

OVERVIEW

Edición N° 1204

1 de junio de 2015

TEMARIO

- **Nivel de actividad: la recesión toca piso pero se hace larga**
- **Economía mundial: 2015 en transición**



Propietarios y Directores

Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

RESUMIENDO

El gobierno encaró 2015 con un plan populista de administrar artificialmente precios relativos para que la macro llegue a las elecciones y a fin de año evitando problemas mayores.

El objetivo principal es que la tasa de inflación que cerró en 38% anual 2014, baje al 25% anual. Por encima de esta tasa de variación se ubica la única variable no negociable en la política oficial que es un crecimiento del **gasto público del orden del 40%** anual. Simultáneamente pretende que los salarios no pierdan otro año contra la inflación como ocurrió en 2014 e incluso que recuperen un poquito. **Por debajo de la inflación se ubican el tipo de cambio oficial** del peso contra el dólar creciendo alrededor de 12% anual o menos **y las tarifas** de servicios públicos prácticamente congeladas en términos nominales.

Este plan implícitamente tira la toalla respecto de la actividad. Estructuralmente, el nivel de actividad y el empleo están estancados. En los últimos años hubo subas y bajas que dan como balance un cuatrienio sin crecimiento económico. **En lo que va de este año la recesión se atempera pero en líneas generales continúa.** La muy buena cosecha agrícola no alcanza a compensar el mal desempeño del resto de los sectores.

Los volúmenes de exportación continuaron cayendo en el primer trimestre (-3% anual) y recién apuntan a estabilizarse en el segundo (+1%) a partir de la venta de la cosecha récord y por el efecto estadístico de que la base de comparación empieza a contabilizar el derrumbe de 2014.

La pisada de importaciones es probablemente el segundo elemento en importancia. En lo que va del año, el retroceso del volumen de importación supera en algunos puntos al de la exportación. Cayó alrededor de -5% en el primer trimestre y encamina a caer un 3% en el segundo.

La producción industrial refleja esta situación: el índice general lleva 7 trimestres consecutivos de contracción, desde el cuarto de 2013.

El consumo masivo no durable está cero en volúmenes aunque muy heterogéneo e incluyendo bienes durables sigue siendo negativo. El amortiguamiento de la caída se explica en parte por el efecto estadístico de que el segundo trimestre del año pasado ya incorporaba a pleno la recesión de consumo 2014.

Dentro de este componente hay sectores estancados donde entra todo lo masivo, **sectores recesivos** como los bienes durables con alto componente importado (autos, motos, electrónica), **otros sin rumbo** (un mes bien un mes mal)

como los semidurables (vestimenta) **y unos pocos que sacan la cabeza**, durables “industria argentina” que cuentan con la posibilidad de atender la demanda.

El consumo tiene un lastre crónico en la caída del salario real. La inflación se desaceleró desde 40% en la segunda mitad de 2014 hasta 30% en el primer semestre de 2015. Pero cuando el salario debía tomar ventaja de esa menor inflación, las demoras en las paritarias le impidieron recomponer la pérdida en el poder de compra.

Las paritarias recién ahora parecieran estar transitando definiciones y el salario promedio podría empezar a crecer a partir de junio una tasa nominal un poco mayor que la inflación actual.

Es difícil que el gobierno cambie esta película a partir de los planes especiales para reactivar el consumo en el marco de una política fiscal expansiva y una política monetaria que se está volviendo de nuevo expansiva. Lo que podía hacer ya lo hizo, moderar la recesión y el estancamiento.

2015 es un año de transición para la economía mundial. No se encuentran otros momentos en los cuales, sin una crisis mediante, el set de variables clave muestre un punto de inflexión tan contundente. Los precios de las materias primas, las monedas y los empujes del crecimiento giraron “180°” en apenas meses, entre fines de 2014 y comienzos de 2015.

Se rompió la idea de un mundo inercial y previsible que venía primando desde 2013. Hasta fines de 2014 el escenario base mundial era de bajo crecimiento, con los países desarrollados mejorando un poco y los emergentes desmejorando otro poco, sin riesgos sobresalientes en el resto de las variables. **Se venía venir un dólar un poco más fuerte** por mejora de los fundamentos de la economía norteamericana y una política monetaria de la Reserva Federal menos generosa. No había implicancias decisivas sobre los mercados financieros (bolsas y bonos) ni sobre los precios de las materias primas que lucían sostenidos por una bajísima volatilidad más una demanda firme.

La evolución de la economía argentina tiene desde hace varios años una impronta mayoritariamente local: la recesión, el aumento en el desempleo y la tasa de inflación poco tuvieron que ver con la dinámica de la actividad, el comercio y las finanzas internacionales. Apenas parte de la caída de las exportaciones está relacionada con un mundo desfavorable. Aquí, **los riesgos 2015 de la economía mundial aparecían como un desafío extra para una macroeconomía delicada y vulnerable.**

LO MÁS IMPORTANTE

La recesión toca piso pero se hace larga

El gobierno encaró 2015 con un plan populista de administrar artificialmente precios relativos para que la macro llegue a las elecciones y a fin de año evitando problemas mayores.

El objetivo principal es que la tasa de inflación (no reconocida oficialmente) que cerró en 38% anual 2014, baje a la velocidad crucero que traía desde 2007, del 25% anual. Por encima de esta tasa de variación se ubica la única variable no negociable en la política oficial que es un crecimiento del gasto público del orden del 40% anual (con gasto en jubilaciones subiendo incluso algo más). Simultáneamente pretende que los salarios no pierdan otro año contra la inflación como ocurrió en 2014 e incluso que recuperen un poquito. El objetivo oficial para los salarios es que crezcan 27%. **Por debajo de la inflación se ubican el tipo de cambio oficial** del peso contra el dólar creciendo alrededor de 12% anual o menos (y por lo tanto revaluando nominalmente la relación oficial entre el peso y el real y el euro) **y las tarifas** de servicios públicos prácticamente congeladas en términos nominales.

O sea, simplifícadamente **el plan Kicillof 2015 es casi la inversa de lo que pretendió ser el plan Fábrega 2014** que empezó aumentando el tipo de cambio oficial, aunque después se lo comió la inflación y que incluso tuvo los aumentos de tarifas de gas y agua dispuestos por Kicillof y de Vido, con los salarios perdiendo en términos reales (la similitud es como siempre que el gasto público creció más que todo).

Este plan implícitamente tira la toalla respecto al nivel de actividad. No se puso ningún objetivo concreto para revertir la gran caída del PBI de 2014, similar en magnitud a la de 2009 pero sin la excusa real de la crisis internacional que sí ocurrió en aquella oportunidad y que casi no jugó ningún rol el año pasado. A lo sumo, **este plan 2015 no puede pretender más que el PBI deje de caer siguiendo una figura de letra L** (y no la V corta de 2009/10). O sea, estabilizando el nivel después de la caída del año pasado.

En la realidad, la inflación se desaceleró en el primer semestre a una tasa del 30% anual pero no ha podido perforar este nivel. El gobierno pretende que las paritarias tomen la referencia del 25% pero en las paritarias los sindicatos entienden que necesitan más y negocian con dureza.

Esta edición de Overview pasa revista sobre el nivel de actividad 2015 y el estado de la economía internacional, la cual la política económica 2015 ha decidido ignorar y no tiene en cuenta.

Nivel de actividad: frenado

Estructuralmente, el nivel de actividad y el empleo están estancados. En los últimos años hubo subas y bajas que dan como balance un cuatrienio sin crecimiento económico¹, tras la fuerte recuperación 2010/11: en **2012**, el PBI creció cero, en **2013** mostró un leve repunte del 3%, concentrado especialmente en el segundo trimestre por el efecto de la buena cosecha agrícola y el boom del sector automotriz y de bienes durables. En **2014** el PBI se volvió a mancar, retrocediendo 2,6% (una recesión parecida a la de 2009) con caídas de la explicado la inversión y las exportaciones pero principalmente del consumo.

En lo que va de este año la recesión se atempera pero en líneas generales continúa. La muy buena cosecha agrícola no alcanza a compensar el mal desempeño del resto de los sectores.

La mayor cosecha se contabiliza estacionalmente en el PBI del primer y el segundo trimestre, pero ese efecto está siendo contrarrestado en el crecimiento del primer semestre por la caída de la exportación, la pisada de importaciones, la caída de la inversión y el freno del consumo. (ver cuadro 1)

Cuadro N° 1
NIVEL DE ACTIVIDAD: ESTANCADO

<i>Datos en var % anual</i>	2014				2015	
	I	II	III	IV	I	II e
PBI Estimación M&S	0,5	-3,1	-3,6	-3,6	-1,6	-0,4
var % trim	-2,7	-1,0	-0,1	0,0	-0,5	0,2
Consumo	0,0	-3,0	-4,1	-3,9	-2,6	-0,2
Inversión	2,7	-5,9	-5,4	-5,6	-3,5	-6,0
Exportaciones	-7,0	-11,0	-11,0	-13,0	-3,0	1,0
Importaciones	-3,0	-10,7	-11,0	-15,0	-5,0	-3,0
PBI INDEC	0,8	0,7	0,0	0,4	1,1	(EMAE 1er trim)
var % trim	-0,7	0,5	0,1	0,0		

Fuente: M&S Consultores en base a INDEC y estimaciones propias

¹ **OVERVIEW** se basa en estimaciones propias del nivel de actividad. Los datos oficiales del INDEC subestiman la recesión de 2014 y el estancamiento de los últimos años.

Los volúmenes de exportación continuaron cayendo en el primer trimestre y recién apuntan a estabilizarse en el segundo, a partir de la venta de la cosecha récord y por el efecto estadístico de que la base de comparación empieza a contabilizar el derrumbe de 2014. (ver cuadro 1)

Pero el resto de la exportación no agrícola (industria y combustibles) no encuentra piso. Los volúmenes de exportación de estos sectores se contrajeron alrededor del 15% en el primer trimestre y apuntan a repetir un desempeño similar en el segundo.

El impacto de la recesión en Brasil sobre el sector automotriz explica una buena parte de esta historia. De todas maneras, fuera de este caso puntual, la exportación está golpeada por el atraso cambiario, las trabas operativas para exportar y los faltantes de insumos importados (factores internos crónicos de este modelo) afectan a la todos los sectores.

La pisada de importaciones es probablemente el segundo elemento en importancia. En lo que va del año, el retroceso del volumen de importación es en algunos puntos mayor al de la exportación, alrededor de -5% en el primer trimestre y encamina a caer un 3% en el segundo. En valores, se encamina en 2015 a un nivel bajísimo, en torno a US\$ 55 mil M.

Afecta a todos los demás componentes. Aun en el hipotético caso de que hubiera condiciones como para que aumenten la demanda de exportaciones, inversión o consumo, el faltante de insumos o bienes finales importados limitaría su expansión. Es difícil de mensurarlo pero hay sectores “transables” o que no pueden sustituir importaciones que están enfrentando una especie de recesión de oferta.

La producción industrial refleja en alguna medida esta dicotomía. El índice general lleva 7 trimestres consecutivos de contracción (desde el cuarto de 2013) pero en 2015 hay sectores a los que se los clasifica como “no transables” que se recuperaron, emblemáticamente cemento, contrastando con los “transables” (o utilizadores de insumos o partes importadas) que profundizaron la caída, como los sectores automotriz o la siderurgia (ver cuadro 2).

El consumo masivo no durable está cero en volúmenes aunque muy heterogéneo e incluyendo bienes durables sigue siendo negativo. El atemperamiento de la caída se explica en parte por el efecto estadístico de que el segundo trimestre del año pasado ya incorporaba a pleno la recesión de consumo 2014.

Dentro de este componente hay sectores estancados donde entra todo lo masivo, **sectores recesivos** como los bienes durables con alto componente importado (autos, motos, electrónica), **otros sin rumbo** (un mes bien un mes mal) como los semidurables (vestimenta) **y unos pocos que sacan la cabeza,**

durables “industria argentina” que cuentan con la posibilidad de atender la demanda.

Cuadro N° 2

NIVEL DE ACTIVIDAD DE LA INDUSTRIA

var % anual	2014				2015	abr-15
	I	II	III	IV	I	
Producción industrial (EMI - Indec)	-3,0	-2,9	-1,5	-2,0	-2,1	-1,5
EMI sin autos ni siderurgia	-1,2	1,6	3,7	0,1	0,2	2,0
Autos	-12,8	-24,8	-28,2	-14,1	-18,0	-20,7
Siderurgia	10,3	3,2	0,9	-3,0	-8,2	-18,8
Cemento	-1,8	-6,3	-3,8	-3,5	7,0	16,3

Fuente: M&S Consultores en base a ACARA, Cámara de Acero y AFCP

El consumo tiene un lastre crónico en la caída del salario real. La inflación se desaceleró desde 40% en la segunda mitad de 2014 hasta 30% en el primer semestre de 2015. Pero cuando el salario debía tomar ventaja de esa menor inflación en el primer semestre 2015, las demoras en las paritarias le impidieron recomponer la pérdida en el poder de compra.

Las paritarias recién ahora parecieran estar transitando definiciones. Hasta mayo estaban prácticamente paralizadas debido a la brecha entre el pedido de los sindicatos (30 y pico por ciento largos) y el “techo” que pretendió imponer el Gobierno de 25% de aumento para todo 2015.

El 7 de mayo el Gobierno introdujo **modificaciones en el impuesto a las Ganancias** que fueron equivalentes a 5/6 puntos de aumento salarial para los trabajadores alcanzados, lo que **permitió empezar a acercar a las partes**. A partir del 20 de mayo comenzaron a cerrarse algunas de las paritarias “grandes” (metalúrgicos, construcción, comercio, empleados públicos) en torno al 27,5% de aumento en dos tramos, en algunos casos con el agregado de sumas fijas (comercio) o aumentos mayores en los salarios iniciales (metalúrgicos).

Sin embargo **subsisten focos de conflicto**. Aceiteros acaba de acordar, después de 20 días de paros, un aumento salarial formal del 27,8%, aunque se supone que en la práctica el aumento será mayor cuando se termine de definir la letra chica del acuerdo. Bancarios, camioneros y transporte automotor continúan con reclamos mayores al 30% y amenazan con medidas de fuerza en los próximos días.

En definitiva, el salario promedio podría empezar a crecer a partir de junio una tasa nominal un poco mayor que la inflación actual. Justo cuando podría empezar a ocurrir, la tasa de inflación tiene chances, por la política monetaria y el calendario electoral, de reaccelerarse. A lo sumo, el salario real puede estar buscando un empate en el tercer trimestre (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3

SALARIO E INFLACIÓN

		dic-13	jun-14	dic-14	Promedio ene-abr 15
Salario ¹	\$	8.800	10.500	11.800	13.200
	<i>var % anual</i>	25,3	30,2	34,5	34,0

Inflación	<i>var % anual</i>	28,8	39,9	38,0	32,0
Diferencia Salario - Inflación	<i>en puntos %</i>	-3,5	-9,7	-3,5	2,0

(1) Salario privado formal promedio de la economía

Fuente: **M&S Consultores** en base a estimaciones propias

Es difícil que el gobierno cambie esta película a partir de los planes especiales para reactivar el consumo en el marco de una política fiscal expansiva y una política monetaria que se está volviendo de nuevo expansiva. Lo que podía hacer ya lo hizo, moderar la recesión y el estancamiento.

El salto de la cosecha que debería haber redundado en una mini recuperación en el primer semestre está quedando atrás y tapado por la caída heterogénea y desordenada del consumo, la inversión y el comercio exterior. 2015 zafa de una recesión fuerte como la del año pasado, no de quedar para la historia de las cuentas nacionales argentinas como uno de los raros casos (único) donde con una suba de la cosecha hacia un nuevo “récord” el PBI da negativo.

Economía mundial: 2015 en transición

2015 es un año de transición para la economía mundial. No se encuentran otros momentos en los cuales, sin una crisis mediante, el set de variables clave muestre un punto de inflexión tan contundente. Los precios de las materias primas, las monedas y los empujes del crecimiento giraron “180°” en apenas meses, entre fines de 2014 y comienzos de 2015.

Se rompió la idea de un mundo inercial y previsible que venía primando desde 2013. Hasta fines de 2014 el escenario base mundial era de bajo crecimiento, con los países desarrollados mejorando un poco y los emergentes desmejorando otro poco, sin riesgos sobresalientes en el resto de las variables. **Se venía venir un dólar un poco más fuerte** por mejora de los fundamentos de la economía norteamericana y una política monetaria de la Reserva Federal menos generosa. No había implicancias decisivas sobre los mercados financieros (bolsas y bonos) ni sobre los precios de las materias primas que lucían sostenidos por una bajísima volatilidad más una demanda firme.

En el arranque, el mundo en 2015 había quedado enredado entre media docena de elementos condicionantes y de difícil balance: i) la relación **dólar / euro** camino a “1”, ii) el precio del barril de **petróleo** en US\$ 50, iii) la Reserva Federal “muñequeando” la **suba de la tasa** de interés, iv) el **Banco Central de Europa** largando con un programa híper expansivo de euros, v) el resto de las **materias primas** varios escalones abajo respecto a los precios de los últimos años, y vi) las **monedas emergentes** más débiles.

La incertidumbre empezó el año alta. El temor cruzaba tanto al riesgo de que ocurriera otro desliz en las variables como al impacto potencial sobre el crecimiento y la salud financiera de los países emergentes.

A priori, primaba el consenso de que el nuevo set de variables financieras (dólar más fuerte, materias primas más baratas) era **positivo para la economía mundial**. El beneficio que derramaría la baja del precio del petróleo sobre los países desarrollados (EE.UU., Europa y Japón, importadores netos de petróleo) compensaba los menores ingresos en países emergentes exportadores. Y la debilidad del euro y el yen colaborarían en restaurar el crecimiento con inflación positiva en la Eurozona y Japón.

Aparecía el riesgo de que la desaceleración de los países emergentes trocara en estancamiento o recesión, y que se viera alterada la percepción

crediticia con impacto sobre el financiamiento, los flujos de capitales, la inversión extranjera y la estabilidad cambiaria.

La evolución de la economía argentina tiene desde hace varios años una impronta mayoritariamente local: la recesión, el aumento en el desempleo y la tasa de inflación poco tuvieron que ver con la dinámica de la actividad, el comercio y las finanzas internacionales. Apenas parte de la caída de las exportaciones está relacionada con un mundo desfavorable. Aquí, **los riesgos 2015 de la economía mundial aparecían como un desafío extra para una macroeconomía delicada y vulnerable.**

Balance mundial 2015

En los últimos años **las variables financieras se estabilizaron. La relación dólar / euro no se fue al uno a uno.** El derrape de comienzos de año llevó de 1,25 a 1,05, en mayo rebotó a 1,15 y empieza junio en 1,09.

Las monedas emergentes también mostraron una dinámica ordenada en la caída contra el dólar. Las devaluaciones no se espiralizaron. El extremo, que había sido el rublo de Rusia con una devaluación del 100%, llegando hasta los 70 rublos por dólar, se estabilizó en torno a los 50 RUB/USD (ver cuadro 4).

El resto de las monedas se mantienen más débiles pero no fueron más allá. El **real brasileño** se llegó a devaluar 30% (de 2,5 a 3,3 R/US\$) pero tras bajar a 2,9 volvió a 3,2 (R/US\$). **No se fue sin escalas a 3,5 o más (R/US\$) como se temía.** Similar comportamiento exhibieron el peso chileno y colombiano.

Los mercados de materias primas se movieron en una sintonía similar. El precio del petróleo no bajó a 40 (US\$/bbl) ni el cobre a 200 (US\$/lb.) ni la soja a 300 (US\$/Tn). Tampoco volvieron al entorno de valores de los últimos años. **Las cotizaciones lucen fuera de peligro, estabilizados en otro escalón pero alejadas de los mínimos** con excepción del precio de la soja (aún en mínimos) .

Cuadro N° 4**MONEDAS Y PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS**

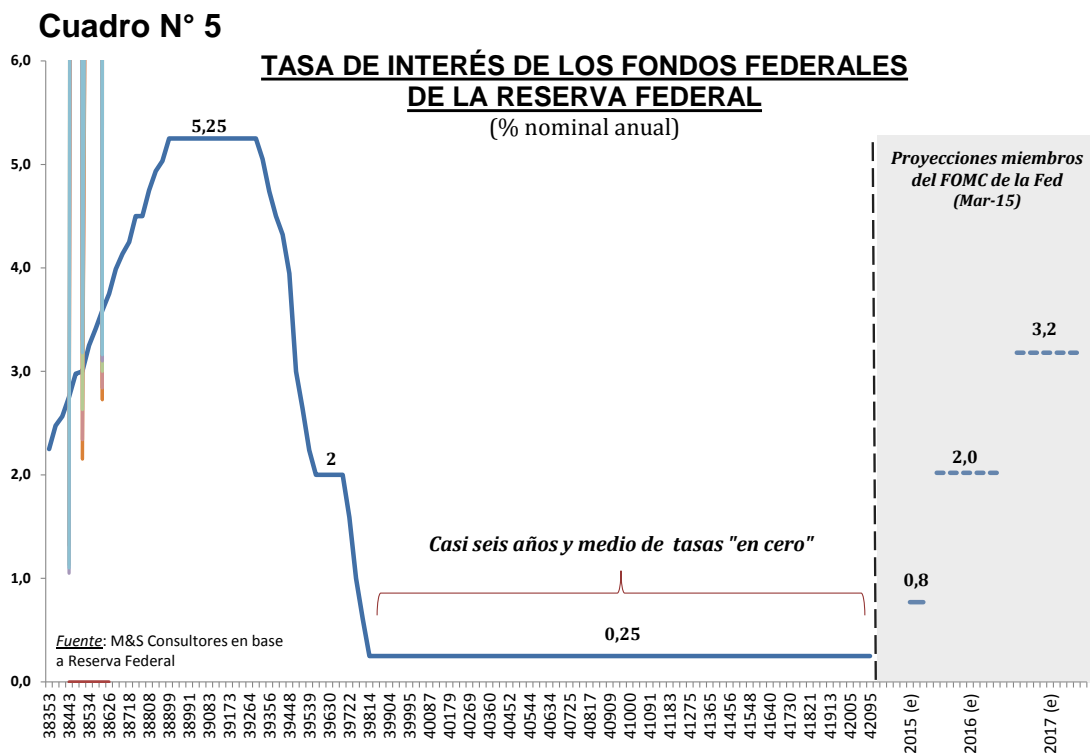
	Promedio 2012-2014	2014 (promedio)	2015		
			ene	mar	jun
• Tipos de cambio					
Dólar / Euro	1,32	1,33	1,13	1,05	1,10
Rublo	33,3	35,6	69,0	60,1	52,3
Real	2,2	2,3	2,6	3,3	3,2
Peso mexicano	13,1	13,3	14,7	15,5	15,4
Peso chileno	518	571	623	640	618
Nuevo sol peruano	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2
Peso colombiano	1889	2000	2398	2678	2500
• Materias Primas					
Petróleo (US\$ x barril.)	95	94	47	48	60
Cobre (US\$ x onza)	336	312	263	271	280
Soja (US\$ por tn)	504	458	367	360	340

Fuente: M&S Consultores en base a Bloomberg y CME Group

Está convalidado el escenario de ciclo de dólar fuerte y precios de materias primas bajos aunque con una diferencia respecto a otros momentos equivalentes de la historia: mucha liquidez.

La Reserva Federal terminó el tercer programa de compra de bonos del Tesoro iniciado en octubre de 2013 con un monto de compras de activos mensuales de US\$ 85 MM (equivalente a 6% del PBI). Fue reduciéndose de manera gradual pero anunciada a lo largo de 2014 hasta agotarse en octubre.

Hoy está evaluando la suba en la tasa de interés, la segunda fase en la normalización de su política monetaria. La tasa de interés de los Fondos Federales, que influye sobre el resto de las tasas de interés en EE.UU., lleva seis años inmóvil en 0,25% anual (ver cuadro 5). Quizás en el tercer trimestre empiece a subirlas gradual, comunicadamente y, por ahora, sin expectativas (o necesidad) de tener que llevarla a niveles demasiado altos como sucedió en otros procesos. Greenspan o Bernanke terminaban llevando esta tasa de interés al 5 / 6%. Se espera que Janet Yellen tenga un puerto de llegada de 2,5 / 3,0%. Por lo menos así lo estiman los 17 miembros del Comité de Política Monetaria: en promedio esperan que en 2015 se ubique en 1%, 2% en 2016 y 3% en 2017.



A contramano de la Fed, El Banco Central de Europa (BCE) está en el camino de ida de un plan híper expansivo de euros. Estuvo todo 2014 intentando reavivar la economía con una “política monetaria retórica”, enfatizando verbalmente su compromiso de mantener las tasas de interés bajas por un período prolongado (forward guidance).

Pero los resultados no llegaron, el nivel de actividad siguió parado y los precios al consumidor iban camino a la deflación. Por ello, el BCE disparó una “bazooka” monetaria y anunció la ampliación de su programa de compras de activos a EUR 60 MM mensuales (7% del PBI de la Eurozona), incorporando bonos del sector público al pool elegible de activos. En monto y peso relativo sobre el tamaño de la economía es equivalente al que terminó la Reserva Federal en 2014.

Todavía es temprano para evaluar los resultados y derivaciones tanto del retiro de estímulos de la Fed como del programa europeo. Lo que es innegable es que **el caudal de liquidez sigue fluyendo. Hasta ahora, en el flujo había mayormente dólares, ahora se empiezan a sumar los euros.**

Hace un año, los agregados monetarios de EE.UU. crecían al 6% anual. Hasta ahora esa dinámica casi no ha cambiado. Naturalmente el M1 se desaceleró desde el 10% anual hasta el 8% anual. Pero el M2 se mantiene al 6% mientras que el crédito apenas se aceleró desde el 6% a casi el 7% anual.

En la Eurozona, el M1 europeo crecía al 5% anual y un año después crece al 10,5%. La liquidez excedente en el sistema había caído por debajo de los EUR 100 MM a mediados de 2014, mientras que hoy se acerca a los EUR 300 MM. Pero el mercado de crédito dejó de caer y sigue estancado (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6 EVOLUCIÓN DE AGREGADOS MONETARIOS EN EE.UU. Y EUROPA

<i>Var % anual</i>		M1	M2	Crédito	Tasa de interés Política Monetaria
EE.UU.	<i>abr-14</i>	10,3	6,3	6,1	0,25
	<i>abr-15</i>	8,1	6,0	6,8	0,25
Eurozona	<i>abr-14</i>	5,4	2,4	-1,1	0,15
	<i>abr-15</i>	10,5	4,9	0,8	0,05

Fuente: M&S Consultores en base a Reserva Federal y BCE

La consecuencia para los países emergentes fue que el financiamiento siguió fluyendo sin un aumento notorio en la aversión al riesgo. A pesar de del shock de materias primas, las devaluaciones y el riesgo de suba de tasas de interés, varios países emitieron nueva deuda a costo bajísimos (4 / 5% anual), renovaron vencimientos e hicieron swaps para aprovechar mejores condiciones de mercado, bajar el costo de la deuda y ejecutar una política de pre – financiamiento.

Latinoamérica está neutralizada

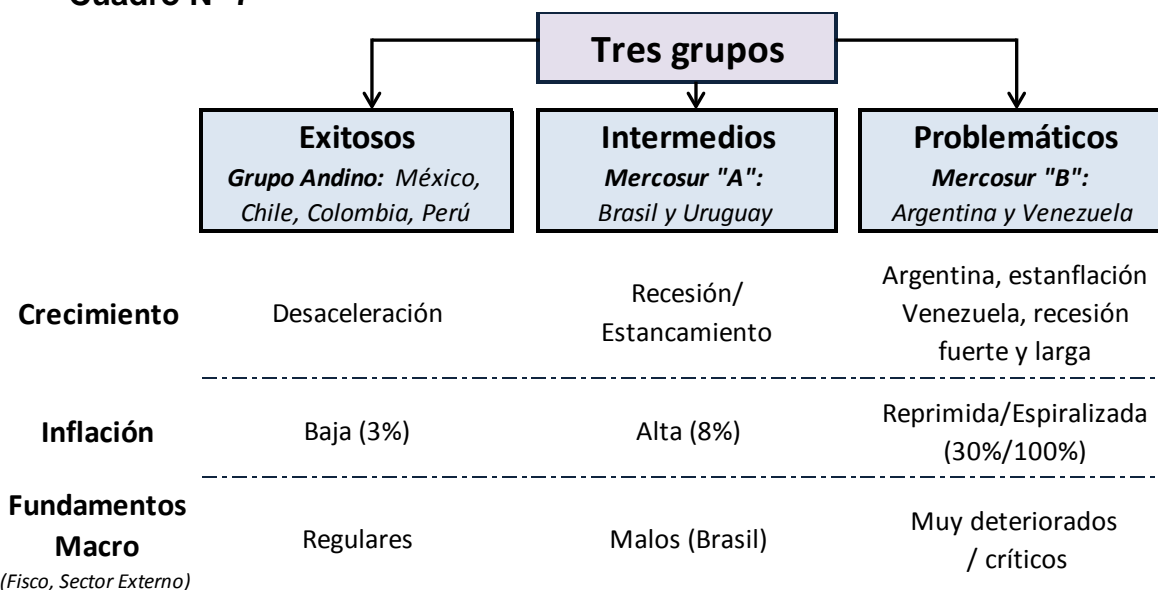
La región no es una panacea en términos de crecimiento económico pero logró “neutralizar” en buena medida el shock externo. En otras circunstancias históricas no se hubiera salvado de una recesión, un ajuste externo fuerte, devaluaciones espiralizadas o saltos inflacionarios.

Los colchones de reservas internacionales, la buena percepción crediticia y los avances institucionales amortiguaron la caída de términos de intercambio, del comercio exterior y mantuvieron la aversión al riesgo casi invariable.

Latinoamérica no ingresó en un tobogán generalizado aunque sigue habiendo matices. La diferencia entre los tres grupos regionales se mantiene vigente y los resultados del primer trimestre y lo que va del segundo están en concordancia. **Por un lado el grupo de los países andinos (México, Chile, Perú y Colombia) sostiene en lo que va de 2015 tasas de crecimiento parecidas a las de 2014,** sin desborde de la inflación a pesar de tipos de cambio más altos.

Crece poco, alrededor del 3% anual, aunque un poco más que en 2014. De alguna manera, la política monetaria expansiva está logrando que el consumo interno amortigüe la caída de la exportación, derivada de los menores precios de las materias primas (ver cuadro 7).

Cuadro N° 7



Fuente: M&S Consultores en base a Banco Centrales

El grupo de países intermedios, Brasil y en menor medida Uruguay, pasaron de bajo crecimiento a recesión y estancamiento, respectivamente. Son grado de inversión pero presentan un cuadro macroeconómico más desbalanceado en el sector externo y alta inflación (8% anual). No tienen margen para hacer política monetaria expansiva, al contrario en el caso de Brasil el Banco Central priorizó el objetivo inflacionario - cambiario, y sostiene una tasa de interés récord en términos reales (5 puntos por encima de la inflación). Además está en el medio de un ajuste fiscal de recorte de gastos y suba de impuestos a final abierto por el escaso consenso político en el partido gobernante.

En definitiva, no tienen flexibilidad macroeconómica para compensar la caída de términos de intercambio y exportaciones con un empujón monetario en la demanda interna.

Por último están los “problemáticos”, Venezuela y Argentina. Ambos en crisis. El primero blanqueada en un 100%, con depresión económica, el PBI de 2014 cayó 5% y el de 2015 lo está haciendo al 7 / 8%, la brecha cambiaria explotó al 3.200% y tiene un riesgo país de pre-default. **Argentina administrando una crisis fiscal y externa** (ver cuadro 8).

Cuadro N° 8
INDICADORES ECONÓMICOS DE LA REGIÓN

	PBI REAL (Var % anual)		Inflación (Var % anual)		Exportaciones (Var % anual)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
México	2,1	2,8	4,1	3,0	4,6	3,2
Chile	1,9	2,7	4,6	3,4	-1,3	-1,3
Colombia	4,6	3,3	3,7	3,8	-7,0	-13,0
Perú	2,4	3,4	3,2	2,9	-7,4	-1,9
Brasil	0,1	-1,2	6,4	8,0	-7,1	-7,2
Uruguay	3,5	3,1	8,3	7,8	1,1	-4,3
Argentina	-2,6	-0,5	38,0	30,0	-11,0	-17,0
Venezuela	-3,7	-6,0	64,7	105,9	-14,8	-43,4

Fuente: M&S Consultores en base a Banco Centrales e INEs

Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com