

Argentina

El combate a la inflación ocupa, al menos desde lo discursivo, un rol prioritario en los principales programas de gobierno que se alistan para 2016. Pero para atacar la inflación es necesario primero tener un buen diagnóstico. **(Ecolatina)**.....Página 2

Brasil

A demografia desfavorável, as limitações aos investimentos e os gargalos ao avanço na produtividade sugerem um baixo crescimento potencial do PIB Brasileiro. Estimamos expansão potencial de 2,65% ao ano entre 2017 e 2025. **(Tendências)**.....Página 4

Chile

La economía chilena ha vuelto a mostrar señales negativas, que llevan a revisar a la baja el crecimiento estimado. Sin embargo, el cambio de Gabinete Ministerial ha sido bien recibido por los mercados y podría favorecer el clima de negocios. **(Gemines)**.....Página 6

Ecuador

En 2014, con un barril de petróleo en USD 84, el déficit primario del sector público llegó a 4,3% del PIB. Esta situación se agravaría este año con la caída del precio del crudo, que también explica el abultado déficit comercial del primer trimestre. **(CORDES)**.....Página 8

México

Factores externos, asociados con el desempeño económico en EE.UU. y con los precios del petróleo, y sucesos políticos y económicos internos determinan las perspectivas de crecimiento de México en 2015. **(Consultores Internacionales)**.....Página 10

Perú

Si bien el nuevo primer ministro ha dado señales de un mejor manejo político, el conflicto social alrededor del proyecto minero Tía María se ha agudizado. En el plano económico, los sectores primarios impulsarán el crecimiento en el segundo trimestre. **(Macroconsult)**.....Página 12

Uruguay

Comienzan a materializarse los problemas de competitividad y del adverso contexto regional en las ventas al exterior. Las exportaciones de bienes en términos interanuales a marzo se contrajeron 1,7%. **(Oikos)**.....Página 14

Venezuela

Finalizado el primer cuatrimestre del año, el Ejecutivo no ha tomado medidas que afecten las bases del modelo económico, en cambio, apela a acciones que permiten ganar tiempo mientras posterga el ajuste para después de las elecciones parlamentarias. **(Ecoanalítica)**.....Página 16

Reducir la inflación no es sólo una prioridad, es una necesidad

El combate a la inflación ocupa, al menos desde lo discursivo, un rol prioritario en los principales programas de gobierno que se alistan para 2016. En un mundo que erradicó la inflación (de 18% anual en los 80's/90's a 4% hoy) la Argentina integra tristemente el grupo de países (sólo 1,6% del PBI mundial) que registra una inflación superior al 20% anual.

Es correcto que combatir la inflación sea prioritario, ya que tiene costos en términos de eficiencia (reduce el horizonte de planeamiento para la inversión) y de equidad (tiene costos redistributivos nocivos), que son inconsistentes con cualquier agenda de desarrollo.

Pero para atacar la inflación es necesario primero tener un buen diagnóstico. Para ello, es crucial entender que es un problema macroeconómico y multicausal. Comprenderla como un fenómeno macro sirve para entender que no se solucionará sólo con medidas aisladas (acuerdos de precios o techos a paritarias). Y comprender que tiene múltiples causas es necesario para enmarcar la lucha en un programa económico integral y consistente.

Hoy en la Argentina no hay inflación por exceso de demanda (el PBI se estancó en 2012-2015) sino de continua presión de costos, inercia, elevadas expectativas (no bajan de 30% desde 2008), cepo cambiario (reduce la oferta de bienes y consolida la brecha cambiaria) y fuerte emisión monetaria para financiar el déficit fiscal. Para peor, hay también inflación "reprimida" por el atraso que muestra tanto el tipo de cambio oficial como las tarifas.

El nuevo ciclo político heredará un punto de partida complejo con una "velocidad crucero" de inflación de 2% mensual (25%-30% anual), atraso cambiario, las tarifas más bajas de la región (con un insostenible peso de subsidios), un rojo primario nacional de 4% del PBI (con presión tributaria récord) y fuertes restricciones cambiarias. Esta "pinza" implica que si se opta primero por corregir el frente cambiario/tarifario habrá más inflación en 2016. Si se intenta moderar el alza de precios se profundizarán los retrasos (más inflación reprimida).

¿Cómo salir de esta encrucijada? En primer lugar, el combate a la inflación debe venir desde lo institucional. La inflación debe ser reconocida por todos (saneando al INDEC), y eliminarse la dominancia fiscal para que el BCRA vuelva a tener el objetivo primordial de preservar el valor de la moneda (la contracara de la inflación es la pérdida del valor de la moneda). Luego, se deberá internalizar que, tanto por la distorsión de precios relativos como por el efecto inercial, la inflación no desaparecerá de un día para el otro, y deberemos convivir con ella por unos años si queremos minimizar el costo social y de actividad de las correcciones.

Con esto en mente, entendemos que si la próxima gestión quiere reducir la inflación sosteniblemente, deberá aplicar un plan integral de dos "patas": i) un programa macro (reducción de emisión, normalización cambiaria, etc.) y ii) una coordinación entre gobierno, empresas y sindicatos. Esto último implica el consenso de metas específicas, plurianuales y consistentes para moderar a la baja las variables nominales (precios, salarios, tarifas, dólar, etc.).

Como vemos, la reducción de la emisión para cubrir el rojo fiscal es una parte importante, pero no la única, para reducir la inflación. En este punto será importante evitar caer en consignas vacías: la moderación del rojo fiscal no implica el recorte de planes sociales (representan menos de 10% del gasto nacional), sino que el foco debe estar puesto en los subsidios, entendiendo que una reducción gradual y programada de los mismos (apuntando a la demanda y no a la oferta) es la contracara de un menor atraso tarifario.

Afortunadamente, el nuevo ciclo no heredará un proceso inflacionario descontrolado que obligue a aplicar un plan de estabilización, que son exitosos para reducir una inflación espiralizada pero políticamente difíciles de desarmar. Haciendo correctamente las cosas se podrá contar con financiamiento externo y recomponer la confianza interna.

En síntesis, el próximo ciclo político (2016-2019) deberá administrar correcciones (cambiarías y tarifarias) y convivir con una inflación superior a la media mundial. Pero el vaso también está medio lleno: se está ante la oportunidad de atacar la inflación de una forma sostenible, con un programa de reducción gradual que mitigue los costos sociales y de actividad.

La sostenibilidad de la reducción de la inflación no es sólo un deseo. Es una necesidad. La inflación en los últimos 50 años promedió 80% anual, lo que llevó a la eliminación de 4 signos monetarios, quitándole trece ceros a nuestra moneda. Esta disfunción macroeconómica explica por qué el comportamiento de todos los agentes está sesgado al corto plazo y por qué hace tiempo dejamos de pensar en la Argentina que queremos para el largo plazo.

Creemos que el próximo presidente tendrá la oportunidad de sentar las bases para que la Argentina comience a transitar un sendero de crecimiento con mayor estabilidad y con una inflación descendente, que deje de distorsionar el funcionamiento económico. No será una tarea sencilla pero, por suerte, no es imposible. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Argentina	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PBI (%)*	3,3	-1,8	0,0	0,5
Consumo (%)*	4,1	-1,3	0,6	0,5
Inversión (%)*	7,0	-7,5	-2,5	1,0
Tasa de desempleo promedio anual (%)*	11,0	11,9	12,4	12,6
Inflación - IPC (%)*	27,2	37,7	30,0	40,7
Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)	16,9	22,6	20,5	32,7
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	6,3	8,5	10,4	16,9
Cuenta Corriente* (% PBI)	-2,0	-1,7	-2,2	-0,6
Resultado Primario Nacional genuino** (% PBI)	-1,6	-2,7	-4,2	-1,6

Fuente: Ecolatina

* Estimaciones propias de Ecolatina (no oficiales)

** Excluye DEGS, traspasos y utilidades del BCRA

Potencial de crescimento do PIB brasileiro é estimado em apenas 2,65%

A perda de dinamismo da economia brasileira foi acompanhada pela redução nos ganhos de produtividade. Os efeitos da mudança demográfica na disponibilidade de mão de obra, as dificuldades para a expansão dos investimentos, reforçadas neste ano pelos desdobramentos da Operação Lava Jato, e a expectativa de que o avanço da produtividade será inferior à média histórica têm levantado discussões sobre uma possível redução do PIB potencial. A Tendências estima expansão potencial para o Brasil de 2,65% ao ano entre 2017 e 2025.

Com o fim da bonança externa e o esgotamento dos efeitos das reformas estruturais dos anos anteriores, o país voltou a apresentar baixo crescimento. Adicionalmente, o excesso de intervencionismo na condução da política econômica recente resultou em perda de velocidade na incorporação de tecnologia e menor eficiência na alocação de recursos. A produtividade total dos fatores (PTF) estimada pela Tendências – variável que capta a eficiência com que os fatores se transformam em produção – teve retração média de 0,3% ao ano entre 2011 e 2014, ante elevação de 0,6% ao ano entre 1996 e 2010.

Uma forma de se estimar o PIB potencial é pela abordagem da função de produção agregada, que relaciona os fatores de produção trabalho e capital e a produtividade desses fatores (PTF). Sob este referencial, são três, portanto, as fontes de crescimento do PIB.

A dinâmica demográfica mostra um menor crescimento populacional, contribuindo cada vez menos com o potencial de expansão da economia. Estimamos que a contribuição do trabalho no crescimento do período de 2017 a 2025 será de 0,75% ao ano. O estoque de capital, por sua vez, tende a ser limitado pela pouca atratividade dos investimentos. No curto prazo, a operação Lava Jato impactará negativamente setores e empresas afetados. No médio prazo a baixa poupança doméstica e as restrições à poupança externa limitam os investimentos. A contribuição do estoque de capital é estimada em 1,5%.

Com relação à PTF, a evolução entre os anos de 2011 e 2014 é bem mais baixa (-0,3% ao ano) do que a média histórica do indicador calculada para o período de 1996 a 2010 (+0,6%). Como o cenário mais provável não contempla reformas estruturais para dar maior competitividade à economia brasileira, mesmo com alternância de poder em 2018, a PTF deve mostrar um crescimento modesto de 0,4% ao ano entre 2017 e 2025.

Assim, chega-se no cálculo de 2,65% para o PIB potencial, bem mais baixa que as estimativas anteriores, mais próximas de 4,0%. Dada a aproximação do fim do bônus demográfico e as limitações à expansão dos investimentos, o avanço em reformas estruturais é imperativo para a ampliação da capacidade de crescimento do País. Essas reformas devem visar, por exemplo, remover gargalos de infraestrutura, promover maior abertura ao comércio internacional, facilitar as condições de negócios e melhorar sistema educacional. ■

Principais projeções para 2015 e 2016

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

Fonte: *Tendências*

Economía chilena: ¿Brotos verdes o recaída?

Luego de una leve mejoría en las expectativas económicas, entre diciembre y enero pasados, donde se comenzó a hablar de “brotos verdes”, a partir de febrero, y con más claridad desde marzo, se observa una suerte de recaída en el clima de negocios y las expectativas económicas en general. ¿Razones? Un clima político francamente deteriorado, como consecuencia de bullados casos de corrupción, delitos tributarios y financiamiento ilegal a la política, e incertidumbre asociada a una agenda reformista que hasta ahora se mantiene inalterada, agregándose a la cuestionada reforma laboral el inicio de discusión en torno a reformas constitucionales.

Efectivamente, tanto el desempeño del primer trimestre, con un crecimiento de sólo 2,2%, como diversos indicadores adelantados sobre el comportamiento futuro de la demanda, muestran más bien que el crecimiento económico se estaría estabilizando en un nivel de entre 2,0% y 2,5%, es decir por debajo de las expectativas que aún tiene el mercado para el año en su conjunto. Consistentemente, las expectativas económicas de los hogares muestran una recaída importante, mientras que las empresariales se mantienen en terreno negativo.

El deteriorado clima de negocios ha despertado una suerte de círculo vicioso, donde revisiones a la baja en el crecimiento esperado llevan a contener el consumo y la inversión, lo que finalmente se traduce en el cumplimiento de dichas peores expectativas. Esto explica la caída observada en el gasto privado, particularmente en inversión, el que podría llevar a una caída en el gasto total de no ser por el fuerte crecimiento observado en los desembolsos del sector público. También ha hecho algún aporte al crecimiento el sector externo, principalmente por la caída sostenida en las importaciones.

El consumo privado mantiene un leve crecimiento, en parte gracias a un comportamiento mejor del esperado en el mercado laboral, 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 un proceso más lento de lo esperado, la caída en los niveles de inflación, lo que en un contexto de rápido crecimiento de los salarios nominales, favorece un repunte en los salarios reales. Así, el riesgo de una caída en el consumo privado es acotado, aunque políticas crediticias más restrictivas por parte del sistema financiero tienden a condicionar un mayor dinamismo en el gasto de los hogares.

Con todo, tal cual lo refleja la encuesta de expectativas del Banco Central, luego de una revisión al alza en febrero, hasta 2,8%, en marzo y abril se mantuvo en dicho número, para volver a caer, hasta 2,7%, en la encuesta de mayo. Pensamos que sólo un importante “golpe de timón” en lo político, que además del cambio de gabinete incorpore una moderación en la agenda legislativa y, sobre todo, un verdadero ánimo de buscar consensos más amplios en las reformas más relevantes, pueden devolver la esperanza de una recuperación más relevante en el crecimiento, a partir del segundo semestre. Por ahora, pensar en un crecimiento en torno a 2,7% parece lo más razonable, lo que al menos es una mejoría en relación al magro 1,9% registrado el año pasado.

El cambio de gabinete ministerial recientemente anunciado puede hacer una contribución relevante en mejorar las expectativas de hogares y empresas. Si de la mano de ello se destraban decisiones de consumo e inversión, podríamos observar el inicio de un círculo virtuoso que tienda a dinamizar la actividad en algún grado en el tercer trimestre y principalmente a partir del cuarto. El actual Ministro de Hacienda, Rodrigo Valdés, cuenta con una brillante trayectoria profesional en los sectores público y privado y en organismos internacionales. Es claramente un hombre pro-mercado, por lo que, en la medida que sea suficientemente empoderado por la Presidenta, podría hacer una importante contribución en recomponer la confianza perdida por parte del empresariado.

En materia de inflación, el avance hacia el rango meta de entre 2,0% y 4,0% ha sido más lento de lo esperado, como consecuencia de una persistencia inflacionaria propia de economías altamente indexadas a la inflación pasada como la chilena. Pese a ello, a partir del tercer trimestre lo más probable es que vuelva a situarse dentro del rango meta, para terminar el año en torno a 3,4%. A ello contribuye la apreciación del peso chileno en los dos últimos meses, una baja inflación de precios importados y la mantención de brechas de capacidad ociosa, tanto en el mercado laboral como en capacidad instalada de producción. El Banco Central de Chile ha descartado nuevas bajas en la tasa de política monetaria (actualmente en 3,0%), previéndose que un próximo movimiento debería ser al alza, situación que difícilmente se daría antes del primer trimestre del próximo año, y sólo en el caso que se observe un claro repunte en la actividad.

Respecto al futuro de la paridad del Peso/US\$, pensamos que no debería mostrar ajustes significativos ni al alza ni a la baja respecto de los niveles actuales, para moverse en un rango entre 595 y 615 pesos por dólar en lo que resta del año. Para salirse del rango hacia arriba, tendríamos que observar un claro deterioro en el precio del cobre, una desaceleración muy marcada en China o un alza más pronta y significativa en la tasa de interés en Estados Unidos, por mostrar algunos motivos. Por el contrario, el peso podría seguir apreciándose ante un importante cambio positivo en el clima de negocios y expectativas internas, que lleve a revisiones al alza del crecimiento esperado. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Chile	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,1	1,9	2,7	3,5
Consumo Privado (%)	5,6	2,2	2,8	3,5
Inversión (%)	0,4	-6,1	1,7	4,5
Tasa de Desempleo (%)	5,9	6,4	6,7	6,5
Inflación - IPC (%)	3,0	4,6	3,4	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	615	625
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,4	-1,2	-1,5	-2,0
Resultado del Gobierno Central (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,2	-2,0

Fuente: *Gemines*

Los sectores fiscal y externo, con cifras en rojo

A mediados de abril la Asamblea Nacional, de mayoría oficialista, aprobó de la “Ley Orgánica para la Justicia Laboral y Reconocimiento del Trabajo en el Hogar”, que fue propuesta por el Ejecutivo y entre cuyos puntos destacan: i) la eliminación de los contratos laborales a plazo fijo (ahora, después de un período de prueba de 90 días, los contratos serán indefinidos); ii) la incorporación de las amas de casa al sistema de seguridad social (sin embargo, el financiamiento de esta incorporación, que no incluye prestaciones de salud, no está del todo clara); iii) la posibilidad de que los trabajadores, si así lo desean, reciban los sobresueldos (dos en el año) en su salario mensual y ya no de forma acumulada (lo que permitiría aumentar el consumo en un escenario de poca liquidez en la economía); y iv) la eliminación del aporte estatal de 40% para financiar las pensiones de los jubilados (la nueva ley establece que el Estado garantizará las pensiones cuando el Instituto de Seguridad Social no cuente con los recursos necesarios, pero no se definen montos ni condiciones).

Ese último punto es el que ha generado más polémica, ya que fue aprobado sin que se conocieran estudios actuariales que demuestren la sostenibilidad del sistema en esas condiciones. También fue uno de los argumentos utilizados en la marcha del 1 de Mayo en contra del Gobierno, la segunda protesta en un mes y medio, lo que da cuenta de cierto desgaste de parte de un régimen que, pese a eso, aún mantiene altas tasas de popularidad (el 1 de Mayo el Gobierno convocó a su propia marcha de apoyo al Presidente Correa). El aporte estatal para las jubilaciones (en torno a USD 1.100 millones anuales) se venía pagando principalmente con bonos del Estado y, por tanto, al eliminar esa obligación el Gobierno tiene un mayor margen para contratar deuda para otros gastos, ya que la ley marca un tope para el endeudamiento público de 40% del PIB. En la actualidad esa relación ronda el 30%, seis puntos más que un año atrás. En este contexto, el 14 de mayo el Ministerio de Finanzas anunció una nueva colocación de bonos en el mercado internacional por USD 750 millones, a cinco años plazo y con un cupón de 8,5%, dos puntos menos que la colocación (por igual monto y a igual plazo) de mediados de marzo.

En un escenario de estrechez fiscal por la caída en el precio del petróleo, la Asamblea también aprobó la Ley de Remisión de Intereses, Multas y Recargos Tributarios, con la que el Gobierno espera recaudar \$500 millones adicionales. La delicada situación de las finanzas públicas en la que ambas leyes fueron aprobadas quedó reflejada en el último reporte del Banco Central del Ecuador (BCE) sobre las operaciones del sector público no financiero. Según esa información, en 2014, con un precio de exportación del petróleo que promedió los \$84 por barril (similar al presupuestado), se registró un déficit primario de 4,3% del PIB, el mayor desde la instauración de la dolarización en el año 2000. Este año el déficit primario, según nuestras proyecciones, rondará el 5% del PIB.

Otro motivo de preocupación para el Gobierno es el sector externo. En el primer trimestre del año, según el BCE, la balanza comercial registró un déficit de USD 899 millones, lo que implica un sensible deterioro frente al mismo período de 2014, cuando el país alcanzó un

superávit de 469 millones. El nuevo resultado responde a la caída de las exportaciones, que en los tres primeros meses de este año sumaron USD 4.892 millones, 26% menos que en el mismo período de 2014. Esa caída se explica, a su vez, por el desplome de 50% en las exportaciones petroleras. Las importaciones, en tanto, pasaron de USD 6.166 millones en el primer trimestre de 2014 a 5.791 millones en el mismo período de este año. Las importaciones de derivados de petróleo registraron una caída de 33% por la baja en el precio del crudo, mientras que las compras no petroleras crecieron 4%. En marzo aún no se sintió el efecto de la salvaguardia por balanza de pagos que entró en vigor a mediados de ese mes y que no afecta a los productos que se encontraban en tránsito. La OMC tiene hasta el 30 de julio para pronunciarse sobre la pertinencia de esa medida, que impone sobretasas a cerca de 3.000 productos, principalmente de consumo final.

La salvaguardia, sin embargo, ya ha empezado a mostrar sus primeros efectos sobre el nivel de precios. En abril, según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el IPC registró una variación mensual de 0,84%, la mayor para un mes de abril desde 2008. En este resultado influyó, en gran medida, el aumento en las tarifas de taxis y transporte interurbano, pero también el encarecimiento de alimentos como manzanas y cebollas, una buena parte de cuya oferta total corresponde a importaciones afectadas por las sobretasas arancelarias. La inflación interanual trepó en abril a 4,32%, mientras que la acumulada en lo que va del año llegó a 2,48%.

El INEC también presentó los resultados del mercado laboral para el primer trimestre del año, según los cuales, a nivel urbano, la tasa de ocupación plena fue de 49,90% (0,09 puntos más que en marzo de 2014), la tasa de desempleo cayó a 4,84% (0,74 puntos menos que un año atrás) y la tasa de subempleo subió a 44,69% (0,44 puntos más que en marzo de 2014). Los resultados del Estudio Mensual de Opinión Empresarial del BCE podían hacer prever un deterioro del mercado laboral que las cifras del INEC no reflejan. Según el estudio del BCE, en enero, febrero y marzo los sectores de industria, comercio, construcción y servicios mostraron variaciones negativas en su demanda de empleo. En todo caso, ese estudio, basado en encuestas a empresarios de los sectores mencionados, anticipa las dificultades que enfrentarán quienes busquen empleo en el contexto de la sensible desaceleración en el ritmo de crecimiento que proyectamos para el Ecuador. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

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

Fuente: CORDES

Perspectivas de crecimiento de México: mezcla de factores externos e internos

A la fecha, dos tipos de factores determinan las perspectivas de crecimiento económico de México durante 2015. Los primeros, de índole externo, están asociados con el desempeño económico en Estados Unidos y con el comportamiento de los precios del petróleo; mientras que otros, de orden interno, se relacionan con sucesos políticos y económicos a escala nacional.

Factores externos

El crecimiento económico en Estados Unidos. El más reciente dato del PIB estadounidense muestra un crecimiento anualizado de 0,2% durante el primer trimestre del año, debido a que las condiciones climáticas provocaron la disminución del consumo interno y las inversiones, principalmente dentro del sector eléctrico. Afortunadamente para México, aún se mantiene una tendencia creciente en las exportaciones manufactureras hacia este país, lideradas por el sector automotriz.

La disminución en los precios internacionales del petróleo significó una reducción de 43% en los ingresos fiscales por este concepto durante el primer trimestre del año, y ha obligado a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México (SHCP) a llevar a cabo recortes presupuestales y reorganizar el presupuesto con base en la metodología llamada “Presupuesto Base Cero”, que fue objeto de nuestro comentario del mes anterior.

Los principales efectos de la volatilidad financiera que se genera ante la expectativa de aumentos de las tasas de interés en Estados Unidos se muestran en la depreciación del tipo de cambio y el eventual ajuste de tasas de interés internas para aminorar la probabilidad de una fuga de capitales.

Factores internos

Disminución del gasto público. Debido a la disminución de los ingresos petroleros, que representan el 30% de los ingresos fiscales, se espera que durante este 2015 el gobierno recaude menos y por tanto, que gaste menos. Paradójicamente, las cifras publicadas por la SHCP sobre el comportamiento del primer trimestre del año revelan que hubo un crecimiento de 9,3% en los ingresos presupuestarios, originados por el crecimiento de 33,1% en los impuestos, aumento que permitió compensar la caída de 43% en los ingresos petroleros. En el mismo sentido, se observó un crecimiento de 12% en el gasto público, en vez de disminuir. Ante este “inesperado” desempeño de las finanzas públicas de México, la SHCP ha expresado que el buen desempeño es atribuible a que desde principios de 2015 se eliminó del régimen de consolidación fiscal, que permitía a las empresas diferir hasta en 5 años el pago de ISR, cuyos efectos no serán recurrentes. Lo que aún no ha aclarado la dependencia es el porqué del aumento del gasto, siendo que se anunciaron acciones de austeridad y ajustes.

Los próximos comicios electorales de julio de 2015, en los que se elegirán a los diputados federales y locales, alcaldes y gobernadores, podrían ser un impulso a la actividad

económica y contrarrestar los menores ingresos petroleros. Se espera que estas sean las elecciones con el mayor gasto de recursos en la historia del país, 16% más que en las elecciones presidenciales de 2012, y que con ello se reactive el crecimiento a través del mayor consumo.

Dentro del balance global de estos factores, vemos que la economía está creciendo, pero lo hace menos de lo que se esperaba a principios de año. Nuestra perspectiva es que el PIB tendrá un crecimiento de 3,0 % durante 2015, tasa que representa un ajuste de 10 puntos base menos con relación al informe anterior.

Los sectores que más arrastre muestran son el de manufacturas y de electricidad, en cambio, la minería y la construcción presentan tasas negativas. Las exportaciones no petroleras, que son principalmente productos manufacturados, continúan creciendo, pero las exportaciones petroleras han caído dramáticamente más de 50%. Precisamente la disminución en los ingresos públicos petroleros, así como la desaceleración del crecimiento económico en Estados Unidos son sucesos de gran relevancia para la estimación de nuestras perspectivas para 2015. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

México	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (var %)	1,4	2,1	3,0	3,5
Consumo privado (%)	2,2	2,0	2,8	3,4
Inversión privada (%)	-1,5	4,8	5,0	6,9
Tasa de desempleo (%)	4,9	4,8	4,6	4,5
Tasa de Inflación (%)	4,0	4,1	3,7	3,9
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	3,8	3,0	3,3	4,1
Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)	13,01	14,51	15,87	16,24
Cuenta corriente (% de PIB)	-2,3	-2,1	-2,3	-2,4
Balance del sector público (% del PIB)	-2,3	-3,2	-3,4	-3,1

Fuente: Consultores Internacionales, S.C.

* Tipo de cambio para solventar obligaciones en dólares

Altibajos en la situación política y económica peruana

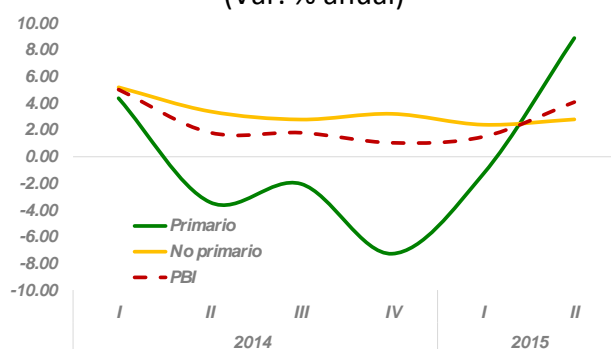
En el plano político, casi un mes después de su juramentación, el nuevo Presidente del Consejo de Ministros, Pedro Cateriano, logra el voto de confianza del Congreso de la República y da una clara señal de mejor conducción política. Sin embargo, persisten los enfrentamientos en Arequipa por el rechazo al proyecto minero Tía María.

El nuevo gabinete, ya con apoyo del Congreso, ha solicitado que se le otorguen facultades en materias económica/administrativa, asuntos sociales y seguridad ciudadana y lucha contra la corrupción. Particularmente, en materia económica, se busca reducir las barreras burocráticas con el fin de facilitar la inversión.

Dicha solicitud llega cuando el proyecto Tía María, de la minera Southern Perú, viene siendo rechazado por la población de la provincia de Islay en Arequipa. La situación en la zona se considera grave, con dos muertos civiles y uno de la fuerza policial, por lo cual el gobierno ha intensificado su fuerza ubicando a tres mil policías en la zona y mil soldados del ejército. La reacción es contundente ya que la población de Islay es de 53 mil habitantes, de los cuales casi la mitad no viven en la zona afectada.

No obstante, dicho proyecto es de gran importancia para el país dado que representa una inversión de US\$ 1.400 millones, de los cuales US\$ 350 millones ya se han ejecutado. Asimismo significa un ingreso de divisas para el país superior a los US\$ 600 millones anuales y si se realiza una comparación con el proyecto Conga (en la ciudad de Cajamarca), el proyecto Tía María es más grande ya que representa un volumen anual de producción de 120 mil toneladas de cobre, mientras que el de Conga llegaba a 90 mil.

Grafico 1
PBI por sectores
(Var. % anual)



-Fuente: BCRP Elaboración: Macroconsult.

En el plano económico, se verá un segundo trimestre con mayor dinamismo impulsado por un incremento en la pesca de anchoveta y mayor producción de cobre. Se espera que la economía crezca 4,1% en el segundo trimestre del año impulsada por el sector primario (ver gráfico 1). Asimismo, continúan las presiones cambiarias: hasta la fecha el tipo de cambio se ha depreciado 10% desde inicios del 2014 y sólo en lo que va del año el Banco

Central de Reserva del Perú (BCRP) ha perdido cinco mil millones de dólares en posición de cambio (la parte de las reservas internacionales que son de propiedad del BCRP).

Dado que la economía aun no recupera por completo su dinamismo, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha elaborado un nuevo paquete de medidas reactivadoras que incluyen, entre otras, la liberalización parcial de la Compensación por Tiempo de Servicio (CTS), exoneración de las gratificaciones, de julio y diciembre 2015, de los descuentos de ley por seguro de salud y fondo de pensiones, las cuales aún no han sido aprobadas por el Congreso. Como parte de este paquete también se encuentra la modificación del Sistema de Franjas de Precios (SFP). En 2001 se inició el SFP para proteger a la producción agropecuaria nacional por subsidios en los países desarrollados. Se aplicó a arroz, azúcar, maíz y leche. La protección variable era de 45%, 73% y 44% del precio CIF para el maíz, azúcar y leche, respectivamente. El MEF ya autorizó, mediante un decreto supremo, ponerles un tope máximo de 20%, con el fin de trasladar la reducción de los precios internacionales a la población.

Cuadro 1
Impacto de la modificación del SFP

		Azúcar	Leche	Maíz
Nivel actual	Derecho específico (US\$ por TM)	283	1,231	92
	Ad valorem (% del valor CIF)	73	44	45
Modificación MEF	Derecho específico (US\$ por TM)	79	554	39
	Ad valorem (% del valor CIF)	20	20	20

–Fuente: MEF Elaboración: Macroconsult.

El impacto en los precios al consumidor será variable y depende del comportamiento de la cadena de producción y distribución. Se espera un mayor impacto en azúcar y en menor medida en pollo y leche. Por lo tanto, aunque la medida es correcta para mejorar la asignación de recursos, es muy probable que el uso de la modificación del SFP como plan reactivador tenga un alcance bastante limitado. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Perú	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,8	2,4	2,9	3,8
Consumo privado (%)	5,3	4,1	2,8	3,1
Inversión privada (%)	6,4	-1,6	-1,9	2,4
Tasa de desempleo (%)	4,8	4,8	4,8	4,8
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	3,25	3,30
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,5	-4,1	-3,6	-1,7
Resultado económico del sector público (% PIB)	0,9	-0,1	-1,3	-1,8

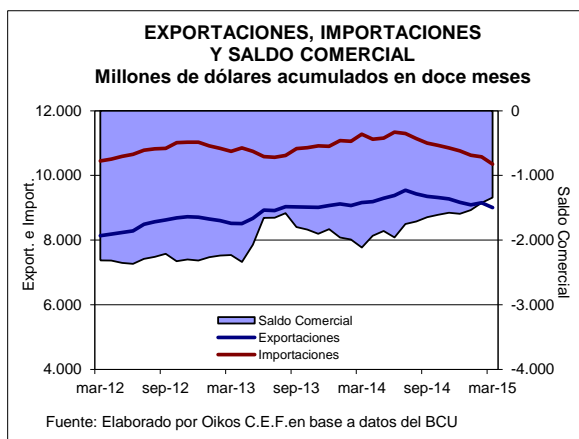
Fuente: Macroconsult

Competitividad comprometida y la región complica la situación

En marzo las exportaciones de bienes observaron la mayor contracción interanual (i.a.) desde 2010, cayendo 1,7% en valores. La producción industrial fue la que acusó el mayor impacto, dado que las actividades primarias tuvieron una leve baja (0,2%)

La leve caída de estas últimas obedece a la buena performance de la venta de ganado en pie (+96%), que contrarrestaron los menores ingresos de los *Cultivos en general* (-12,5%).

En un contexto de caída generalizada de precios de los *commodities* y de factores climáticos adversos, la producción primaria presenta un panorama complejo para el resto del año.



Estancamiento de la producción industrial. Pero quizás lo que genera mayor preocupación es el magro desenvolvimiento de la industria manufacturera dado el componente estructural del mismo.

La producción industrial global con destino de exportación cayó 1,7% i.a., situación generalizada a la mayoría de los sectores relevantes con excepción de los frigoríficos (+15,6%). Para algunos sectores como Prendas de vestir y Productos textiles, la situación no es una novedad, y se adiciona a la continua caída de ventas (internas y externas), de personal ocupado y de horas trabajadas, así como del número de empresas.

Fuerte retracción de la región como demandante. A partir de la crisis económico financiera de 2002 el país comenzó un fuerte proceso de internacionalización más allá de la región; es así que mientras en la década de los 90 las exportaciones a Argentina y Brasil concentraban casi el 50% en la actualidad representan el 25%.

No obstante ello, en algunas ramas industriales (Automóviles, Autopartes) el destino regional representa su única alternativa. Y si bien otros han diversificado sus clientes la región continua siendo uno de sus principales destinos; tal el caso de la industria láctea que concentra una parte muy importante de sus exportaciones en Venezuela, y que ha visto reducida su venta al exterior un 24,4% i.a.

Concretamente las exportaciones al MERCOSUR se han reducido 17,2% i.a. y las dirigidas a Venezuela 24,5% i.a.; así y todo, continúan concentrando casi el 30%.

Los únicos destinos que muestran crecimiento son aquellos que demandan productos de alto valor agregado (Canadá y EE.UU.) donde la producción uruguaya continua siendo competitiva.

Conclusión. Factores coyunturales internacionales y locales determinan una reducción de las exportaciones de productos primarios. Sin embargo, aspectos estructurales sumados a una menor depreciación de la moneda local en relación a “competidores” están comprometiendo la producción industrial.

Dado que Oikos C.E.F. estima que la depreciación de la moneda local será menor que la que observarán los países “competidores” y “demandantes” de la producción uruguaya, la industria enfrenta un contexto muy complejo en 2015. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Uruguay	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,1	3,5	3,0	3,1
Consumo final de los hogares (%)	5,2	4,2	3,7	4,0
Inversión (%)	4,3	2,6	3,0	3,6
Tasa de desempleo (%)	6,6	6,5	6,4	6,4
Inflación - IPC (%)	8,5	8,3	8,0	7,3
Tasa de cambio \$/US\$	21,4	24,3	27,4	30,1
Cuenta corriente (% PIB)	-5,4	-4,6	-3,0	-3,0
Resultado global del sector público (% PIB)	-2,2	-3,4	-3,2	-3,1

Fuente: *Oikos*

Venezuela: Siguen los paños calientes

Transcurre otro mes y el Ejecutivo en vez de realizar los ajustes en el sistema cambiario necesarios para hacer frente al déficit fiscal y optimizar el uso de las divisas para el pago del servicio de la deuda y las importaciones, ha decidido correr la arruga y seguir aplicando paños calientes. El pasado 10 de abril el Ministerio de Economía y Finanzas dio a conocer a través de la Gaceta Oficial N° 40.636 las modificaciones en el régimen del control cambiario, que en resumen significan un recorte general de las asignaciones de divisas de los cupos de viajeros.

Si bien esta maniobra ahorra, según nuestros estimados, US\$2.500 millones al Gobierno, esta cifra no significa nada cuando se compara con el déficit de caja que tiene que enfrentar el Gobierno este año. Según nuestros estimados, este año el Gobierno tendrá que lidiar con un déficit en el flujo de divisas de US\$23.156 millones. Lo ahorrado con la reducción de los cupos no llega ni siquiera al 10,8% de este déficit.

Por otro lado, se cristalizó una operación de swap con garantía en parte de las reservas internacionales en oro que aún se encuentran depositadas en el Banco de Inglaterra. El intercambio se dio entre el Banco Central de Venezuela (BCV) y Citibank y se basó en un canje de 1,4 millones de onzas troy por un monto que estimamos se encuentre alrededor de los US\$1.000 millones. El intercambio está pautado para una duración de cuatro años. No es la primera vez que el instituto emisor intenta llevar a cabo este tipo de operación en el último año. Esta operación tiene como fin conseguir fondos para pagar las importaciones de alimentos y medicinas.

Otro hecho ocurrido el pasado mes fue que el presidente de la República, Nicolás Maduro, anunció que la nación recibió un nuevo préstamo de US\$5.000 millones para proyectos de desarrollo a través del Fondo Chino. Este nuevo préstamo se enmarca en un conjunto de esfuerzos realizados por parte del Gobierno para levantar fondos en divisas en vista de la importante caída de los precios petroleros y un perfil de amortización de deuda externa exigente en los próximos años.

En Ecoanalítica estimamos que sumando el nuevo tramo del Fondo Chino, las operaciones de crédito llevadas a cabo por Citgo (US\$2.500 millones), la liquidación de deuda de República Dominicana (con Petrocaribe por US\$1.933 millones), la operación de préstamo garantizada con reservas en oro (por US\$1.000 millones) y una disponibilidad de fondos extrapresupuestarios (que al cierre de marzo rondaban los US\$8.800 millones), el Ejecutivo ha recaudado US\$19.233 millones, lo que significa que incluso con todas estas maniobras el Gobierno no alcanza la meta, ya que aún le faltan US\$3.923 millones por recaudar.

A pesar de haberse concretado importantes financiamientos, estas medidas no han tenido impacto alguno en la asignación de divisas ni en el abastecimiento; así mientras el financiamiento monetario del Banco Central a Pdvsa continúa y alcanzó VEB 925.351 millones en marzo (ha aumentado dos veces su valor de hace un año) el aumento de los

precios continua y en Ecoanalítica estimamos que la inflación cierre el año en torno a 130,1%.

Como vemos, en medio de la poca recuperación en los precios del petróleo y la presión política por las próximas elecciones parlamentarias, el Ejecutivo optó por la inacción y paños calientes, y no por políticas que realmente ejercieran un cambio estructural en el modelo económico.

Cerrando el primer cuatrimestre del año, el Ejecutivo no ha optado por ningún tipo de medida que afecte de manera contundente las bases del modelo económico. Seguir manteniendo las distorsiones será cada vez más costoso, como lo ha demostrado el Gobierno; el sector privado será el que pagará los platos rotos de la economía y, como ya vemos, 2015 será un año marcado por altos niveles de inflación y de escasez. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Venezuela	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	1,3	-4,1	-7,1	-2,9
Consumo final de los hogares (%)	4,4	-3,1	-7,4	-2,9
Inversión (%)	-9,0	-17,2	-29,9	1,5
Tasa de desempleo (%)	7,5	5,5	8,1	7,8
Inflación - INPC (%)	56,2	68,5	130,1	174,6
Tasa Overnight (%)	1,7	10,7	NA	NA
Tasa de cambio VEB/US\$	6,3	6,3	6,3	20,0
Cuenta Corriente (% PIB)	1,7	1,7	-1,1	0,8
Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)	-16,9	-19,6	-16,8	-

Fuente: Ecoanalítica