramos que el mecanismo operativamente es más engorroso que el extinto Sicad II y definitivamente no ha podido combatir el dólar paralelo, que superó la barrera de los VEB 200/US\$.

Nuestras preocupaciones se mantienen. Hasta los momentos no se toman medidas como disminuir el déficit fiscal y el finamiento monetario. Por ahora tenemos una

inflación galopante que según cifras del BCV al cierre de 2014 se ubicó en 68,5% en conjunto con largas colas producto de la escasez y el desabastecimiento. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Venezuela	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	1,3	-4,0	-6,0	1,7
Consumo final de los hogares (%)	4,4	-5,7	-8,5	4,1
Inversión (%)	-9,0	-10,0	-7,0	0,5
Tasa de desempleo (%)	7,5	7,2	8,0	7,7
Inflación - INPC (%)	56,2	68,5	120,0	62,1
Tasa Overnight (%)	1,7	10,7	NA	NA
Tasa de cambio VEB/US\$	6,3	6,3	6,3	NA
Cuenta Corriente (% PIB)	1,7	4,6	NA	NA
Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)	-16,9	-19,6	-16,8	-

Fuente: Ecoanalítica