

Argentina

Hace falta un puente de divisas para el fin del mandato presidencial. Sin entrada de divisas por el canal financiero y con exportaciones en retroceso, la única forma de generar un excedente de dólares es vía un derrumbe de las importaciones. Pero esto equivale a una severa recesión. (**Ecolatina**).....Página 2

Brasil

A entrada de Marina Silva na corrida eleitoral alterou de forma significativa o quadro da sucessão presidencial. Essa mudança inaugurou uma nova campanha eleitoral, tendo em vista não apenas os efeitos diretos no comportamento do eleitor, mas também nas estratégias e discursos dos principais candidatos. (**Tendências**).....Página 4

Chile

El crecimiento de la actividad económica en julio superó las expectativas del mercado. Pero, creemos, los de agosto serán peores y no lo contrario como el mercado anticipa ahora. La realidad es que, en el margen, la inversión sigue en contracción y no da señales de recuperación. (**Gemines**).....Página 6

Perú

La economía peruana creció en junio de este año apenas 0.3%, influida negativamente por los sectores primarios. Estas negativas condiciones no se repetirían en los próximos meses, tal como indican los datos adelantados de algunos sectores reportados por el Instituto Nacional de Estadística e Informática. (**Macroconsult**).....Página 8

Venezuela

Si hay alguna palabra para describir al gobierno de Nicolás Maduro es inacción. Desde hace meses los agentes económicos esperan la implementación de medidas de ajuste, pero hasta la fecha no hay ninguna medida concreta y el tiempo se agota. Seguimos un escenario de alta incertidumbre. (**Ecoanalítica**).....Página 10

Hace falta un puente de divisas para el fin del mandato presidencial

Pese a que en la primera mitad del 2014 se consolidó un escenario recesivo con aceleración de la inflación, las expectativas acerca de la transición económica hasta fines de 2015 eran antes de agosto relativamente optimistas.

La devaluación de principios de año más la suba de tasas de interés y la liquidación de activos dolarizados de los bancos, habían logrado calmar el mercado cambiario en el corto plazo. Y la apuesta del gobierno por la reapertura del financiamiento externo permitía distender la restricción externa hasta el fin de mandato de Cristina Fernández de Kirchner.

Sin embargo, el incumplimiento de la deuda pública dio por tierra la alternativa de conseguir financiamiento externo en 2014 y puso en jaque la posibilidad de reabrir el mercado de capitales el año entrante, deprimiendo las expectativas de los agentes.

A esto se sumó el desplome del precio internacional de la soja, el freno de la economía brasileña y el fallo de la OMC en contra de las trabas a las importaciones impuestas por la Argentina. Estos tres factores reducen las perspectivas de provisión de dólares comerciales, exacerbando las presiones cambiarias.

Sin entrada de divisas por el canal financiero y con exportaciones en retroceso, la única forma de generar un excedente de dólares para pagar los elevados vencimientos de deuda pública en moneda extranjera es vía un derrumbe de las importaciones. Pero esto equivale a una severa recesión, ya que el proceso productivo e incluso las ventas externas dependen en buena medida de insumos importados.

Para peor, la receta del gobierno para apuntalar el alicaído nivel de actividad vía un mayor gasto financiado con emisión y reducción de las tasas de interés en términos reales, terminó de exacerbar las expectativas de devaluación de los agentes (hay cada vez más pesos y cada vez menos dólares) creando una “tormenta perfecta” en el frente cambiario.

La caída de la liquidación de las exportaciones del complejo agrícola, el mínimo volumen operado en el mercado de cambios, la pérdida de reservas, el salto del tipo de cambio paralelo, el récord de compras del dólar ahorro, la reducción de la posición patrimonial de los bancos en moneda extranjera y las crecientes restricciones a las importaciones, son signos únicos del stress reinante.

Por último, el aporte de divisas vía swap de monedas con el Banco Central de China no parece alcanzar para revertir las restricciones del mercado de cambios. Y si no se descomprime rápidamente el frente externo los daños se extenderán al aparato productivo generando hacia fines del 2014 una situación compleja.

La única forma de evitar una crisis económica es implementar rápidamente un plan consistente. El primer obstáculo es desturar la creciente parálisis del mercado cambiario y reconstruir un puente de divisas para llegar al fin del actual mandato. Pero

para recuperar la confianza será clave también reducir el déficit fiscal y su dañino financiamiento con emisión.

Es decir, para estabilizar el mercado cambiario se necesita simultáneamente recuperar el acceso al crédito externo e implementar una corrección cambiaria enmarcada en una estrategia que acote su impacto inflacionario y reduzca el déficit fiscal. Sólo así, podrán revivir las expectativas de una transición económica/política más ordenada.

Lamentablemente, el gobierno está tomando un camino opuesto. No sólo parece cada vez más alejado el financiamiento externo en los mercados de capitales, sino que insiste en avanzar sobre el sector privado para revertir los problemas económicos. La historia muestra que no se pueden controlar simultáneamente precios y cantidades.

Los plazos se acortan y el margen de maniobra es menor: al gobierno le quedan pocas oportunidades para evitar una crisis económica y social. Esperemos que los reflejos políticos del oficialismo permitan girar a último momento; más vale tarde que nunca. ■

Principales proyecciones para 2014 y 2015

Argentina	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento del PBI (%)*	6,5	-0,4	3,2	-2,0	0,0
Consumo (%)*	7,4	1,9	3,6	-1,7	0,4
Inversión (%)*	12,1	-7,4	7,4	-6,0	0,6
Tasa de desempleo (%)* -promedio anual-	9,1	10,3	10,8	12,1	12,7
Inflación - IPC (%)*	21,9	24,5	27,2	39,0	44,0
Tasa de interés (%) -BADLAR bcos. privados-	13,3	13,8	16,9	23,6	35,0
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	4,3	4,9	6,3	9,4	14,6
Cuenta Corriente* (% del PBI)	-0,5	0,0	-2,0	-1,4	-2,1
Resultado Primario Nacional genuino** (% PBI)	-0,3	-0,6	-2,0	-2,8	-2,9

Fuente: *Ecolatina*

* Estimaciones propias de Ecolatina (no oficiales)

** Excluye DEGS, traspasos y utilidades del BCRA

Marina é favorita para vencer eleição presidencial

A entrada de Marina Silva na corrida eleitoral alterou de forma significativa o quadro da sucessão presidencial. As mudanças dos jogadores inaugurou uma nova campanha eleitoral, tendo em vista não apenas os efeitos diretos no comportamento do eleitor, mas também nas estratégias e discursos dos principais candidatos.

Em boa medida, a troca de candidato do PSB normalizou o quadro eleitoral. O cenário presidencial, antes de Marina, estava marcado pela centralidade da polarização PT-PSDB. Tal cenário não era natural, dado o desejo de renovação expresso em parte importante do eleitorado e a queda da popularidade presidencial. Havia um descasamento entre o cenário eleitoral e o ambiente político. A substituição de Eduardo Campos por Marina Silva introduz no tabuleiro presidencial um jogador capaz de mobilizar o forte descontentamento com o desempenho da atual administração.

Marina capta com maior facilidade o eleitorado decepcionado com o desempenho do governo Dilma. Assim, ela quebra a polarização PT-PSDB ao tomar o protagonismo oposicionista dos tucanos. A última pesquisa Ibope mostrou que Marina (43%) ultrapassou Aécio (30%) entre os eleitores que avaliam o governo como ruim/péssimo. O cenário básico, então, é de que Marina enfrente Dilma no segundo turno.

Esta inversão de adversário acarreta em mudanças no resultado final da eleição. Marina venceria a presidente Dilma no grupo que será chave para determinar o próximo presidente. A ex-ministra tem 35% de intenção de voto contra 25% da petista entre os eleitores que avaliam o governo como regular. Esse grupo representa cerca de 40% do eleitorado total. Os eleitores que não têm uma percepção clara da atual administração é que são o alvo das campanhas políticas.

O resultado é a inversão de probabilidades entre governo e oposição. Na avaliação da Tendências, o cenário mais provável para a eleição presidencial de 2014 passa a ser de vitória de Marina. A eleição permanece bastante disputada e o governo mantém chances importantes de vitória. A distribuição subjetiva entre os candidatos é de 50% para Marina, 40% para Dilma e 10% para Aécio.

O cenário anterior, de favoritismo da candidata da situação, tinha como pressuposto o crescimento da popularidade do governo ao longo da campanha e a manutenção do segundo turno entre PT e PSDB. Com Marina no segundo turno, esse aumento de popularidade esperado não seria suficiente para manter a vitória petista, dada a baixa taxa de rejeição da candidata do PSB (10%).

Marina mobiliza três tipos de eleitores: a) os descontentes com a classe política; b) os opositores ao governo e c) os afetados pela perda trágica de Eduardo Campos. O quadro econômico não deve trazer notícias positivas para a campanha de reeleição de Dilma, reforçando a mudança de cenário.

As probabilidades atuais refletem esse cenário bastante competitivo. A corrida eleitoral pode reservar novas surpresas, mas na ausência de choque negativo, a figura de Marina deve confirmar a troca do partido presidencial. ■

Principais projeções para 2014 e 2015

Brasil	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento do PIB (%)	2,7	1,0	2,5	0,3	1,2
Consumo	4,1	3,2	2,6	1,9	1,8
Investimentos	4,7	-4,0	5,2	-6,3	3,2
Taxa de desemprego (%)	6,0	5,5	5,4	4,8	5,0
Inflação - IPCA (%)	6,5	5,8	5,9	6,1	6,8
Taxa nominal de juros - Selic (%)	11,00	7,25	10,00	11,00	11,50
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	1,88	2,04	2,34	2,18	2,42
Conta corrente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,6	-3,8	-3,9
Resultado nominal do setor público (%PIB)	-2,6	-2,5	-3,3	-3,6	-3,5

Fonte: *Tendências*

Perspectivas Disminuidas

No obstante que el crecimiento de la actividad económica en julio superó las expectativas del mercado, alcanzando a una variación en doce meses de 0,9%, el panorama para el resto del año se ve claramente deteriorado respecto de lo comentado en el informe anterior. Esta aparente contradicción se explica porque, en nuestra opinión, el mercado estaba excesivamente pesimista respecto de los resultados posibles para julio pero, creemos, los de agosto serán peores y no lo contrario como el mercado anticipa ahora. Por otro lado, el Banco Central contribuyó a esta mirada más negativa al rebajar de manera clara sus proyecciones para el año en el Informe de Política Monetaria (IPOM) de comienzos de septiembre.

La realidad es que, en el margen, la inversión sigue en contracción y no da señales de recuperación. En este sentido, los datos de importaciones de agosto fueron bastante negativos, mientras que por el lado del consumo, todo indica que la tendencia a la desaceleración se mantiene en el tercer trimestre y, probablemente, no se revertirá en el cuarto. La aprobación definitiva, esta semana, de la reforma tributaria, si bien elimina la incertidumbre respecto de cuáles cambios se realizaran al sistema tributario chileno, deja instalada la incertidumbre respecto de sus efectos y de su aplicación puntual, cosa que depende de reglamentos y circulares que deberán emitirse en los próximos meses. Asimismo, el daño que generó a la confianza la actitud inicial del Ministro de Hacienda se reparará solo con lentitud y hechos concretos más que con palabras bonitas y fotos. Por otro lado, hay varias propuestas de reformas que siguen en discusión – la de la educación vuelve a tomar protagonismo – y otras que están por llegar, como la del mercado laboral que, por lo que se anticipa, contribuirá poco a flexibilizar el mercado, sino que todo lo contrario.

Si bien la economía chilena no es la que presenta las peores perspectivas de crecimiento para este año y el próximo, la baja en la inversión es una de las más significativas y la magnitud de la caída en el crecimiento respecto del año pasado es una de las mayores en la región. Todo esto ratifica que las causas del menor crecimiento esperado hay que buscarlas dentro del país y no en el contexto internacional que, para Chile al menos, no es esencialmente diferente al vigente en 2013. Parte de la desaceleración era inevitable: el uso de las holguras generadas por la recesión de 2009 y las necesidades de gasto generadas por el terremoto de febrero de 2010, baja en el crecimiento potencial, así como las consecuencias acumuladas de un muy alto precio de la electricidad por la falta de inversión en el sector y la menor inversión en minería por las condiciones internacionales (e internas) menos favorables, son un dato de la causa. El deterioro de las expectativas y la confianza explican el resto.

Todo indica que la política fiscal será muy expansiva el resto del año, simplemente, por la ejecución plena del presupuesto vigente y que tendrá el mismo sesgo el próximo año. Esto lo sabremos a ciencia cierta el próximo 30 de septiembre, cuando el Ministro de Hacienda presente el proyecto de Ley de Presupuestos al Congreso. La política monetaria, por su parte, aparentemente está terminando el ciclo de expansión, toda vez

que la tasa rectora de la política ya está en 3,25% y todo indica que no pasará de 3%, tal vez en octubre pero, de todas maneras, antes de finalizar el año. Esto se traduce en un grado de expansividad muy importante en las dos políticas tradicionales de que se dispone para estimular la economía y, aunque ello debería manifestarse con claridad durante el 2015, el efecto no será lo suficientemente fuerte como para llevar el crecimiento a niveles consistentes con el potencial (4% a 4,5% según el Banco Central), sino que se mantendrá por debajo de éste. ■

Principales proyecciones para 2014 y 2015

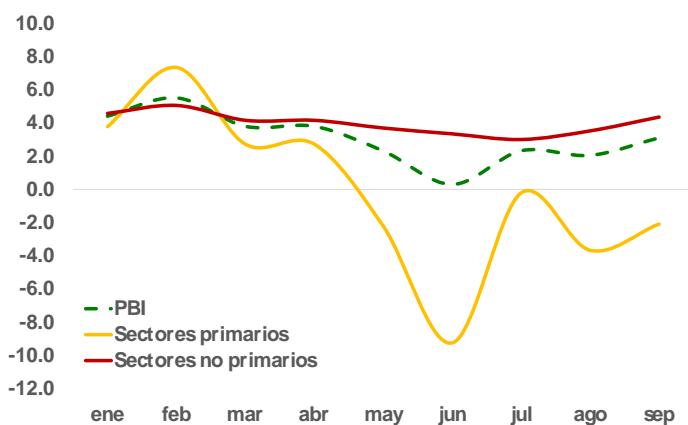
Chile	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento del PIB (%)	5,8	5,4	4,1	1,8	2,7
Consumo Privado (%)	8,9	6,0	5,6	2,8	3,0
Inversión (%)	14,4	12,2	0,4	-4,5	2,0
Tasa de Desempleo (%)	7,1	6,4	5,9	6,7	7,2
Inflación - IPC (%)	4,4	1,5	3,0	4,3	3,5
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	5,25	5,00	4,50	3,00	3,50
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	517	477	529	590	610
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-3,4	-3,4	-1,8	-2,5
Resultado del Gobierno Central (%PIB)	1,3	0,6	-0,6	-2,3	-2,5

Fuente: *Gemines*

PBI del tercer trimestre

La economía peruana creció en junio de este año apenas 0.3%, influida negativamente por los sectores primarios (ver gráfico 1 y 2): a) la caída del sector agrícola en 5.6%, b) la caída del sector pesca en 30.7%, c) la caída del sector de minería e hidrocarburos en 5.9% y, como consecuencia de lo anterior, d) una caída en el subsector de manufactura primaria en 22.6%.

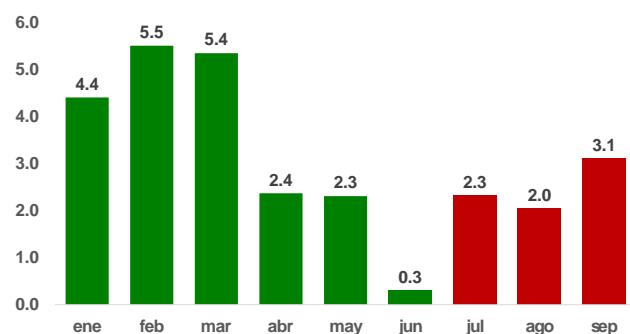
Gráfico 1 – PBI mensual según grandes sectores (Var. % anual)



Fuente: BCRP. Elaboración y proyección: Macroconsult.

Estas negativas condiciones no se repetirían en los próximos meses. Como se puede ver en el gráfico 1, para julio se espera un repunte de los sectores primarios, tal como indican los datos adelantados de algunos sectores reportados por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). Estos indican que el sector agropecuario creció 1.6%, el sector pesca creció 13.4% y que el sector de minería e hidrocarburos cayó 1.6%. Detrás de la menor baja en la producción minera se encuentra la producción de zinc, que pasó de caer casi 21% en junio a crecer 6% en julio. Así, se espera que en julio, los sectores primarios presenten una caída marginal de 0.2%, mientras que los sectores no primarios lo harían a 3%.

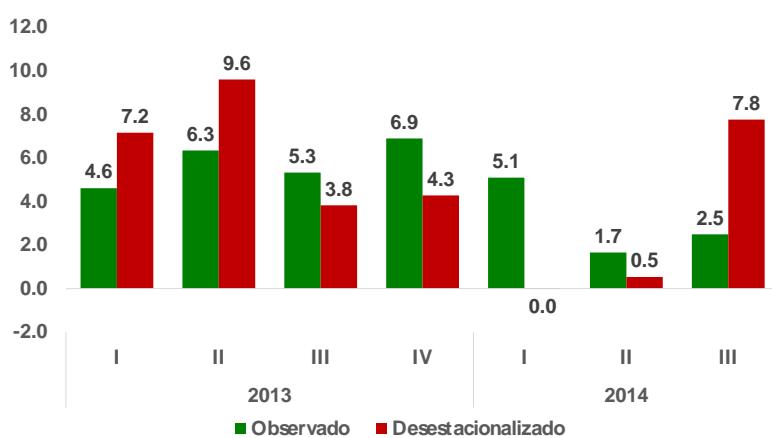
Gráfico 2 – PBI mensual (Var. % anual)



Fuente: BCRP. Elaboración y proyección: Macroconsult.

En el tercer trimestre, tal como se ve en el gráfico 3, tendríamos un crecimiento de 2.5%, gracias a la menor caída de la producción primaria, explicada principalmente por los sectores agropecuario (1.2%) y de minería e hidrocarburos (-2.5). Lo importante de esta relativa mejora en el tercer trimestre es que implica un cambio de tendencia en el ciclo económico peruano, tal como lo señalan las barras rojas en el gráfico 3, el crecimiento desestacionalizado y ajustado por días laborables. Bajo esta perspectiva, los dos primeros trimestres tuvimos crecimientos que apenas superaron el cero, mientras que en el tercer trimestre tendríamos un importante rebote, creciendo 7.8%.

Gráfico 3 – PBI trimestral (Var. % anual)



Fuente: BCRP. Elaboración y proyección: Macroconsult.

Principales proyecciones para 2014 y 2015

Perú	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento del PIB (%)	6,5	6,0	5,8	3,2	6,0
Consumo privado (%)	6,0	6,1	5,4	4,7	5,3
Inversión privada (%)	11,0	15,6	6,4	0,4	5,1
Tasa de desempleo (%)	5,1	4,7	4,8	4,8	4,3
Inflación, Lima Metropolitana (%)	3,4	3,7	2,8	3,0	3,0
Tasa de referencia - BCRP (%)	4,3	4,3	4,0	3,5	3,8
Tipo de cambio S/. Por US\$ (fin de período)	2,8	2,6	2,7	2,9	2.95 - 3.00
Cuenta corriente de la BP (% de PIB)	-1,9	-3,1	-4,5	-5,4	-4,5
Resultado económico del setor público (% del PIB)	1,9	2,2	0,9	0,2	-0,3

Fuente: Macroconsult

Si hay alguna palabra para describir al gobierno de Nicolás Maduro es inacción. Desde hace meses los agentes económicos esperan la implementación de medidas de ajuste, pero hasta la fecha no hay ninguna medida concreta y el tiempo se agota.

Se tenía la percepción de que Ramírez tenía el control en la toma de decisiones económicas y su plan había sido aceptado totalmente por el Ejecutivo. Ramírez había ampliado su poder en la toma de decisiones al desplazar a otros actores clave, sin embargo no pudo convencer a al presidente Maduro de la pertinencia de su plan de medidas ya las mismas eran costosas en el corto y mediano plazo (en términos de bienestar y de impacto social) y el 02 de septiembre el presidente Nicolás Maduro cambió de nuevo su tren ministerial, y Ramírez, ahora ex presidente de Pdvsa, pasó a tener un rol más político y ahora se encuentra alejado de la toma de decisiones del plan de ajuste.

Quizá el anuncio más resaltante de la cadena del día 02 de septiembre, es que una figura como Rafael Ramírez, asociada al ala pragmática del oficialismo, fue apartada de todo el ámbito económico y suplantada en la Vicepresidencia del Área Económica por el general Rodolfo Marco Torres, quién además fue ratificado al frente del Ministerio de Finanzas y Banca Pública. En el Ministerio de Petróleo y Minería, designaron a Asdrúbal Chávez y en la presidencia de Pdvsa a Eulogio del Pino.

De esta manera, y a la luz de estos cambios en el tren ministerial, podemos apreciar que los grandes ganadores en la pugna dentro del Gobierno fueron la facción radical y militar. En Ecoanalítica consideramos que dichas facciones han resultado ser aliadas naturales en tanto comparten un gusto por el control y la planificación y harán todo lo que se encuentre en sus manos para mantener el statu quo, incluso cuando esto signifique tomar medidas incompletas, que solo sirven como paños calientes.

Como observamos el ajuste queda pendiente, en Ecoanalítica consideramos que el Gobierno va a tomar algunas medidas, las cuales serán una mezcla de lo que han propuesto los diferentes actores dentro del chavismo. El ajuste cambiario será tímido, por lo que el financiamiento monetario desde el BCV a las empresas públicas no financieras en especial Pdvsa continuará estando presente y presionará la demanda de divisas en el mercado no oficial.

Por otro lado en el último trimestre del año, la República debe cancelar entre Pdvsa y el Ministerio de Finanzas US\$6.323 millones por vencimientos de deuda externa. En la última semana han surgido ciertos temores por parte de los inversionistas de que el Gobierno no pueda cumplir sus compromisos de pago de los bonos pautados. Sin embargo en Ecoanalítica no consideramos un escenario de incumplimiento de pago en el corto y mediano plazo.

Por ahora seguimos un escenario de alta incertidumbre, por la falta de políticas y claridad en el rumbo económico en el país, y como resultado la inflación acumulada en los primeros 8 meses del año es de 39,8%, retrasos en las liquidaciones de divisas al

sector privado y por lo tanto una producción nacional casi totalmente paralizada generando una escasez estructural en el país. ■

Principales proyecciones para 2014 y 2015

Venezuela	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento del PIB (%)	4,2	5,6	1,3	-2,5	-1,6
Consumo final de los hogares (%)	4,0	7,3	4,4	-5,4	-2,9
Inversión (%)	4,4	23,3	-9,0	-4,8	-0,6
Tasa de desempleo (%)	8,2	7,8	7,5	8,2	8,8
Inflación (INPC)	27,6	20,1	56,2	79,3	92,8
Tasa Overnight	8,00	0,87	1,73	NA	NA
Tasa de cambio VEB/US\$	4,3	4,3	6,3	6,3	11,0
Cuenta corriente (% del PIB)	7,8	2,9	2,5	4,3	5,7
Resultado nominal del sector público restringido (% del PIB)	-11,6	-15,5	-14,5	-11,5	NA

Fuente: *Ecoanalítica*