

Argentina

[El nuevo gobierno deberá definir la trayectoria del dólar oficial. \(Ecolatina\).....Página 2](#)

Brasil

[Aumentam as chances de impeachment da presidente \(Tendencias\).....Página 4](#)

Chile

[Cada día puede ser peor... \(Gemines\).....Página 6](#)

Colombia

[¿Por qué está aumentando la inflación en Colombia? \(Econometría\).....Página 8](#)

Ecuador

[El país está oficialmente en recesión \(CORDES\).....Página 10](#)

México

[Temas estratégicos para México... \(Consultores Internacionales\).....Página 12](#)

Perú

[La economía peruana se ve afectada por condiciones externas \(Macroconsult\)...Página 14](#)

Uruguay

[El país continúa captando capitales del resto del mundo \(Oikos\).....Página 16](#)

Venezuela

[Venezuela: 2016 un abanico de posibilidades. \(Ecoanalítica\).....Página 18](#)

El nuevo gobierno deberá definir la trayectoria del dólar oficial

Con las elecciones presidenciales de por medio, el principal desafío del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner era, en primera instancia, garantizar la estabilidad cambiaria para desalentar el ahorro en dólares y fomentar así el consumo interno (variable objetivo de la política económica) y, en segundo lugar, conseguir un influjo de divisas suficiente como para reactivar la actividad.

Gracias a la reapertura del financiamiento externo (en el plazo de un año ingresaron por la cuenta capital aproximadamente US\$ 18.500 M), en la primera mitad de 2015 las expectativas de devaluación se diluyeron: la brecha cambiaria bajó al 40% y las reservas brutas volvieron a crecer gracias a los yuanes chinos. Bajo este clima de estabilidad, el gobierno consiguió relajar las presiones sobre el tipo de cambio nominal, que se deslizó a una tasa del 1% promedio mensual hasta casi finales del tercer trimestre del año.

Fruto de la calma cambiaria, la inflación se redujo tras la aceleración que mostró en 2014. Por caso, este año la suba de precios mostró la desaceleración más importante desde 2009: en un año la variación interanual del IPC Ecolatina se redujo más de 10 p.p., hasta estabilizarse en 27%.

Pero además de la estabilidad del dólar oficial, la desinflación estuvo apoyada, una vez más, en el congelamiento de las tarifas públicas, y en un contexto externo en el que la caída de los precios de los commodities internacionales y de las monedas de nuestros principales socios comerciales (con Brasil a la cabeza) contuvieron el alza de los costos de los bienes importados.

Por su parte, los salarios evidenciaron un incremento nominal similar al de 2014 (+29,5% i.a. vs. 30,2%, en los primeros ocho meses del año), pero en términos reales, los ingresos recuperaron parte de su poder de compra gracias a la desaceleración de la inflación. Sin embargo, esta mejora fue menor a la esperada, siendo que 2015 se trataba de un año electoral. Las causas de ello deben buscarse en la intención del gobierno de contener las presiones inflacionarias y concentrar los aumentos salariales en los meses más importante en términos electorales.

Para el cierre del año no proyectamos una modificación significativa en la tendencia que mostraron hasta el momento las tres variables: con una inflación en torno al 27,5% anual, mientras que los salarios crecerán por arriba de los precios (+30,8%), el tipo de cambio nominal lo hará claramente por debajo (+16,5%). Producto de esto último, 2015 profundiza la pérdida de competitividad externa, condicionando el inicio del nuevo ciclo político.

El próximo gobierno iniciará su mandato con un tipo de cambio real atrasado como a fines de la Convertibilidad, reservas netas prácticamente nulas, y un complejo sistema de restricciones a la demanda de divisas que afecta el normal funcionamiento de la economía. Aunque está claro que se deberá avanzar en una agenda para atraer divisas (reapertura del financiamiento externo), el nuevo gobierno deberá primero definir la trayectoria del dólar oficial.

Por un lado, la continuidad de la política cambiaria de “profundizar el atraso” desplegada durante 2015 no es sostenible (con las reservas en niveles mínimos existe el riesgo de una crisis cambiaria): la elevada inflación le pone un piso alto a la depreciación del dólar oficial en 2016. Pero por otra parte, una devaluación significativa podría desatar una carrera entre precios, salarios y tipo de cambio de la que, aún con políticas contractivas, sea muy difícil frenar. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Argentina	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PBI (%)*	-0,4	3,3	-1,8	1,0	0,9
Consumo (%)*	1,9	4,1	-1,4	1,0	0,8
Inversión (%)*	-7,4	7,0	-7,5	1,4	2,8
Tasa de desempleo promedio anual (%)*	10,2	9,6	10,5	11,1	11,7
Inflación - IPC (%)*	24,5	27,2	37,7	27,5	32,1
Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)	13,8	16,9	22,6	20,9	28,5
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	4,9	6,3	8,5	10,0	13,2
Cuenta Corriente* (% PBI)	0,0	-2,0	0,2	-2,5	-2,4
Resultado Primario Nacional genuino** (% PBI)	-0,6	-1,6	-2,7	-4,2	-3,6

Fuente: *Ecolatina*

* Estimaciones propias de Ecolatina (no oficiales)

** Excluye DEGS, traspasos y utilidades del BCRA

Aumentam as chances de impeachment da presidente

A possibilidade de interrupção do mandato voltou com força em função de duas decisões oriundas de órgãos do Estado brasileiro: 1) parecer pela rejeição das contas orçamentárias de 2014 pelo Tribunal de Contas da União (TCU) e 2) continuidade de investigação das contas da campanha da chapa vitoriosa na eleição presidencial. A conjuntura reforçou os riscos para a manutenção da presidente Dilma como chefe de governo, seja pela via política (impeachment), seja pela judicial (cassação de mandatos).

Em boa medida, as decisões vieram em linha com os sinais antecedentes decorrentes dos órgãos de controle. De um lado, o reconhecimento das “pedaladas fiscais” já era algo bastante consolidado (restando o questionamento da legalidade) ao passo que as denúncias decorrentes da operação Lava Jato trouxeram novos fatos, que podem alterar a percepção da Justiça com relação à corrida eleitoral.

No plano político, a chance de interrupção do mandato deve fortalecer a aliança tácita entre a oposição e Eduardo Cunha. O peemedebista deve sofrer forte pressão política para deixar o cargo. Nesse sentido, o papel do presidente da mesa em construir ambiente institucional deve ser importante para dar sobrevida a Cunha, em meio às acusações decorrentes da operação Lava Jato.

O presidente da Câmara, a despeito da pressão, pode antecipar o debate em torno do impeachment em estratégia com a oposição. A tendência é de que Cunha rejeite os pedidos de abertura do processo, dando espaço para o plenário da Câmara entrar com recurso. Assim, por maioria simples, um órgão colegiado poderia dar início ao processo.

De saída, a simples retomada do debate reforça o cenário básico de que o governo não deve responder à altura o desafio de minimizar a percepção de risco fiscal. As bases políticas para a realização do superávit primário sinalizado pelo governo ainda não foram construídas. A decisão do TCU reduz ainda mais o espaço para a efetivação da agenda fiscal, dado o reforço dos obstáculos ao aumento da carga tributária, em particular da CPMF. A tendência é de que o governo precise recorrer a outras fontes de aumento de tributos (por exemplo, a CIDE) para minimizar o complicado quadro fiscal.

A expectativa dos agentes econômicos em torno de um rápido desfecho para a crise política não deve ser acompanhada pelos líderes partidários. O mundo da política deve seguir bastante vagaroso, quando comparado às demandas dos agentes para a recuperação da confiança. A tendência é de um longo processo para a solução do destino do mandato presidencial.

A decisão do TCU, em si mesmo, não gera nenhum efeito jurídico mais significativo, pois se trata de um órgão auxiliar do Congresso Nacional nas suas atribuições de fiscalização

e controle. A decisão que, de fato, importa para o processo de impeachment é a do Poder Legislativo.

Do ponto de vista político, cabe ao presidente do Senado, Renan Calheiros, ditar o ritmo da apreciação pelo Congresso. Ele é responsável pelo agendamento das sessões legislativas para a votação do relatório. Em tese, a Câmara não precisaria esperar a decisão em torno das contas públicas para caminhar com abertura de processo contra a presidente. Todavia, a falta de decisão do Congresso sobre as contas enfraquece juridicamente o argumento do impeachment.

Além disso, o processo de impeachment pode ser estendido pela via da judicialização. O governo pode, em algum momento, recorrer ao STF, sob o argumento de que as infrações cometidas configurariam atos “estranhos” ao exercício do mandato atual.

Um efeito já contratado da decisão do TCU é dificultar ainda mais a reconstrução da base aliada. A reforma ministerial desenhada pela presidente mostrou-se insuficiente para acomodar as divergências na base aliada por duas razões fundamentais: 1) racha no PMDB da Câmara e 2) e barganha dos demais partidos da base. O governo, nesse momento, tem um apoio “fiel” ligeiramente acima do necessário para barrar o impeachment. A crescente pressão, por sua vez, pode mudar esse jogo.

A manutenção desse quadro de incerteza política mantém o viés negativo para as expectativas dos agentes. Os sinais mais recentes sugerem que a inflação deve seguir bastante pressionada por conta da pressão cambial e dos ajustes administrados acima do esperado. Nesse sentido, reforçam as chances da manutenção da atual taxa de juros em um longo período. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016.

Brasil	2013	2014	2015	2016
Crecimiento do PIB (%)	2,7	0,1	-2,8	-1,0
Consumo (%)	2,9	0,9	-2,2	-0,9
Investimentos (%)	6,1	-4,4	-14,6	-7,0
Taxa de desemprego (%)	5,4	4,8	7,0	9,0
Inflação - IPCA (%)	5,9	6,4	9,6	6,5
Taxa nominal de juros - Selic (%)	10,00	11,75	14,25	12,00
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,34	2,66	3,95	4,20
Conta corrente (% PIB)	-3,8	-4,4	-4,9	-5,1
Resultado nominal do setor público (% PIB)	-3,1	-6,2	-9,2	-7,0

Cada día puede ser peor...

Las expectativas recibieron un nuevo golpe con la publicación del dato de actividad agregada mensual para agosto (IMACEC), que mostró una variación de apenas 1,1% en doce meses y que se contrajo 1% respecto al mes anterior en términos desestacionalizados. Para hacer las cosas peor, la base de comparación en agosto de 2014 era la más baja del año pasado y, habiendo sido el tercer trimestre de 2014 el más débil del ejercicio anterior, era esta la oportunidad para lograr mejorar un poco los resultados del presente año. En consecuencia, todo indica en la actualidad que será difícil lograr un crecimiento de la economía que supere el 2% este año. Crecientemente, se hace difícil que el 2016 exceda esta misma cifra, en un escenario externo que se visualiza como potencialmente más complicado que el actual y uno interno que, al contrario de lo que pueda pensarse, podría ser políticamente más complejo aún.

La inflación le dio un respiro a l Banco Central en septiembre al ubicarse por debajo de las expectativas del mercado (0,5% versus 0,6%-0,7%). Sin embargo, la inflación en doce meses, no obstante que bajó de 5,0% a 4,6%, sigue por sobre el techo del rango meta (4%) por décimo octavo mes consecutivo, si se incluye en esta serie el 4,0% de mayo pasado. Si bien esto hace más difícil la decisión del instituto emisor para la reunión de política monetaria del 15 de octubre, cuyo comunicado se conocerá después del cierre de este informe, existe un cierto consenso de que no puede hacer otra cosa que no sea validar el sesgo alcista que, con toda claridad señaló en la minuta de la reunión anterior, respecto de lo cual, además, ha estado insistiendo de manera persistente por varios meses. Si se concreta el alza, la TPM quedaría en 3,25%, instancia todavía claramente expansiva y que tendrá, principalmente, el efecto de dar una señal al mercado y frenar el riesgo de pérdida de credibilidad de la institución. Complica más la decisión de esta semana la revaluación y estabilización del peso, cuya devaluación ha sido la principal fuente de presiones inflacionarias y que, luego de llegar a \$706 por dólar el 25 de septiembre, ha tendido a revaluarse ubicándose en torno a \$680 recientemente. Alguna recuperación del cobre, la debilidad del dólar en los mercados internacionales y, en general, una percepción más benigna de la situación externa explican este resultado. No obstante lo anterior, nada asegura que estas tendencias se mantengan y bien podría ocurrir lo contrario, exacerbando las presiones inflacionarias y, eventualmente, una pérdida del anclaje de las expectativas de inflación.

Las últimas semanas han estado dominadas por la información que se ha ido publicando respecto del tema presupuestario. Tal como se esperaba, el crecimiento previsto para el gasto público real en 2016 será sustancialmente más bajo que este año (4,4% versus 8,4%), no obstante lo cual el déficit efectivo se mantendría prácticamente igual al de 2015 (3,2% versus 3,3%), mientras que aquel cíclicamente ajustado bajaría de 1,6% del PIB este año a 1,3% en 2016. Los supuestos utilizados para construir el presupuesto son bastante realistas, pero mantienen un sesgo optimista. El crecimiento previsto para este año se ubica en 2,25% y el de 2016 en 2,75%, excediendo las proyecciones privadas, pero la

estimación de crecimiento de la demanda interna, fundamental para proyectar la recaudación del IVA, parece razonable, 1,5% este año y 2% el próximo.

Más allá de los detalles y considerando las muy fuertes presiones de gasto existentes, el Ministro de Hacienda parece estar logrando imponer una vuelta a la disciplina fiscal, estableciendo una trayectoria de convergencia del déficit cíclicamente ajustado desde 1,6% del PIB este año a 0,5% en 2019, ya en el próximo gobierno. No obstante lo anterior, los riesgos existentes son considerables. Las proyecciones, con supuestos relativamente optimistas, para el período 2017-19, muestran que, en los primeros dos años, los gastos ya comprometidos exceden aquellos compatibles con la reducción prevista en el déficit cíclicamente ajustado. Si bien la diferencia es pequeña, parece poco probable que se puedan producir ajustes en el gasto que permitan cumplir la trayectoria diseñada de reducción en el déficit. Por otro lado, juega, a favor y en contra, el hecho que la situación fiscal es todavía robusta, ya que la deuda pública bruta será de 18% del PIB a fines de este año y todavía será negativa en términos netos. Esto juega a favor porque da más flexibilidad para lograr la convergencia fiscal, pero en contra porque no existe ninguna presión por lograr los avances necesarios. En consecuencia, lo más probable es que el escenario fiscal se siga deteriorando en los próximos años, aunque es difícil anticipar qué tan malo puede llegar a ser.

Las cuentas externas, por su parte, siguen mostrando un deterioro sostenido. Las exportaciones a septiembre acumulan una caída de 13,7% y es un hecho que serán las más bajas desde 2009. Las importaciones han seguido un camino parecido y acumulan una caída de 14% en los primeros nueve meses del año. Esto ha permitido preservar el superávit comercial, que supera los US\$5.300 millones a septiembre (US\$6.000 millones en igual período de 2014) y los uS\$7.000 millones en los últimos doce meses. Por otro lado, la cuenta corriente acumula un superávit de casi US\$2.000 millones en el primer semestre y un déficit de poco más de US\$300 millones en los últimos cuatro trimestres, de manera que no existe un problema de ajuste pendiente en las cuentas externas ni la necesidad de financiar un déficit elevado bajo condiciones internacionales complejas. El cierre de la brecha de cuenta corriente, por otro lado, probablemente puede ser interpretado como que se han creado holguras de capacidad que podrían permitir crecer por sobre el potencial durante algún tiempo en el futuro. No obstante lo anterior, ello se ve poco probable antes de 2018. ■

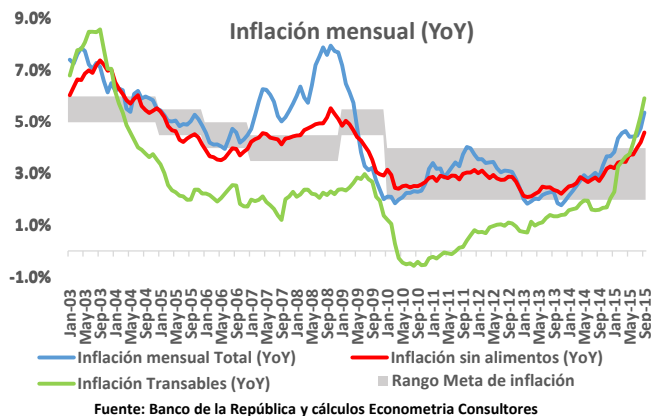
Principales proyecciones para 2015 y 2016.

Chile	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,1	1,9	2,0	2,0
Consumo Privado (%)	5,6	2,2	1,9	2,0
Inversión (%)	0,4	-6,1	-2,0	2,4
Tasa de Desempleo (%)	5,9	6,4	6,6	7,0
Inflación - IPC (%)	3,0	4,6	4,6	3,7
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	4,5	3,0	3,25	3,5
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	529,0	613,0	685,0	710,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,4	-1,2	-0,2	-0,5
Resultado del Gobierno Central (% PIB)	-0,6	-1,6	-3,2	-3,5

¿Por qué está aumentando la inflación en Colombia?: El impacto de la devaluación y el Niño sobre la inflación, y la respuesta de política monetaria

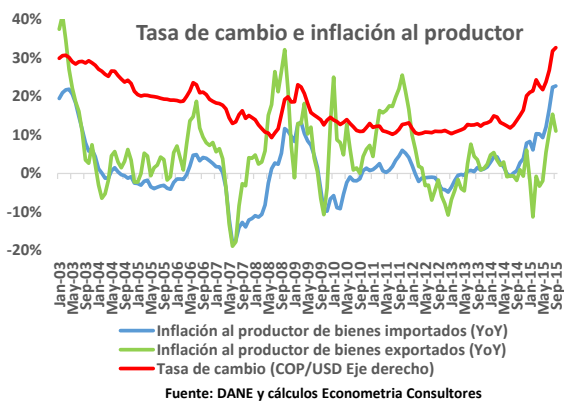
Desde comienzos del año 2000, la inflación en Colombia ha presentado una tendencia decreciente junto con una mayor estabilidad. Del año 2001 al 2005 el crecimiento interanual promedio en los precios fue de 6.48%, mientras que del 2011 a la actualidad la inflación se ubicó en un promedio de 3.13%.

La incorporación de la política de inflación objetivo en 1991 implementada por el Banco de la República, y el enfriamiento de la economía después de la recesión de 1998-99 explicó en gran medida este cambio de la dinámica inflacionaria. En los años noventa, la política de inflación objetivo consistió en fijar una meta puntual de inflación y desde el 2002 el Banco anuncia para el siguiente año un rango meta alrededor de la meta puntual. Antes del 2010 el rango tenía una amplitud de un punto porcentual, a partir de ese año el margen de maniobrabilidad de las herramientas de política monetaria incrementó, actualmente la amplitud de rango meta es de dos puntos porcentuales.



Fuente: Banco de la República y cálculos Econometría Consultores

Ahora bien, desde febrero del presente año la inflación ha sobrepasado el rango superior de la meta. En septiembre de 2015, la inflación se ubicó en 5.35%, lo cual fue un dato inesperado dado que el consenso de los analistas encuestados por Bloomberg sobre sus pronósticos de inflación fue de 5.00%, con un máximo y un mínimo de 5.14% y 4.87% respectivamente. La senda alcista de la inflación está explicada principalmente por dos factores: la fuerte devaluación del peso frente al dólar y el efecto del fenómeno del Niño sobre la oferta de alimentos.



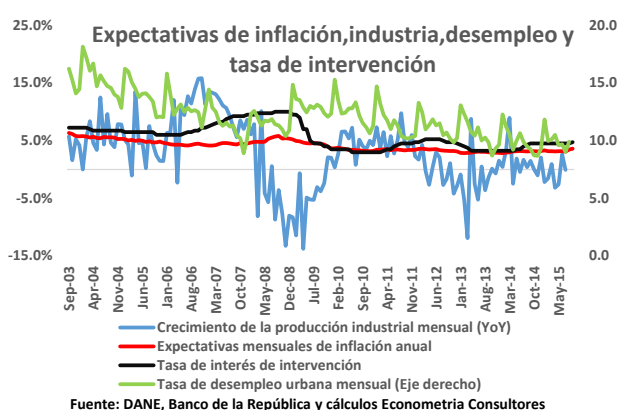
Fuente: DANE y cálculos Econometría Consultores

La reciente devaluación del peso a causa del menor flujo de divisas por los bajos precios del petróleo ha afectado la inflación de varias formas: La devaluación encarece los bienes importados, tanto finales como intermedios, de esta manera las empresas que utilizan insumos importados ven incrementados sus costos de producción, y estos también se transmiten en mayores precios de los bienes finales. De la misma forma, una mayor devaluación genera un incremento de la demanda externa por bienes

nacionales que puede desabastecer el mercado interno. Sin embargo, dada la desaceleración de los principales socios comerciales de Colombia, este último efecto es débil.

El clima también ha tenido un impacto significativo en la inflación en Colombia, especialmente en el mercado de alimentos que representan el 28.21% de la canasta al consumidor. En septiembre de 2015, la inflación de los alimentos se ubicó en 7.3%, contribuyendo en 2.06 puntos porcentuales de los 5.35% de la inflación total. El crecimiento de los precios de los alimentos estuvo explicado principalmente por el crecimiento de las hortalizas y legumbres (32% YoY) y de los cereales (13% YoY), los cuales contribuyeron 1.1 puntos porcentuales del 5.35% de la inflación total.

A finales de septiembre el Banco de la República decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 puntos básicos, situándose en 4.75%. La Junta tomó la decisión frente al aumento del riesgo de un aumento duradero de la inflación y de un desanclaje de las expectativas de inflación del rango meta, esto frente a un riesgo inalterado de una desaceleración excesiva. ■



Principales proyecciones para 2015 y 2016

Colombia	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%) ¹	4,9	4,6	3,1**	3,2**
Consumo (%) ¹	5,0	4,7	2,6**	2,6**
Inversión (%) ¹	5,6	11,7	-4,7**	-2,7**
Tasa de desempleo promedio anual (%) ²	9,7	9,1	8,9	8,4
Inflación - IPC (%) ³	2,02	2,90	5,8**	6,1**
Tasa de cambio - TRM(\$/US\$) ³	1.868	2.001	2.486**	2.737**
Déficit en cuenta corriente (% del PIB) ³	-3,3	-5,2	N.A	N.A
Balance del GNC (% PIB) ³	-2,4%	-2,4%	N.A	N.A

Fuentes de datos históricos: 1/ Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE; 2/ Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE. Se calcula con base en el promedio estimado de la tasa de desempleo mensual; 3/ Banco de la República **/ Modelo de consistencia macroeconómica de Econometría Consultores.

El país está oficialmente en recesión

El 30 de septiembre el Banco Central del Ecuador (BCE) publicó los resultados de cuentas nacionales del segundo trimestre del año. Según esas cifras la economía ecuatoriana está técnicamente en recesión, ya que acumula dos caídas trimestrales consecutivas (-0,1% entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015 y -0,3% entre el primer y el segundo trimestre de este año). El mismo día el organismo oficial dio a conocer su proyección de crecimiento revisada para 2015: 0,4%, muy por debajo del 1,9% que se preveía hasta entonces. En CORDES manejamos desde agosto la proyección de crecimiento de 0,4% para 2015. No descartamos, sin embargo, volver a revisarla a la baja cuando contemos con más información sobre la evolución de la economía en el tercer trimestre.

En términos interanuales, el PIB registró en el segundo trimestre un crecimiento de 1%, la tasa más baja desde el primer trimestre de 2010. En la primera mitad del año la economía acumula un crecimiento interanual de 2,1%. Tomando en cuenta esta cifra, en el segundo semestre el PIB debería contraerse 1,3% (en términos interanuales) para llegar al crecimiento de 0,4% proyectado para el año completo. Si se hace el mismo análisis para los componentes del PIB por el enfoque del gasto, las exportaciones deberán contraerse 9%, las importaciones 17%, la formación bruta de capital fijo 23%, el consumo del gobierno 1,9% y el consumo de los hogares 1,8%.

Respecto a este último componente, que representa alrededor del 60% del PIB total, algunos indicadores alternativos dan cuenta de su contracción. En mayo, junio y agosto (última información disponible), las recaudaciones de IVA mostraron variaciones interanuales negativas (en julio la Ley de Remisión de Intereses, Multas y Recargos Tributarios permitió un aumento pasajero en las recaudaciones). Además, la inflación, que entre abril y junio había mostrado un repunte, como consecuencia en gran medida de las salvaguardias, ha registrado una notoria desaceleración en el tercer trimestre. En julio, agosto y septiembre la variación mensual del IPC fue menor que en los mismos meses de años anteriores y la inflación acumulada, que en junio llegó a 3,08% (la más alta desde 2008), subió apenas 0,19 puntos porcentuales en los tres meses siguientes. Esta desaceleración en el aumento de los precios, que nos ha llevado a revisar nuestra proyección de inflación anual para diciembre a 3,9%, no puede ser adjudicada a un incremento en la oferta, ya que la de productos importados está limitada por las medidas restrictivas (cupos y salvaguardias) impuestas por el Gobierno, mientras que la oferta local, según el propio BCE, está en una etapa recesiva.

Pese a que el calendario de publicaciones así lo estipulaba, el BCE no dio a conocer sus proyecciones de crecimiento para 2016. El FMI, que prevé que este año la economía ecuatoriana se contraerá 0,6%, proyecta un leve crecimiento de 0,1% para el próximo. En CORDES creemos que en 2016 –cuando el presupuesto estatal, según ha anticipado el Ministerio de Finanzas, tomará como referencia un precio del petróleo no mayor a USD 40 por barril (lo que provocará una nueva contracción en el gasto de inversión), cuando la disponibilidad de financiamiento a través de preventas de petróleo y colocaciones de

bonos en los mercados internacionales será menor que en este año (a menos que el Gobierno consiga bajar el riesgo país, que actualmente supera los 1.400 puntos) y cuando la inversión privada, ya afectada por la inestabilidad jurídica y por el pesimismo de los empresarios sobre el futuro de la economía, sufrirá también una menor oferta de crédito bancario— la economía ecuatoriana registrará una contracción del orden del 2,5%.

Respecto al FMI, circulan rumores sobre una posible negociación para que este organismo le otorgue al Ecuador un crédito de entre USD 2.500 y 3.000 millones. Si bien el Ministro Coordinador de Política Económica ha descartado esa opción, el Gobierno ha empezado a tomar algunas medidas que lucen coherentes con el ajuste que el FMI seguramente exigirá para conceder un crédito al país: la empresa estatal de petróleo y la más grande del país, Petroecuador, anunció a inicios de octubre el despido de 300 empleados y, más importante aún, su intención de vender (privatizar) su red de gasolineras y de eliminar el subsidio a la gasolina premium.

El BCE también publicó la balanza de pagos del segundo trimestre. Si bien en ese período la contracción de las importaciones permitió reducir el déficit en cuenta corriente, para el acumulado del primer semestre el rojo llega a USD 1.196 millones (frente al superávit de USD 796 millones de igual período de 2014). Ese déficit ha podido ser compensado con un abultado superávit (USD 1.935 millones) en la cuenta financiera, conseguido a costa de mayor endeudamiento externo. Si esa fuente de divisas se cierra, el país empezará a sentir una contracción en su oferta monetaria (creemos que esa contracción no será muy pronunciada, dada la marcada caída de las importaciones en los últimos meses por el menor nivel de actividad). Otras fuentes no podrán compensar la ausencia de financiamiento externo: las remesas que envían los ecuatorianos residentes en el exterior cayeron en cerca de USD 100 millones en el primer semestre (a lo que se suma que el envío de remesas desde el Ecuador ha crecido) y la inversión extranjera directa sumó apenas USD 254 millones, equivalentes al 0,25% del PIB. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Ecuador	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	4,6	3,8	0,4	-2,5
Consumo privado (%)	3,2	3,9	1,3	0,8
Inversión (%)	10,7	3,7	-9,1	-7,8
Tasa de desempleo urbano (%)	4,9	4,5	5,7	7,1
Tasa de subempleo urbano (%)	43,2	43,8	45,4	47,5
Inflación nacional urbana (%)	2,7	3,6	4,3	3,9
Tasa Activa de referencia - BCE (%)	8,2	8,1	8,0	8,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	-0,6	-4,1	-2,0
Resultado primario del sector público (% del PIB)	-3,6	-4,3	-5,7	-3,5

Fuente: CORDES

Término de negociaciones del TPP

El 5 de octubre concluyó la negociación del Acuerdo Estratégico Transpacífico de Asociación Económica (TPP), considerado como el **acuerdo comercial más importante del siglo XXI**. El TPP fue acordado entre 12 economías (con Australia, Brunei Darussalam, Canadá, Chile, Estados Unidos, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Perú, Singapur y Vietnam), sumamente dispares entre sí, las cuales ahora forman, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, un mercado de 812 millones de personas que equivale al 27% del PIB mundial.

El Gobierno Federal ha planteado que con el acuerdo se accedería a una oferta exportable de más de 150,000 millones de dólares en los sectores automotriz, eléctrico-electrónico, agroindustrial, químico, acerero, perfumería y cosméticos. Además, las exportaciones nacionales crecerían en un monto similar en cinco años. En especial, las nuevas oportunidades de negocio para el sector productivo mexicano se centran en seis mercados de Asia-Pacífico: Australia, Brunei, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur y Vietnam.

Sin embargo, el común denominador, son las inquietudes que produce el TPP, fundamentalmente por la falta de conocimiento del mismo. México entró al acuerdo en octubre de 2012 y en estos 3 años lo que sigue prevaleciendo es incertidumbre de los impactos previsibles a mediano y largo plazo qué política industrial se establecerá. Resulta fundamental conocer las proyecciones de riesgo y oportunidad que éste representa.

Como en toda negociación comercial, existen sectores que pueden verse más afectados y/o beneficiados que otros. Los más importantes puntos de discusión, con intereses en México, fueron la apertura de los mercados de autopartes y de productos lácteos y la extensión de los plazos de patentes de medicamentos. En este contexto, el acuerdo es visto como una amenaza por un parte de grupos de interés que van desde las pymes y sus trabajadores de la industria automotriz, del textil hasta los productores de leche (sector poco competitivo en México).

Nuestro país tiene una balanza comercial positiva de poco más de 101 mil millones de dólares (mdd) frente al bloque. Sin embargo, si se excluye de la ecuación a los 5 países con los cuales ya existe un TLC (EE.UU., Canadá, Japón, Perú y Chile), la balanza pasa a ser negativa en 25,942 mdd. En este grupo encontramos a naciones altamente competitivas en sectores sensibles como lácteos (Nueva Zelanda), industria eléctrica y electrónica (Malasia y Singapur), vestido y textil (Vietnam) y azucarero (Australia), por mencionar algunos.

Finalmente, no se debe dejar de lado que dado lo ambicioso del TPP, éste tiene impactos directos sobre la vida de las personas debido a que no se sabe con exactitud lo que se acordó en materia de derechos laborales, protección de datos y patentes farmacéuticas, sólo por mencionar algunos temas de mayor sensibilidad social, medio ambiente, entre

otros. Dentro de las desventajas que genera haber negociado con países tan diferentes, quizás lo más crítico sea el proceso de transparencia y solución de controversias.

Caen las reservas internacionales

Tras la decisión de la FED de mantener inalterada las tasas de política monetaria en Estados Unidos, la incertidumbre en los mercados financieros mundiales parece haber exacerbado, con un consecuente impacto sobre el tipo de cambio. En México, la presión sobre la paridad motivó al Banco de México (BANXICO) a mantener del 1 de octubre y hasta el 30 de noviembre su mecanismo de subastas vigentes ofreciendo al mercado un monto de hasta 400 millones de dólares diarios. Ésta ha sido la receta de las autoridades para contener la depreciación de la moneda desde 2014.

El mecanismo de subastas del BANXICO persigue un doble objetivo: generar expectativas de certidumbre en el mercado financiero nacional y evitar un proceso de contaminación a los precios internos, a través del traspaso (o pass trough) del tipo de cambio. No obstante, hay que notar que conforme aumenta la oferta de dólares por parte del BANXICO poco a poco empieza a disminuir la medicina contra la depreciación de nuestra moneda, al grado que durante este mes se alcanzó su nivel más bajo desde enero de 2014, cuando llegaron a los 177,709 millones, actual mente se ubican en 179,307 millones de dólares. La disminución de las reservas internacionales es producto de dos factores convergentes: por un lado, el paulatino incremento en el monto y frecuencia de las subastas de dólares y por el otro, el deterioro de los ingresos petroleros, que representan nuestra segunda fuente de divisas. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

México	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (var %)	1,4	2,1	2,1	2,4
Consumo privado (var %)	2,2	2,0	2,0	2,3
Inversión privada (var %)	-1,5	4,8	4,4	3,7
Tasa de desempleo (%)	4,9	4,8	4,5	4,3
Tasa de Inflación (%)	4,0	4,1	2,7	2,8
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	3,8	3,0	3,0	3,3
Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)	13,0	14,5	16,9	17,2
Cuenta corriente de la BP (% de PIB)	-2,3	-2,1	-2,5	-2,5
Balance público del sector público (% del PIB)	-2,3	-3,2	-3,5	-3,0

Fuente: Consultores Internacionales, S.C.

Consumo y empleo pierden dinamismo

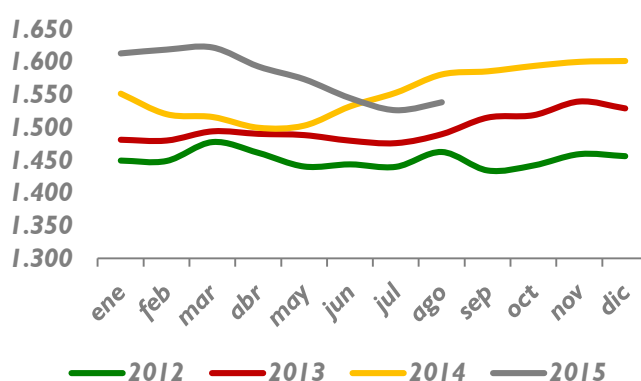
La economía peruana se encuentra afectada por las condiciones externas y respuestas imperfectas de política macroeconómica, lo que hace que este año alcancemos apenas un crecimiento de 2.8%. Pero las velocidades son distintas entre sectores. En el primer semestre de 2015 la economía peruana creció 2.4%, pero los sectores no primarios, los vinculados a la demanda interna, lo hicieron a una tasa de 1.9%. Así, son los primarios, particularmente minería, los que dinamizarían la economía en el segundo semestre, cuando esperamos un crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) de 3.2%.

Dado el bajo dinamismo de los sectores no primarios, siendo los más intensivos en fuerza laboral, el resultado se refleja en un estancamiento del empleo y caída del ingreso laboral, por consiguiente, del consumo.

Empleo e ingresos en Lima Metropolitana

En 2013, la Población Económicamente Activa (PEA) empleada crecía a un ritmo promedio de 2.5% anual. En línea con la desaceleración de la economía, la generación de empleo se desaceleró y en 2014 creció apenas 1%. La situación ha seguido este mismo curso y entre enero y agosto de este año se ha crecido en promedio 0.4% anual, llegando a mostrar tasas negativas en febrero y abril, por primera vez en siete años.

Ingreso promedio mensual, en Lima Metropolitana
(S/. de agosto 2015)



Fuente: INEI – EPE. Elaboración: Macroconsult

Hasta hace unos meses, los ingresos laborales mostraban una situación distinta. Mientras el crecimiento del empleo se iba tornando negativo, los ingresos llegaron a crecer por encima de 7%. Esta aparente contradicción tiene su explicación en cómo evoluciona la composición del empleo en términos de adecuado e inadecuado (subempleo): cuando los empresarios ven el proceso de desaceleración de la economía comienza una fuerte absorción de mano de obra adecuadamente empleada (de mayor productividad) que reemplaza al empleo de menor productividad (subempleado). Esto hizo que el promedio de los salarios crezca aunque el empleo se desacelere.

Sin embargo, este proceso ha terminado, y a partir de junio de este año, la desaceleración de los ingresos se ha hecho evidente. Así, entre junio y agosto de 2015, los salarios en Lima, en términos reales (es decir, ajustados por inflación), cayeron 1.2% anual en promedio cada mes y el ingreso promedio mensual en Lima Metropolitana, entre marzo y julio de este año cayó 5.9%.

Consumo privado

Dado menores ingresos y estancamiento en la generación de empleo formal, el consumo también se ha desacelerado. Entre los indicadores que muestran un menor dinamismo en el consumo se encuentran la venta de autos y las ventas al por menor. La venta de autos, ajustadas por factores estacionales, viene cayendo desde octubre de 2013 y no hay visos de que mejore acorto plazo. Las ventas al por menor, según información del Ministerio de la Producción, en junio crecieron 3%, con una caída de 4.8% de las ventas de las tiendas por departamento y de 6.7% de la venta de equipos. De hecho, aquellas de las tiendas por departamento muestran bajas fuertes desde finales de 2014.

Un indicador positivo es el de salidas áreas nacionales, que a pesar de la desaceleración de la economía, sigue creciendo a tasas por encima de 10% promedio entre enero y julio de 2015, inclusive más que el año pasado, cuando lo hacía alrededor de 5.5% promedio mensual.

A manera de conclusión, la caída de los ingresos familiares reales (masa salarial) parece ser una respuesta natural a la prolongada desaceleración de la economía, que como indican las proyecciones de Macroconsult, se mantendría, por lo menos, hasta el 2016.

En ese sentido, anticipamos que la situación actual se mantendría el próximo año, con el empleo creciendo apenas 1% en promedio y los ingresos reales cayendo, producto de la desaceleración y una mayor inflación (-1%). ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Perú	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,8	2,4	2,8	3,2
Consumo privado (%)	5,3	4,1	3,1	2,8
Inversión privada (%)	6,6	-1,7	-4,1	-1,7
Tasa de desempleo (%)	4,8	4,8	5,0	5,2
Inflación - Lima Metropolitana (%)	2,8	3,2	4,5	3,5
Tasa de referencia - BCRP (%)	4,00	3,25	3,50	4,00
Tipo de cambio S/US\$ (fin de período)	2,80	2,99	3,35	3,40
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,2	-4,0	-3,2	-1,8
Resultado económico del sector público (% PIB)	0,9	-0,3	-1,3	-2,9

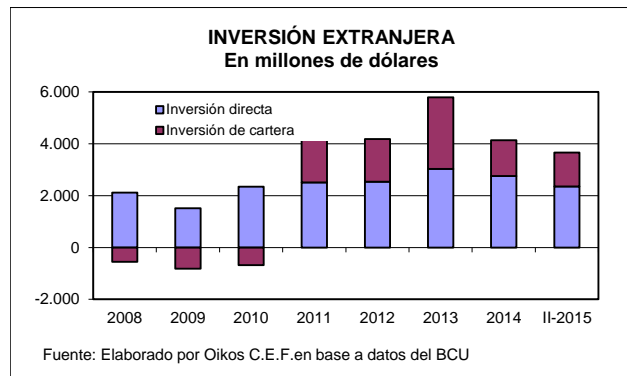
Fuente: BCRP, INEI

El país continúa captando capitales del resto del mundo

A pesar de las incertidumbres a nivel de tipo de cambio, Uruguay continúa siendo uno de los principales receptores de inversión extranjera.

Según la última información de *Balanza de Pagos* difundida por el Banco Central, en el segundo trimestre del año ingresaron al país US\$ 672 millones con destino la inversión directa, mientras que la inversión en cartera fue deficitaria en US\$ 37 millones. En el último año móvil cerrado a junio el ingreso de capitales - de manera permanente o temporal - alcanzó a US\$ 3.662 millones lo que representa el 6,5% del PBI.

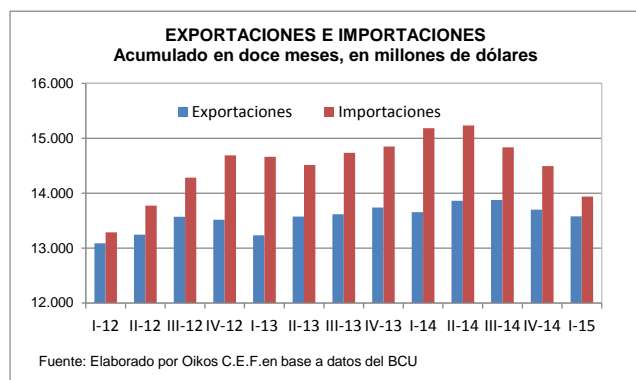
Si bien en términos absolutos el ingreso de capitales se ha reducido desde el máximo histórico de 2013 (US\$ 5.795 millones), en relación al PBI la participación se mantiene estable. Ello condice con la reciente suba (5 de junio) por parte de *Standard&Poor's* de la calificación de deuda de largo plazo de BBB a BBB- y de A-2 a A-3 la de corto plazo; ello significa subir "un escalón" dentro de la calificación de *Investment Grade*.



Cabe consignar que una parte importante de los capitales ingresados al país en el pasado reciente, financiaron las obras de construcción de la empresa Montes del Plata (procesadora de pasta de celulosa) las cuales se han concluido, lo que impacta en la reducción antedicha.

A diferencia de períodos anteriores, el ingreso de divisas a través de la *Cuenta Capital y Financiera* únicamente permitió financiar el déficit de *Cuenta Corriente* y las reservas de la autoridad monetaria no se incrementaron. Al cierre de 2014 el incremento de reservas fue por US\$ 1.360 millones y en el primer trimestre de 2015 fue por US\$ 2.253 millones, mientras que en segundo trimestre del presente se redujeron en US\$ 75 millones (todos los montos acumulados en doce meses).

Si bien las importaciones muestran un continuo descenso desde comienzos de 2014, las exportaciones también se contrajeron, y determinaron que el



déficit corriente se situó a junio en US\$ 2.330 millones (4,1% del PBI; 3,2% lo explica el sector público).

Conclusión y perspectivas. El menor ritmo de crecimiento de la actividad económica condice con menores exportaciones e importaciones, aunque no que permitió reducir el déficit de *Cuenta Corriente*. El ingreso de fondos del exterior continúa siendo relevante aunque se ha reducido tanto el correspondiente a *Inversión Directa* como de *Cartera*.

El sector privado prácticamente se encuentra en equilibrio, cuando en los años previos era deficitario en niveles próximos a cuatro puntos del producto. Lamentablemente, el sector público no acompaña dicho ajuste, lo que debe considerarse como una debilidad en el actual contexto de suba del tipo de cambio y de las tasas internacionales. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Uruguay	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	5,1	3,5	2,7	1,8
Consumo final de los hogares (%)	5,2	4,2	3,2	3,9
Inversión (%)	4,3	2,6	1,6	1,0
Tasa de desempleo (%)	6,6	6,5	7,4	7,5
Inflación - IPC (%)	8,5	8,3	9,5	8,0
Tasa de cambio \$/US\$	21,4	24,3	30,0	33,0
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: 2016 un abanico de posibilidades.

Entramos ya en el último trimestre del año. Venezuela se encuentra en medio de una crisis profunda que se manifiesta en múltiples desequilibrios. Adicionalmente, el mercado petrolero no está cerca de ser benevolente: en el último trimestre, el crudo venezolano ha caído 19,02% respecto al trimestre anterior y 54,15% en base interanual. En este año 2015 estimamos que Venezuela tenga una merma de US\$ 31.105 millones en sus ingresos externos.

Hasta la fecha, el Ejecutivo ha decidido realizar un ajuste exclusivamente externo: reducción de las importaciones (estimamos que en este año tengan una caída de 11,2%), liquidación de activos (el equivalente a US\$5.784 millones) y endeudamiento (a través de China y Citgo). Esto le ha permitido cubrir una parte del déficit externo. Pero los desequilibrios más apremiantes en materia fiscal (el déficit del sector público este año alcanzará la cifra récord de 20,2 puntos PIB), monetario y de precios relativos siguen intactos y se agravan día a día.

Con la aceleración de la inflación, que según nuestros cálculos se ubican al cierre del mes de septiembre en 181,6% en base interanual, la caída de poder adquisitivo es grave: 33,9%. Tal situación configura un entorno social y político de alta incertidumbre. En diciembre próximo está previsto que se celebren elecciones al Parlamento (Asamblea Nacional) y los estudios de opinión más importantes reflejan una sólida ventaja de la oposición. Esas mismas encuestas reflejan un ambiente donde para una amplia mayoría de los ciudadanos los problemas económicos son los que aparecen en primer lugar, prefigurando un entorno bastante complejo.

2016 se perfila como un año donde continuará la crisis económica pero con un elevado nivel de incertidumbre en lo político. Es por ello que en **Ecoanalítica** nos hemos visto en la necesidad de elaborar escenarios posibles de lo que será el desempeño país el próximo año. A cada escenario le hemos asignado una probabilidad de ocurrencia y con base en esta hemos determinado lo que será nuestro escenario base para el próximo año.

Los cuatro escenarios que hemos trabajado son: el *statu quo*, el viraje, una transición desordenada dentro del chavismo y una transición ordenada entre factores del chavismo y la oposición.

El escenario de *statu quo* contempla la continuidad del gobierno de Maduro sin grandes reformas; a ese escenario le hemos asignado una probabilidad de 30,0%. El escenario del *viraje* contempla la posibilidad de que el gobierno de Maduro, una vez celebradas las elecciones parlamentarias de diciembre próximo, realice ajustes significativos en la economía, postergados hasta ahora. Este escenario tiene una probabilidad de ocurrencia de 20,0%.

Los dos escenarios restantes contemplan en el fondo una transición. Por un lado, la misma puede ser negociada entre factores del chavismo y la oposición y ser una transición ordenada. Sin embargo, nosotros vemos que la probabilidad de este escenario es de 15,0%. Y por otro, que la transición sea un proceso más desordenado, producto de la implosión del chavismo y las divergencias entre las diferentes facciones. Este escenario tiene una probabilidad de ocurrencia de 35,0% y, por ende, se convierte en nuestro escenario base.

Al calcular las principales variables macroeconómicas bajo los diferentes escenarios, nos encontramos con que el año 2016 no luce alentador. En resumen, lo que vemos es que el chavismo tomará medidas de ajuste desordenadas o, en el peor de los casos, ninguna. La oposición no tendrá el escenario nada fácil, por lo cual esperamos ajustes graduales pero con alto impacto.

Dentro de un abanico de posibilidades, el año 2016 no lo percibimos como un año bueno sino como un año duro en materia económica y el objetivo para los diferentes sectores de la economía tienen que estar ligados a tomar las decisiones en los momentos correctos y con ello lograr sobrevivir y pasar la prueba con nota sobresaliente. Por otro lado, 2017, ante un modelo que colapsó y escenarios de transición en el horizonte, perfila a ser un mejor año. Por este motivo, en **Ecoanalítica** consideramos que es esencial estar al día en materia económica para llevar de la mano los caminos de cambio y al final de la historia tomar la ruta correcta en el futuro ya no tan lejano. ■

Principales proyecciones para 2015 y 2016

Venezuela	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (%)	1,3	-3,9	-9,2	-11,3
Consumo final de los hogares (%)	4,4	-3,0	-5,5	-7,6
Inversión (%)	-9,0	-16,8	-30,3	-27,8
Tasa de desempleo (%)	7,5	6,9	8,6	11,2
Inflación - INPC (%)	56,2	68,5	208,6	-
Tasa Overnight (%)	1,7	10,7	NA	NA
Tasa de cambio VEB/US\$	6,3	6,3	6,3	25,0
Cuenta Corriente (% PIB)	1,7	1,8	-1,9	-0,3
Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)	-16,9	-12,9	-21,1	-12,3