

**Argentina**

Mayo comenzó con un ajuste significativo de precios regulados y traslado de tarifas de las empresas a precios, confirmando que la reducción de la inflación será más lenta que lo previsto por el gobierno. **(Ecolatina)**.....Página 2

**Brasil**

O inicio de transição para o novo governo no Brasil gerou forte expectativas dos agentes em relação aos efeitos econômicos. **(Tendencias)**.....Página 4

**Bolivia**

Tiempo de concentrarse en el crecimiento de largo plazo **(Cainco)**.....Página 6

**Chile**

Las expectativas experimentaron un golpe adicional cuando el Banco Central revisó a la baja las proyecciones de crecimiento para el presente año. **(Gemines)**.....Página 8

**Colombia**

Luego de un comienzo de año tenso, los anuncios de política monetaria expansiva de los países desarrollados y la recuperación en los precios de los commodities generaron una relativa calma **(Econometría)**.....Página 10

**Ecuador**

Ejecutando medidas ante eventos externos **(CORDES)**.....Página 12

**México**

Las Zonas Económicas Especiales, representan una oportunidad importante para el desarrollo económico y social. En el ámbito político, se llevaron a cabo elecciones para gobernadores, alcaldes y congreso **(Consultores Internacionales)**.....Página 14

**Perú**

Con las elecciones generales de 2016, Perú, por primera vez en su historia, logra tener cuatro elecciones democráticas consecutivas **(Macroconsult)**.....Página 16

**Uruguay**

El Gobierno pretende reducir el déficit fiscal a 2,5% del PIB identificado como uno de los problemas macroeconómicos actuales **(Oikos)**.....Página 18

**Venezuela**

El Gobierno se encuentra en una disyuntiva con respecto al sistema cambiario **(Ecoanalítica)**.....Página 20

## El gobierno Nacional busca acotar el deterioro de la economía

Mayo comenzó con un ajuste significativo de precios regulados (combustibles y cigarrillos) y traslado de subas de tarifas de las empresas a precios, confirmando que la reducción de la inflación será más lenta que lo previsto por el gobierno. De hecho, el mes está cerrando con una leve aceleración de la inflación núcleo (en torno al 3%) y ya se anunciaron fuertes aumentos de prepagas en junio, por lo que el primer semestre cerraría con elevada inflación.

Ante la persistente suba de precios, la fuerte caída del consumo y el escaso dinamismo de la inversión, el gobierno está comenzando a implementar medidas económicas tendientes a revertir la recesión y el deterioro social. Entre ellas destacan el acuerdo firmado para devolver a las provincias (en forma creciente a lo largo del mandato presidencial) el 15% de la masa coparticipable cedido a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), y un proyecto de ley para recomponer ingresos jubilatorios (mejora y pago retroactivo de haberes mal liquidados junto con un ingreso universal a la vejez) financiado con recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y un amplio blanqueo de capitales.

Estas medidas buscan retomar la iniciativa política/económica tras el veto del presidente a la ley anti-despidos de la oposición aprobada por el Congreso en mayo. Vale destacar que, tanto la devolución del 15% a las provincias como el pago retroactivo de haberes jubilatorios mal liquidados se acoplan a fallos de la Corte Suprema, reduciendo la litigiosidad judicial.

De todas formas, el Ejecutivo aún no logra traducir las intenciones en hechos. Por caso, la devolución del Impuesto al Valor Agregado (IVA) de alimentos (hasta \$ 300 mensuales) a personas de escasos recursos fue recientemente aprobada por el Congreso, pero es posible que su implementación se demore y esto no tenga impacto en el consumo en corto plazo (tanto el beneficiario como los comercios deben contar con medios de pago digitales).. Asimismo, pese a la reapertura del financiamiento externo y el compromiso a agilizar la obra pública, el gasto de capital del gobierno nacional no se recupera. Por último, habrá que ver cuándo y con qué cambios se aprueba el proyecto de ley que mejora haberes jubilatorios e incluye al blanqueo como fuente de financiamiento.

Vale resaltar igualmente la mejora del contexto internacional. En primer lugar destaca la significativa mejora del precio de la soja: en mayo rozó los U\$S 400 por Tn., más que compensando la merma estimada (en torno a 3 M de Tn.) de la producción local por las inundaciones. Asimismo, pese a encarecer importaciones, la suba del crudo (orillando US\$ 50 por barril) permite eliminar subsidios a las exportaciones y apuntalar las perspectivas del sector petrolero en el mediano plazo. Por último, la mejora de la calificación crediticia soberana en un mundo financiero con escasa volatilidad, permitió a las provincias (y en menor medida al sector privado) acceder al financiamiento externo a tasas de un dígito.

Por último, el accionar del Banco Central de la República Argentina (BCRA) se muestra más alineado con el objetivo de frenar el deterioro de la actividad. No sólo comenzó a bajar la tasa de interés de referencia sino que implementó diversas medidas para evitar que el tipo de cambio nominal se siga apreciando. Entre ellas destacan: una mayor compra de divisas en el mercado cambiario, limitaciones a los inversores internacionales para la compra de Lebac (acotando el ingreso de capitales), flexibilización a la compra de dólares y suba de encajes para evitar mayor pago de intereses.

En síntesis, la suba elevada de precios se extendió al segundo trimestre y la recesión se profundizó, provocando un deterioro social (problemas en el mercado laboral y caída del ingreso real de las

familias) que urge revertir. La performance económica por debajo de lo previsto (por el oficialismo y la mayoría de los agentes económicos) obliga al gobierno a implementar una política económica más pragmática para estabilizar la economía en el segundo semestre, requisito clave para salir del escenario de estanflación en 2017. ■

Argentina	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (%)*</b>	-1,6	1,5	-2,0	4,1
<b>Consumo (%)*</b>	-1,1	1,2	-2,2	3,5
<b>Inversión (%)*</b>	-7,9	4,8	-3,5	11,0
<b>Tasa de desempleo promedio anual (%)*</b>	10,5	10,4	11,7	10,0
<b>Inflación - IPC (%)*</b>	37,7	29,2	39,0	21,3
<b>Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)</b>	22,6	21,6	29,0	21,7
<b>Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)</b>	8,5	11,4	15,7	18,2
<b>Cuenta Corriente* (% PBI)</b>	-1,5	-2,7	-3,0	-3,6
<b>Resultado Primario Nacional genuino** (% PBI)</b>	-2,7	-3,3	-3,4	-2,2

\* Estimaciones propias de Ecolatina (no oficiales)

\*\* Excluye DEGS, traspasos y utilidades del BCRA

### **Bases macroeconômicas do crescimento ainda não foram construídas**

O início de transição para o novo governo no Brasil gerou forte expectativas dos agentes em relação aos efeitos econômicos. A leitura inicial era de que haveria uma transição rápida em direção a recuperação econômica. Todavia, o contexto político ainda instável limita os ganhos decorrentes da provável troca presidencial. No plano político, os desdobramentos políticos da operação Lava Jato não devem resultar na presidente Dilma. A probabilidade de manutenção do mandato Temer é de 80%.

A estabilidade macroeconômica necessária para sustentar uma nova trajetória de crescimento ainda não foi totalmente construída. O quadro fiscal segue bastante preocupante, ao passo que a inflação permanece em níveis elevados. A transição no comando do Banco Central reforçou a incerteza em relação à política cambial, em meio a um quadro de incerteza quanto a política monetária nos EUA.

Os índices de inflação no atacado e no varejo mais recentes têm trazido sinais adversos. No atacado, o comportamento da soja e do milho tem contribuído para importante aceleração dos índices. Dada a importância destes itens em várias cadeias, o risco de contaminação de alguns preços no varejo, com destaque para a cadeia de carnes, tem se elevado. Em maio, o IGP-M mostrou alta de 0,82%, sendo que a soja e o milho registraram alta de 12,4% e 7,9%, respectivamente, no mês.

No varejo, a prévia do IPCA de maio mostrou forte aceleração da inflação (0,86%), afetada, em grande medida, pelo impacto do fim do desconto da Sabesp e pela mudança de metodologia do IBGE sobre o item empregado doméstico. O resultado fechado para o mês ficará bem acima do padrão sazonal, com alta de 0,83%. Boa parte da aceleração, entretanto, deve-se a fatores pontuais. As medidas de núcleos, que aceleraram de 0,70% para 0,96%, não conseguem expurgar totalmente esses efeitos pontuais. O índice de difusão, por outro lado, mostrou ligeiro recuo (de 66,8% para 66,0%).

Do ponto de vista das expectativas de mercado, apuradas pela pesquisa Focus, as projeções para este ano têm sustentado ligeiro viés de alta, decorrente dos sinais mais adversos da inflação de curto prazo. Para 2017, a mediana se sustenta na casa de 5,5% (figura 2), interrompendo o processo de queda que exibiu nos últimos meses, o que pode ser explicado também pelas maiores incertezas sobre o ambiente político, com riscos para a aprovação da agenda econômica do presidente interino.

A atividade econômica, por sua vez, seguiu em contração neste primeiro trimestre, ainda que em ritmo menor que o esperado, como reflexo da estabilização da confiança e dos efeitos do aumento de competitividade dos produtos brasileiros especialmente no mercado externo. Ainda que já existam sinais incipientes de melhora do quadro de atividade, que, além da estabilização da confiança, mostra reação modesta nas vendas de veículos e na produção industrial de alguns segmentos (como é o caso de bens de capital), a atividade consolidada ainda deve mostrar contração no segundo trimestre. A expectativa prévia da Tendências é de contração de 0,8% na margem para o PIB do segundo trimestre, após a contração de 0,3% no primeiro período. Somente no terceiro trimestre, a atividade econômica deve mostrar maior estabilidade. Assim, o hiato do

produto continuará se ampliando, contribuindo para a desaceleração da inflação ao longo dos próximos trimestres.

O Copom sustentou a taxa básica de juros em 14,25%, mantendo a mesma sinalização de que não há espaço para flexibilização da política monetária, dados o elevado nível da inflação corrente e as expectativas ainda distantes do centro da meta. Diante da mudança em curso na direção da instituição não era, de fato, esperada sinalização diferente.

O Copom, sob novo comando, por sua vez, não deve alterar a toada da política monetária já na reunião de julho. O compromisso de restaurar a credibilidade da instituição junto aos agentes de mercado, no que diz respeito ao objetivo de trazer a inflação de volta para a meta, e os sinais adversos da inflação corrente apontam para cautela na condução da política monetária. Adicionalmente, ainda que existam dúvidas, é provável que o BC dê sequência ao desmonte da posição de swaps cambiais (US\$ 63 bilhões) iniciada há alguns meses, dadas as boas condições de mercado, limitando o espaço para queda mais significativa da inflação via apreciação do câmbio.

Em suma, a expectativa da Tendências é de que o corte da Selic ocorra a partir de agosto, com a taxa atingindo 12,75% ao final do ano. O risco, no entanto, é de postergação do movimento, mais para o final do ano, dada a dinâmica da inflação corrente e o estancamento da queda das expectativas para 2017.

Brasil	2014	2015	2016	2017
<b>Crescimento do PIB (%)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Consumo (%)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investimentos (%)</b>	0,0	-0,1	-0,1	0,0
<b>Taxa de desemprego (%)</b>	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Inflação - IPCA (%)</b>	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Taxa nominal de juros - Selic (%)</b>	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)</b>	2,7	3,9	3,7	3,9
<b>Conta corrente (% PIB)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultado nominal do setor público (% PIB)</b>	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

## Tiempo de concentrarse en el crecimiento de largo plazo

El martes 7 de junio se realizó en la Cámara de Comercio e Industria de Santa Cruz, CAINCO, el Foro Económico anual, el referente obligado de discusión económica desde el sector privado, con el tema de crecimiento económico. En ella participaron académicos de muy alto nivel y organismos internacionales importantes, con su visión sobre Bolivia y Latinoamérica. Se debe acotar que cebec desempeña el rol de principal cuerpo asesor en materia económica de CAINCO.

Para dar el contexto de la discusión y en el caso específico boliviano, después de varias décadas de estancamiento secular el país ha experimentado un alza en el crecimiento económico derivado del buen entorno económico internacional y un razonable manejo macroeconómico. Esto permitió una caída en la pobreza y la desigualdad, una de las más acentuadas en Latinoamérica en los últimos años. Sin embargo, la exposición a los precios de las materias primas, como los hidrocarburos y minerales, permanece como una importante fuente de vulnerabilidad.

De hecho, la abrupta caída en el precio del petróleo observado en el año 2015 hizo que el balance fiscal termine en 7% del PIB, el segundo en lo que va desde 2005 y por encima de las estimaciones oficiales (4%). Sin embargo, la inversión pública proyectada para el año permanece alta (15 del PIB) y podría ser clave para que el crecimiento continúe cercano a 5%, como en los últimos trimestres. A pesar de ello, cebec@CAINCO considera que en 2016 no será significativamente distinto a 4%.

CAINCO está preocupada por las perspectivas de largo plazo. Es indicativo que el Centro para el Desarrollo Internacional (CID) de la Universidad de Harvard, sobre la base del estado actual de la complejidad económica de sus productos, prevé un crecimiento de 2,9% en 2024, que no parece coherente con un crecimiento población alrededor de 1,4% y los deseos de alcanzar un alza rápida del ingreso promedio.

También es importante tomar en cuenta que el gobierno boliviano tiene una tendencia de izquierda con carácter socialista, con señales mixtas en la administración económica. Por un lado, en el ámbito macroeconómico el gobierno ha manejado la economía con un enfoque ortodoxo dentro de ciertos límites de prudencia fiscal hasta 2014, manteniendo una orientación expansiva en el ámbito monetario y tipo de cambio fijo desde diciembre de 2011.

Por otra parte, se impusieron diversas restricciones microeconómicas. Por ejemplo, existe fijación de tasas para créditos (al sector productivo y vivienda) además de metas cuantitativas de crédito. También existen restricciones a las exportaciones (cupos) para privilegiar el mercado interno, junto a controles de precios. A esto se debe agregar el hecho de que el país nacionalizó empresas que se privatizaron en la década de los años noventa, haciendo que la participación del sector público en el PIB suba de 24% a casi 50%, entre 2005 y 2015.

Bajo este contexto, la exposición principal del Foro fue presentada por Robert Barro, reconocido profesor de la Universidad de Harvard y experto en crecimiento económico. En el caso boliviano señaló que su desempeño ha sido bueno en los últimos años, mejor incluso que las predicciones que hizo una década atrás, explicada por un manejo macroeconómico razonable, que posibilitaron tener altas reservas internacionales y baja deuda pública. Sin embargo, indicó que para continuar creciendo se necesitan facilitar instituciones, incluyendo el respeto a la ley, que

promuevan los mercados, la apertura internacional y la eficiencia en la regulación. Destacó los roles fundamentales de la educación y la salud para la transformación de las economías.

Previamente, Alberto Chong, de la Universidad del Estado de Georgia y con amplia experiencia en el BID y el Banco Mundial, centró en la exposición sobre “Microeconomía del crecimiento”. En ella indicó que cuatro factores microeconómicos determinarían el crecimiento: i) normas que promuevan el buen funcionamiento de los mercados; ii) mejorar la función pública; iii) adecuado uso de tecnologías de información; y, iv) la utilización de políticas basadas en la evidencia para políticas sociales. Aplicó esos conceptos a casos concretos de Bolivia mostrando que políticas puntuales y correctamente evaluadas pueden mejorar la microeconomía y el crecimiento.

Desde los organismos internacionales, participaron el BID y la Corporación Andina de Fomento. Andrew Powell, del Departamento de Investigación del primero, presentó “Tiempo de decisiones”. Planteó que la región debe confrontar el momento con la urgencia del caso, especialmente en el caso de países en los cuales los ingresos fiscales han caído de manera importante, con algún margen de espacio para las economías que ahorraron durante la época de auge.

A su turno, Adriana Arreaza, Directora de Estudios de la CAF, presentó el reporte “Hacia una nueva asociación con China”, en la cual indicó que los países latinoamericanos tienen una ventana de oportunidad en los cambios que están aconteciendo en China, pese a la desaceleración, porque la transformación de una sociedad industrial e inversión en una intensiva en servicios y consumo representa oportunidades de negocio para la región.

En este contexto, Jorge Arias, Presidente de CAINCO dio énfasis en la importancia de la innovación, especialmente en la coyuntura desfavorable actual. Señaló que es momento de establecer claras prioridades en el ámbito económico y promover al sector productivo, viendo soluciones para cada uno de los puntos que afectan el acontecer económico privado y que disminuyen las posibilidades de inversión, producción y empleo.

## Principales proyecciones para 2015 y 2016

Bolivia	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (var %) (1)</b>	5,5	4,8	4,0	3,7
<b>Consumo privado (var %) (1)</b>	5,4	5,1	4,0	3,7
<b>Inversión total (var %) (1)</b>	9,9	4,6	4,0	3,0
<b>Tasa de desempleo abierta urbana(%) (2) (e)</b>	3,5	4,0	4,5	5,0
<b>Tasa de Inflación a fin de periodo (%) (1)</b>	5,2	3,0	5,5	4,5
<b>Tasa de títulos a 91 días, fin de periodo (puntos básicos) (3)</b>	415,0	4,0	1800,0	2000,0
<b>Tipo de cambio Bolivianos por USD (fin de período) (3)</b>	7,0	7,0	7,0	7,0
<b>Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% de PIB) (3)</b>	0,0	-6,5	-9,0	-8,0
<b>Balance público del sector público (% del PIB) (4)</b>	-3,4	-6,8	-5,5	-5,0

Nota: (e) estimado y (p) proyectado por el Centro Boliviano de Estudios Económicos de CAINCO (cebec@CAINCO)

Fuentes: (1) Instituto Nacional de Estadística (INE)

(2) Unidad de Análisis de Políticas Económicas y Sociales (UDAPE) y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)

(3) Banco Central de Bolivia (BCB)

(4) MEFP

## Otro Año Perdido

El PIB creció 2% en el primer trimestre, cifra marginalmente mejor a lo previsto, pero cuyo efecto positivo se diluyó con la publicación del IMACEC de abril, que registró un alza de apenas 0,7%. El crecimiento acumulado de los primeros cuatro meses del año es de 1,7%. Las expectativas experimentaron un golpe adicional cuando el Banco Central publicó el Informe de Política Monetaria (IPOM) de junio, revisando a la baja, una vez más, las proyecciones de crecimiento para el presente año.

El valor central de la proyección se redujo de 1,75% a 1,6% respecto del IPOM de marzo pero, tal vez lo más negativo, es que la estimación de crecimiento de la demanda interna se revisó de 1,5% a 1%, corrigiéndose a la baja la perspectiva de la inversión que, de un magro aumento de 0,5%, se ajustó a una baja de 2,4%, la que sería la tercera caída anual consecutiva en la formación de capital fijo, hecho inédito desde comienzos de los años 70 del siglo pasado. Si bien la proyección de crecimiento del consumo se revisó marginalmente al alza (de 1,8% a 2,1%), el panorama general que emerge es de un tercer año de bajo crecimiento y, aunque el instituto emisor ratificó su proyección de crecimiento de 2% a 3% para 2017, nada justifica este “optimismo”, toda vez que es difícil que el escenario externo mejore claramente (que se mantenga ya sería relativamente bueno) y no hay razones para anticipar una recuperación de las expectativas en un escenario de debilidad del mercado del trabajo, que afecta las decisiones de consumo, y de incertidumbre constitucional, que afecta las decisiones de inversión, sin olvidarse de las etapas aún pendientes de alza de impuestos asociadas a la reforma tributaria y que, muy probablemente, está teniendo un impacto negativo sobre la inversión.

La proximidad de las elecciones, municipales en octubre y legislativas y presidenciales en noviembre de 2017, si bien pueden generar una expectativa de cambio en un sentido favorable, difícilmente se materializarán en un mayor dinamismo de la actividad en el corto plazo, ya que es tal la desconfianza en el sistema político que, seguramente, las decisiones de inversión se postergarán hasta la composición del próximo gobierno y su programa estén claramente definidos, lo que puede significar que recién en 2018 podría producirse algún repunte en el crecimiento.

La inflación, por otro lado, ha evolucionado más favorablemente, al anotarse una variación del IPC de 0,2% en mayo, marginalmente por debajo de la expectativa de mercado, y mantenerse su variación en doce meses en 4,2%. Con todo, la inflación sigue por sobre el techo del rango meta de 4%, completándose 25 de los últimos 26 meses en esta situación. Las perspectivas, bajo el supuesto que el tipo de cambio se mantiene más o menos dentro del rango en que ha fluctuado en los últimos meses, son de una reducción gradual que llevaría la inflación al interior del rango meta a partir de julio y a ubicarse en torno a la meta de 3% a comienzos de 2017. De cumplirse el supuesto de relativa estabilidad cambiaria, la convergencia al 3% podría ser, incluso algo más rápida a lo previsto por el mercado. Sin embargo, los elevados riesgos externos hacen difícil confiar plenamente en que este será el caso. En este escenario, el Banco Central, aunque mantiene el sesgo contractivo de la política monetaria, es poco probable que la suba en lo que resta del año, incluso si la Reserva Federal mueve su tasa en los próximos meses.

El tipo de cambio se ha mantenido bajo los \$700 desde fines de febrero y la expectativa es que, si vuelve a ese nivel, no lo supere por mucho. Esto sería consistente con una convergencia de la



inflación a la meta del Banco Central en los plazos estimados por el mercado. Desde marzo el tipo de cambio ha promediado \$680 por dólar y debería subir algo, pero no demasiado, en los próximos meses, en ausencia de shocks externos negativos.

No está claro, al momento de escribir este comentario, qué efectos tendrá la renuncia del Ministro del Interior Jorge Burgos y su reemplazo por Mario Fernández, ambos demócratacristianos. El desgaste de Burgos era evidente, pero el momento de su reemplazo fue sorpresivo, quedando en duda si habrá más movimientos en el gabinete en los próximos meses. Tampoco es claro el efecto que tendrá sobre el manejo económico y si el Ministro de Hacienda Rodrigo Valdés podrá imponer sus objetivos de austeridad gradual sobre el gobierno y la coalición que lo apoya. La discusión presupuestaria, a iniciarse en octubre, aparece como el potencial punto de quiebre del ministro Valdés.

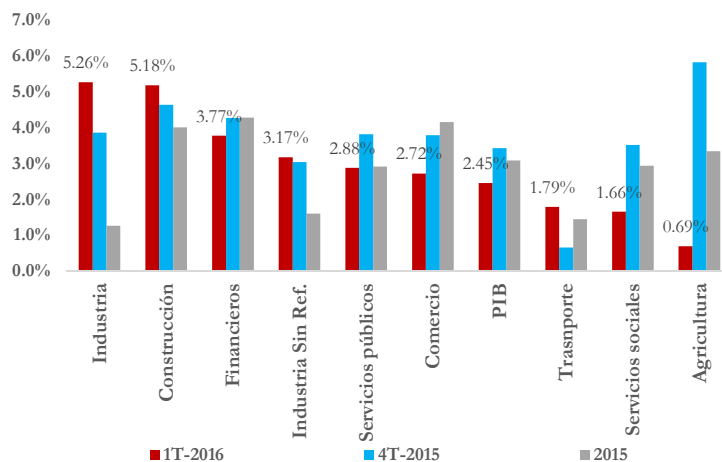
### Principales proyecciones para 2015 y 2016

Chile	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (%)	1,9	2,1	1,5	2,0
Consumo Privado (%)	2,2	1,5	1,7	2,0
Inversión (%)	-6,1	-1,5	-1,0	1,0
Tasa de Desempleo (%)	6,4	5,8	6,4	6,6
Inflación - IPC (%)	4,6	4,4	3,5	3,1
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	3,0	3,5	3,5	4,0
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	613,0	721,5	700,0	710,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-2,0	-2,2	-2,2
Resultado del Gobierno Central (%PIB)	-1,6	-2,2	-3,5	-3,0

### Panorama económico: Desaceleración, inflación e intervención cambiaria

Luego de un comienzo de año tenso en términos financieros, los recientes anuncios de política monetaria expansiva de los países desarrollados y la recuperación en los precios de los commodities generaron una relativa calma en los mercados. Sin embargo, en mayo se reveló información sobre el consumo y la producción manufacturera de Estados Unidos, los datos se encontraron por encima de lo esperado por el mercado, por lo que en dicho periodo la expectativa de un incremento en la tasa de interés de la Reserva Federal comenzó a crecer. Esto presionó una devaluación de 7.65% del peso frente al dólar, un retroceso en el índice de capitalización bursátil COLCAP20 de 3%, un influjo de capitales de portafolio de 482 millones de dólares y un ligero incremento en la prima de riesgo colombiana de 0.6%. Aunque los anuncios de la FED sobre posibles aumentos en el tipo de interés generaron una tensión adicional en los mercados, este sigue siendo menor al de los niveles observados a comienzo de año.

Por otro lado, recientemente se publicaron las cifras del PIB del primer trimestre del 2016 a nivel sectorial. La economía colombiana se desaceleró, creció 2.5% en términos interanuales y 0.2% en términos intertrimestrales, esto ha llevado a que los pronósticos de crecimiento del Banco de la República para el año completo se reduzcan a ese mismo valor. En el siguiente gráfico se pueden observar los resultados del PIB sectorial, donde se destacan los buenos resultados de la industria, la construcción y el sector financiero. La industria lideró el crecimiento en el primer trimestre,



creció 5,3%, principalmente por la refinación del petróleo (+20.6%), la elaboración de bebidas (+16.5%), la producción de productos de madera (+15%) y la fabricación de productos metalúrgicos (+8,4%), estos sectores representan el 29% de la producción del sector. El crecimiento industrial se debe en gran medida a la entrada en producción de la Refinería de Cartagena

(REFICAR). El sector manufacturero presentó una aceleración en el crecimiento (+3.2) frente al observado en el 2015 de (+1.6%). Ahora bien, las exportaciones de la industria en el primer trimestre presentaron una caída del 10%, por lo que la dinamización del sector se debe al aumento de la demanda interna, sustituyendo así los productos externos por producción local. Otro sector que aportó sustancialmente al crecimiento fue la construcción. Dentro del sector lideró el crecimiento el subsector de edificaciones residenciales (+10,9%), mientras que el subsector de obras civiles presentó un estancamiento, creciendo solo 0.4%. Sin embargo, esperamos una desaceleración en el crecimiento de las edificaciones residenciales en lo que queda del año, pues según el censo de edificaciones el inicio de obras nuevas cayó 5% en el primer trimestre y las licencias de construcción aprobadas cayeron 19%.

Por otra parte, las ventas minoristas y el sector agropecuario se desaceleraron fuertemente en el primer trimestre. La desaceleración de las ventas minoristas se explica en gran medida a causa

del deterioro de la comercialización de vehículos nuevos: en el primer trimestre se vendieron 63 mil vehículos, frente a los 72 mil del mismo periodo del 2015. No obstante, algunos subsectores presentaron buenos resultados: la comercialización de las bebidas aumentó 14.3% y la comercialización textilera creció 8%. El sector agrícola pasó de crecer 3.3% en 2015 a 0.7% en dicho trimestre, esto se explica por la menor producción en algunos cultivos. La producción de café pasó de crecer 15.5% en 2015 a crecer 7.9%. Por su parte el cultivo de otros productos agrícolas pasó de crecer 0.6% en 2015 a crecer -2.9% en el primer trimestre. Teniendo esto en cuenta, el resultado del PIB por componentes de demanda, el cual aún no se ha publicado, mostrará una desaceleración del consumo y una aceleración en la inversión. Esta tendencia probablemente se mantendrá en el resto del 2016, dado que en lo corrido del año la confianza del consumidor presentó un balance negativo, mientras que el índice de confianza industrial muestra una tendencia al alza.

Con respecto a los precios, en mayo la inflación acumulada de 12 meses creció 8.2% superando en más de cinco puntos a la meta establecida para 2016 por el Banco de la República. El efecto del fenómeno de El Niño sobre la oferta de alimentos aún persiste, aunque su influencia sobre los precios ha disminuido y se espera que durante el resto del año se reduzca su presión sobre el IPC total. Los precios de los alimentos crecieron 13.46%, el subgrupo de alimentos procesados presentó la primera desaceleración desde mayo del 2015 (+12.92), mientras que los perecederos (+18.10%) y las comidas fuera del hogar (+7.92%) presentaron un aumento. Esperamos en los siguientes meses, un incremento en la oferta de alimentos y una caída en los precios de los bienes transables de la canasta, por lo que los precios al consumidor deberían reducir su ritmo de crecimiento. Sin embargo, esto dependerá también del comportamiento de las expectativas y la confianza en la capacidad del Banco de la República para influir sobre la inflación a través de la política monetaria. Ahora bien, para mantener la inflación estable y dentro del rango meta de inflación de 2% a 4%, el emisor aumentó 25 puntos básicos la tasa de interés para sus préstamos de corto plazo, situándola en 7.25%. Con este, el Banco acumula 10 aumentos consecutivos del tipo de interés, acumulando 2.75 puntos porcentuales frente a la que tenía en agosto de 2015. En línea con la posición de política monetaria actual, el Banco de la Republica restringió la oferta monetaria aún más, desacumulando reservas internacionales. El efecto de esta intervención sobre el mercado cambiario fue una ligera apreciación del peso. El panorama internacional y la política reciente del Banco de la República de dejar flotar libremente el dólar, lleva a esperar una estabilización en los niveles de la tasa de cambio durante lo que resta del año.

### Principales proyecciones para 2015 y 2016

Colombia	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	4,4	3,1	2,6	3,5
<b>Consumo (%)</b>	4,3	3,9	4,6	6,0
<b>Inversión (%)</b>	13,4	2,5	4,2	-7,9
<b>Tasa de desempleo promedio anual (%)</b>	9,1	8,9	9,3	8,7
<b>Inflación - IPC (%)</b>	2,9	5,0	7,6	4,8
<b>Tasa de cambio representativa del mercado - TRM(\$/US\$)</b>	2,0	2,8	3,0	2,9
<b>Déficit en cuenta corriente (% del PIB)</b>	-5,2	-7,4	-5,3	-3,2
<b>Balance del GNC (% PIB)</b>	-2,4	-2,9	-3,8	-4,5

## El dinero electrónico, un invitado inesperado en la “Ley Solidaria”

La Asamblea Nacional aprobó la “Ley Orgánica de Solidaridad y de Corresponsabilidad Ciudadana para la Reconstrucción y Reactivación de las Zonas Afectadas por el Terremoto del 16 de abril de 2016”, más conocida como “Ley Solidaria”, que fue enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente y que entró en vigor el 1 de junio.

Como se mencionó en el informe anterior, el punto más destacado de la nueva ley, con la que el Gobierno espera recaudar US\$ 1.000 millones adicionales en los próximos doce meses, es el aumento del IVA, en principio por un año, de 12% a 14%. El Gobierno defiende ese aumento argumentando que sólo afecta al 10% de los productos de la canasta básica. En Cordes consideramos que limitar el análisis a la canasta básica (cuyo valor marca la línea de la pobreza) es insuficiente y que debería tomarse en cuenta la canasta que el instituto de estadísticas (INEC) utiliza para medir la inflación. Dentro de esa canasta conformada 359 productos que el mismo INEC define como los más representativos en el gasto de los hogares ecuatorianos de ingresos altos, medios y bajos, 208 están gravados con IVA y representan el 50% del gasto de un hogar tipo (además, hay algunos bienes exentos cuyos insumos sí están gravados). Pese a que en mayo la inflación interanual se redujo a 1,63%, la tasa más baja desde mayo de 2007, consideramos que el aumento del IVA va a provocar un salto de muchos precios en junio y por eso hemos mantenido en 2,5% nuestra previsión de inflación para el final del año.

Durante el proceso de aprobación de la “Ley Solidaria” –que también establece entre una y ocho “contribuciones” mensuales por parte de las personas que ganen más de US\$ 1.000, impuestos adicionales a los patrimonios personales de más de un millón de dólares y un impuesto de 3% sobre las utilidades que las empresas generaron en 2015– se incorporó, a última hora, un generoso incentivo para quienes realicen sus compras utilizando dinero electrónico: el oficialismo fijó una devolución de cuatro puntos del IVA para ese tipo de operaciones (y de un punto cuando los pagos se hagan con tarjetas de crédito o débito).

Desde hace algunas semanas, el Gobierno ha venido promocionando, con llamativa insistencia, el uso del dinero electrónico (o billetera móvil, como se lo conoce en otros países) como un medio de pago que, según voceros del Ejecutivo y del Banco Central, permite incrementar la velocidad de circulación del dinero y fomenta la bancarización. La plataforma del dinero electrónico será administrada y operada exclusivamente por el Banco Central, lo que genera sospechas y temores sobre la posibilidad de que el Gobierno utilice ese mecanismo para “emitir” dinero electrónico que no esté debidamente respaldado en dólares físicos. Varios analistas han señalado ese riesgo (que significaría el fin de la dolarización) e incluso la Asociación de Bancos Privados ha señalado que el dinero electrónico, tal como lo propone el Gobierno, genera incertidumbre.

Llama la atención, de hecho, que en medio de sus urgencias fiscales (expresadas en los millonarios atrasos con proveedores y con gobiernos seccionales), el Gobierno esté dispuesto a sacrificar cuatro puntos del IVA sólo para fomentar el uso masivo de un medio de pago alternativo. Si bien el proyecto de dinero electrónico inició en 2011, hasta ahora ha tenido muy poca acogida por parte de la ciudadanía (el monto de dinero en circulación por ese mecanismo apenas ronda un millón de dólares). No obstante, los incentivos que ha introducido el Gobierno (también se pueden pagar impuestos con ese medio, que ya es aceptado en algunas cadenas minoristas) pueden derivar en la apertura de nuevas cuentas de dinero electrónico.

Pocos días después de ocurrido el terremoto, el Presidente Correa estimó “a ojo de buen cubero”, según sus propias palabras, que los costos derivados del desastre natural rondarían los US\$3.000 millones. Ese monto justificó el envío a la Asamblea del proyecto de la Ley Solidaria. El 1 de junio la Secretaría de Planificación (Senplades), presentó los resultados de su estudio sobre los costos provocados por el terremoto. Según el organismo oficial, estos suman, entre los costos por reconstrucción de activos destruidos y las pérdidas por bienes y servicios que se dejan de producir, US\$3.344 millones. Más allá de la cercanía con la cifra mencionada por el Presidente, cabe señalar que, según Senplades, el 67% de esos US\$3.344 millones serán “asumidos” por el sector público. En realidad, de los US\$2.253 millones que “asumiría” el sector público, US\$1.000 millones provienen de la Ley Solidaria (es decir, del sector privado), US\$1.060 de créditos de multilaterales y apenas US\$193 millones del presupuesto fiscal (es decir, 0,6% del presupuesto). La mayor parte del aporte, por tanto, recae sobre hogares y empresas.

Según las nuevas proyecciones del Banco Mundial, la economía ecuatoriana se contraerá 4% en 2016 y en 2017 (similar al -4,5% y -4,3% que prevé el FMI). En Cordes hemos extendido nuestras proyecciones hasta 2017 (2% de caída). Sin embargo, debemos señalar que el escenario para el próximo año es muy incierto, no sólo porque se celebrarán elecciones presidenciales (el nuevo gobierno asumirá a finales de mayo), sino también porque la situación fiscal que herede la próxima administración (que definirá la magnitud del ajuste) depende en gran medida del crédito que se consiga en los próximos meses. La caída del riesgo país en las últimas semanas, como consecuencia del repunte en el precio del petróleo, vuelve otra vez viable la emisión de bonos. ■

Ecuador	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	3,7	0,3	-3,5	-2,0
<b>Consumo privado (%)</b>	3,5	0,2	-3,3	-1,0
<b>Inversión (%)</b>	5,3	-2,5	-6,7	-3,4
<b>Tasa de desempleo urbano (%)</b>	4,5	5,6	7,5	8,6
<b>Tasa de subempleo urbano (%)</b>	38,8	39,5	42,4	43,0
<b>Inflación nacional urbana (%)</b>	3,6	3,4	2,5	1,9
<b>Tasa Activa de referencia - BCE (%)</b>	8,1	9,1	9,7	9,7
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	-0,6	-2,2	-1,1	-1,3
<b>Resultado primario del sector público (% del PIB)</b>	-5,0	-2,0	-5,2	N/D

Fuente: CORDES

### **Se están llevado a cabo cambios normativos y políticos en México.**

A finales de mayo pasado, el Presidente Peña Nieto promulgó en nuestro país la Ley de Zonas Económicas Especiales (LZEE) con la cual se pretende generar un entorno de negocios favorable para atraer inversiones, generar empleos y aumentar la productividad regional. Esto se lograría a través del otorgamiento de beneficios fiscales y laborales, un régimen aduanero especial, nuevas inversiones en infraestructura y un marco Regulatorio más ágil en las regiones que conformarán las Zonas.

Inicialmente, se prevé la conformación de cuatro Zonas Económicas Especiales en regiones del sur de nuestro país (Puerto Lázaro Cárdenas, Corredor de Tehuantepec, Puerto Chiapas y Corredor Campeche-Tabasco) que tienen los menores índices de crecimiento, productividad e inversión y los mayores índices de pobreza, rezago social e informalidad laboral.

La idea de las Zonas Económicas Especiales representa sin duda una oportunidad importante para el desarrollo económico y social del Sur de México, que vive los mayores rezagos económicos y sociales. Para algunos estados como Campeche y Tabasco, también representa la oportunidad de una reestructura productiva, pues hoy en día viven prácticamente de la producción petrolera, pero la disminución de los precios internacionales del crudo, así como la baja en la producción de petróleo, los ha llevado a atravesar un verdadero estado de contingencia económica.

No obstante, consideramos que para ver a las primeras grandes empresas (o empresas ancla, cómo se les suele llamar en nuestro país) instalarse en estas regiones, probablemente podría tardar más allá de 2018, fecha planteada por el Ejecutivo, pues las decisiones de localización dependen también de las condiciones de infraestructura, logística y capacidades laborales; factores que no se desarrollan en tan sólo dos años.

Por otra parte, el pasado domingo 5 de julio, se llevaron a cabo elecciones de gobernador, legisladores y alcaldías en 13 estados de la República Mexicana, así como la elección de la Asamblea que redactará la próxima constitución de la Ciudad de México. Esta última, de conformidad con la reforma política de la capital del País en la que se le dotará de autonomía política, Constitución y un congreso local, al igual que el resto de los estados, y dejará de ser políticamente dependiente de los poderes federales.

Del proceso electoral es destacable la baja participación en la mayoría de los estados en los que hubo elecciones, pero sobre todo en la Ciudad de México en la que sólo 27% de los votantes registrados salieron a ejercer su voto. Por otro lado, también destaca que el Partido Revolucionario Institucional (PRI), que es el partido que gobierna actualmente al País y que actualmente posee el control político de la mayoría de los estados, perdió las elecciones en varias plazas importantes como Veracruz y Tamaulipas, que concentran un número importante de votantes potenciales. Con ello, la carrera política hacia 2018 en la que se elegirá al nuevo presidente de México, aparentemente será bastante competitiva.

Finalmente, entre los indicadores macroeconómicos más destacables a comentar, está el tipo de cambio con respecto al dólar, que desde inicios de este año ha mostrado episodios de volatilidad. Entre los factores que presionan al tipo de cambio en nuestro País están los brotes de inestabilidad generados en los grandes centros geopolíticos mundiales, la normalización de la

política monetaria en Estados Unidos y una todavía, aunque aparentemente menor, correlación con el precio del petróleo. Dicho sea de paso parece ser que el precio del petróleo se recupera poco a poco, sobrepasando ahora los 40 dólares por barril.

En lo que va del año, el tipo de cambio se ha depreciado 5% y de continuar depreciándose podría afectar a consumidores, a través de mayores precios internos, y a empresas, que compran materias primas importadas y mantienen deuda en dólares. Incluso, podría afectar a las mismas empresas exportadoras, pues muchas ramas de la manufactura operan con un elevado coeficiente de importación (en promedio 70%), lo que haría que las ganancias generadas por el aumento en valor de las exportaciones disminuyan o incluso se anulen.

#### Principales proyecciones para 2015 y 2016

México	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (var %)	2,3	2,5	2,4	2,5
Consumo privado (%)	2,0	2,9	3,1	3,1
Inversión privada (%)	4,8	7,4	6,3	6,3
Tasa de desempleo (%)	4,8	4,4	4,2	4,0
Tasa de Inflación (%)	4,1	2,1	3,2	3,3
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	3,0	3,0	3,7	4,0
Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)	14,5	17,1	17,8	18,1
Cuenta corriente (% de PIB)	-2,1	-1,3	-3,1	-2,9
Balance del sector público (% del PIB)	-3,2	-3,5	-3,0	-2,5

## **Nuevo presidente enfrenta un complejo escenario**

Con las elecciones generales de 2016, Perú, por primera vez en su historia, logra tener cuatro elecciones democráticas consecutivas, rompiendo con la sombra del autoritarismo. Como en los años 2006 y 2011, se presentaron opciones pro modelo de mercado y las que están en contra. Esta última opción estuvo representada por Verónica Mendoza del Frente Amplio.

Sin embargo, alejándonos de lo ocurrido en las dos elecciones presidenciales pasadas, dos opciones favorables al mercado superaron la primera vuelta. Fuerza Popular (FP), encabezado por Keiko Fujimori (KF), lideró los resultados y obtuvo el 40% de los votos válidos. Además, obtuvo mayoría absoluta en el próximo Congreso de la República (73 de 130). Pedro Pablo Kuczynski (PPK), de Peruanos por el Cambio (PPK), obtuvo el segundo lugar con apenas 21% de los votos y obtuvo 18 congresistas. La candidata Verónica Mendoza obtuvo 19% de los votos, ubicándose en el tercer lugar, pero logró consolidarse como la segunda fuerza en el Congreso con 21 curules, lo cual puede considerarse como un triunfo para la izquierda. En el Perú, si un candidato no supera el 50% de los votos válidos en la primera votación, se lleva a cabo un segundo proceso.

En la segunda vuelta, PPK se impuso sobre su rival por un ajustado margen, 0.2 puntos porcentuales que equivalen a alrededor de 40 mil votos válidos. Para lograr este meteórico ascenso tuvo que echar mano de la izquierda y del denominado antifujimorismo, grupos de electores que finalmente lo respaldaron. Con estas alianzas la campaña de segunda vuelta fue bastante áspera y cargada de insultos entre uno y otro candidato.

Pasada la segunda vuelta, el escenario de confrontación que existe va a complicar el quehacer del nuevo presidente: por un lado, enfrenta un Congreso que, si bien le es favorable ideológicamente, podría decidir no apoyarlo; por otro lado, la izquierda será una férrea oposición debido a la distancia ideológica; y, finalmente, el antifujimorismo le exigirá no hacer pactos con FP.

PPK ha indicado, de momento, que piensa conversar con todas las fuerzas políticas para alcanzar acuerdos, pero le queda un camino bastante largo para poder afianzar la gobernabilidad durante su administración. De hecho, llevar a cabo las grandes reformas que el país requiere pasa por convencer a FP que domina el Congreso. Por el momento ha confirmado de Ministro de Economía a Alfredo Thorne, ex jefe de análisis para América Latina de JP Morgan Chase.

## **El plan económico**

En lo que respecta a reactivación económica, PPK desarrollaría un importante plan de inversión pública que elevaría el déficit fiscal durante dos años. Para incentivar el consumo y la inversión propone reducir el Impuesto General a las Ventas (IGV, equivalente al IVA) paulatinamente, hasta llegar a 15% en 2019. También que a las empresas grandes (las que venden más de US\$ 3 millones) se les descuenta el íntegro de sus inversiones al monto imponible del Impuesto a la Renta (IR) y se mantenga la reducción del IR aprobado por el actual gobierno. Finalmente, propone impulsar proyectos mineros y de infraestructura que están parados. Sin embargo, algunas medidas van a enfrentar dificultades. Los cambios en cuestiones tributarias necesitan aprobación del Congreso, donde el partido PPK tendrá que negociar con la bancada de FP para que la propuesta se haga realidad. Por otro lado, el impulsar proyectos mineros va a estar en directa oposición a la izquierda, que ha tomado la bandera antiminera.



Sobre reformas estructurales, PPK propone cinco acciones estratégicas: 1) formalización de la economía por medio de la simplificación regulatoria y del sistema tributario para las pequeñas empresas; 2) la reforma tributaria (reducir el IGV a 15% y deducir la inversión del monto imponible para las empresas grandes); 3) impulsar un programa agresivo de infraestructura, alrededor de US\$ 70 mil millones en los cinco años de gobierno; 4) inversión en infraestructura de transportes; 5) modernización del Estado, donde se pretende incluir un Ministerio de las Regiones para tener un espacio de coordinación con los gobiernos subnacionales.

En políticas sociales y laborales, PPK hace énfasis en la mejora educativa, con un aporte en infraestructura de US\$ 15,000 millones, la universalización de la salud y llevar a cabo una importante inversión para que la cobertura de agua y la red de alcantarillado crezcan. En seguridad social, PPK propone la creación de un seguro de desempleo que cubra al trabajador tres o seis meses, eliminando el actual sistema de la Compensación por Tiempo de Servicios (CTS, que es una suerte de fondo contra el desempleo). En su reforma previsional propone tener una pensión mínima financiada por el Estado en el Sistema Privado de Pensiones (SNP) y utilizar parte del fondo como garantía para vivienda. Además, plantea incrementar la competencia en la administración de fondos. Sin embargo, no hay indicación de cómo hacer crecer la cobertura.

La reforma de pensiones y las modificaciones a las CTS necesitan pasar por el Congreso y enfrentan el mismo problema que las modificaciones tributarias. Además, en el caso específico de la modificación de la CTS, la campaña electoral hizo prometer a Pedro Pablo Kuczynski que no tocaría este derecho laboral.

### Principales proyecciones para 2015 y 2016

Perú	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (%)	2,4	3,3	3,7	4,2
Consumo privado (%)	4,1	3,4	3,4	3,7
Inversión privada (%)	-2,1	-4,3	-1,0	4,2
Tasa de desempleo (%)	4,5	4,3	4,3	4,3
Inflación - Lima Metropolitana (%)	3,2	4,4	3,1	2,9
Tasa de referencia - BCRP (%)	3,3	3,8	4,3	4,0
Tipo de cambio S/US\$ (fin de período)	3,0	3,4	3,6	3,8
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,0	-4,4	-1,9	-1,7
Resultado económico del sector público (% PIB)	-0,3	-2,1	-3,4	-3,7

## Ajuste fiscal

Luego de una primera presentación de los lineamientos que sustentan el ajuste fiscal incluido en el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas que el Poder Ejecutivo debe presentar antes del 30 de junio, el gobierno introdujo modificaciones para recoger el acuerdo de la bancada parlamentaria del oficialista Frente Amplio y de esta manera obtener una rápida aprobación del mismo.

El ajuste que se efectivizará en 2017 contempla: i) reducción y diferimiento de una parte el gasto público (US\$ 125 millones); ii) incremento de los ingresos fiscales (US\$ 335 millones) a través de aumentos en las tasas del Impuesto a las Rentas de las Personas Físicas (IRPF) tanto para la renta derivada del trabajo como para la de capital, reducción de las alícuotas de las deducciones de IRPF, ajuste en la forma de liquidación del Impuesto a la Renta de las Actividades Empresariales (IRAE), e incremento de las alícuotas del Impuesto a la Asistencia de la Seguridad Social (IASS). También se propuso modificaciones al Impuesto al Valor Agregado (IVA) y reestructurar el Servicio de Retiros y Pensiones de las Fuerzas Armadas (Caja Militar).

Impuesto	Sujeto pasivo (en US\$ equivalente al tipo de cambio actual)	Alicuota	
		Vigente	Propuesta
IASS	Renta de pasividades hasta US\$ 862/mes	0%	0%
IASS	Renta de pasividades entre US\$ 862 y US\$ 1.617/mes	10%	0%
IASS	Renta de pasividades entre US\$ 1.618 y US\$ 5.387/mes	20%	21%
IASS	Renta de pasividades mayor a US\$ 5.388/mes	25%	30%
IRPF	Distribución de utilidades de sociedades sin contabilidad suficiente (*)	3%	7%
IRPF	Renta de capital sobre intereses (**) superior a 1 año	3%	7%
IRPF	Renta de capital sobre intereses (***) menor a 1 año	5%	7%
IRPF	Renta de trabajo hasta US\$ 754/mes	0%	0%
IRPF	Renta de trabajo entre US\$ 755 y US\$ 1.077/mes	10%	10%
IRPF	Renta de trabajo entre US\$ 1.078 y US\$ 1.616/mes	15%	15%
IRPF	Renta de trabajo entre US\$ 1.617 y US\$ 3.232/mes	20%	24%
IRPF	Renta de trabajo entre US\$ 3.233 y US\$ 5.387/mes	20%	25%
IRPF	Renta de trabajo entre US\$ 5.388 y US\$ 8.080/mes	22%	26%
IRPF	Renta de trabajo entre US\$ 8.081 y US\$ 12.390/mes	25%	31%
IRPF	Renta de trabajo mayor a US\$ 12.390/mes	30%	36%
IVA	Compras con débito en cuenta o dinero electrónico	20%	18%

(\*) Prestadoras de servicios profesionales y personales  
 (\*\*) De depósitos en MN y UI superiores a 1 año en instituciones financieras de plaza, y otros  
 (\*\*\*) De depósitos en MN y UI a menos de 1 año en instituciones financieras de plaza sin cláusula de ajustes.

Respecto al IRAE se limita la deducción de pérdidas fiscales de ejercicios anteriores y se elimina la deducción de sueldos fictos de socios.

Con las medidas, el gobierno pretende reducir el déficit fiscal a 2,5% del PIB (3,7% en abril 2016) identificado como uno de los problemas macroeconómicos actuales (el otro es la inflación: 11% i.a mayo 2016).

No caben dudas que la mayor parte del ajuste recae sobre los impuestos a las personas físicas en detrimento de las rentas de las empresas, buscando evitar la movilidad del capital al exterior. Sin embargo, en el actual contexto de muy bajo nivel de crecimiento, las medidas deberían complementarse con estímulos a la actividad, de forma de mitigar el desempleo y la caída de los ingresos de las familias. La menor capacidad de las empresas para invertir y del ingreso disponible de las familias para consumir, refuerzan la situación de estancamiento de la economía. ■

Uruguay	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	3,2	1,0	0,5	1,6
<b>Consumo final de los hogares (%)</b>	3,0	0,0	0,1	1,3
<b>Inversión (%)</b>	2,4	-8,2	-2,0	1,5
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	6,5	7,5	8,0	7,9
<b>Inflación - IPC (%)</b>	8,3	9,4	10,8	9,5
<b>Tasa de cambio \$/US\$</b>	24,3	29,9	34,4	38,6
<b>Cuenta corriente (% PIB)</b>	-4,6	-3,6	-3,5	-3,4
<b>Resultado global del sector público (% PIB)</b>	-3,4	-3,5	-4,0	-3,6

Fuente: *Oikos*

### Sigue la lucha por el sistema cambiario

En las últimas semanas ocurrieron dos eventos importantes. Por un lado, el tipo de cambio no oficial, después de mantenerse más o menos estático, empezó a perder valor. Por otro, hemos leído múltiples declaraciones del vicepresidente para el Área Económica, Miguel Pérez Abad, afirmando que falta poco para la puesta en marcha del nuevo sistema cambiario, el cual será un sistema libre que reconocerá el mercado.

Desde el anuncio del Sistema Complementario de Divisas (Dicom), antiguo Simadi, este se ha venido depreciando de forma continua. Cuando salió la Gaceta Oficial el 9 de marzo, la cotización del Dicom se encontraba en VEF 206,8/US\$, mientras que el pasado viernes 27 de mayo la cotización cerró en VEF 579,0/US\$. Esto es todo un récord, si tomamos en cuenta que el antiguo Simadi, desde que empezó y hasta quedarse estacionado en VEF 199,9/US\$, se depreció solo 16,9% en tres meses.

Por otra parte, la tasa del tipo de cambio paralelo parece ser la que se ha quedado estacionada, incluso parece estar retrocediendo. Si lo ponemos en los mismos términos del Dicom, tenemos que el 9 de marzo, cuando este nuevo sistema empezó, la tasa del mercado no oficial se encontraba en VEF 1.184,9/US\$, mientras que el pasado 9 de junio la misma cerró en VEF 996,6/US\$, lo que representa una apreciación de 18,5%. Aunque hubo más acontecimientos entre esas dos fechas, sorprende que la tasa del tipo de cambio paralelo haya perdido VEF 188,3/US\$ después de una tendencia alcista que parecía imparable.

Ahora bien, hablemos un poco sobre que se está discutiendo tras bastidores. Según información recabada por Ecoanalítica, Miguel Pérez Abad, vicepresidente del Área Económica, ha echado mano de la ayuda de un grupo de economistas provenientes de la banca de inversión que han elaborado un plan, que llamaremos el "Plan Abad", sobre cómo debe operar el mercado cambiario y la economía:

1. Deslizar la tasa del Dicom. La tesis del Plan Abad establece la depreciación del tipo de cambio del Dicom hasta que este alcance el paralelo. Parece que hasta ahora han tenido éxito con esto.
2. Abatir al paralelo. El plan Abad tiene como objetivo tumbar la cotización del tipo de cambio paralelo a través de una estrategia que abarca la reducción de la liquidez, la disminución del gasto público y la venta de divisas por parte de Pdvsa a la tasa no oficial. Según información que nos ha llegado a Ecoanalítica, Pdvsa podría hacer ventas diarias en el mercado no oficial en los próximos diez días hábiles por el orden de los US\$800.000 y US\$1,5 millones.
3. En cuanto al control de precios, el Plan Abad plantea la definición de un núcleo de bienes de primera necesidad que son los que se van a mantener controlados con ajustes periódicos, mientras que el resto de los bienes se irá liberando gradualmente.
4. En vista del efecto que puede tener la liberalización de los precios de los bienes regulados en la inflación y en el poder adquisitivo de la población, Pérez Abad plantea la entrega de subsidios directos a las familias de menores recursos a través de la Tarjeta Misión Socialista para los Hogares de la Patria.
5. En cuanto al servicio de la deuda externa, Abad y sus asesores plantean la promoción de un canje voluntario de la deuda de Pdvsa a vencerse este octubre y noviembre.

6. Por último, el ministro Pérez Abad, como planteó desde su designación, defiende que el Dipro se mantenga, pero que su cotización se vaya ajustando trimestralmente.

Como vemos, la propuesta del vicepresidente Pérez Abad está lejos de plantear la eliminación del control de cambio; sin embargo, en nuestra opinión es la estrategia que va en la dirección correcta y esperamos que logre ponerla en práctica. No obstante, dados los precedentes y el inmenso poder que ostentan los radicales dentro del Gobierno, en Ecoanalítica pensamos que nos encontramos en un momento de mucha incertidumbre donde las siguientes semanas serán cruciales para conocer el destino de este plan. Adicionalmente, de se ser implementada la propuesta de Pérez Abad, somos de la opinión de que debe venir acompañada de medidas de estímulo mucho más agresivas en materia fiscal y macroeconómica para que tenga éxito y se observen efectos positivos en el conjunto de la economía.

Venezuela	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	-3,9	-5,7	-6,2	3,4
<b>Consumo final de los hogares (%)</b>	-3,4	-7,8	-6,4	6,9
<b>Inversión (%)</b>	-16,9	-17,6	-11,0	9,4
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	7,0	6,8	7,0	6,8
<b>Inflación - INPC (%)</b>	68,5	180,9	319,3	131,5
<b>Tasa Overnight (%)</b>	10,7	5,4	NA	NA
<b>Tasa de cambio VEB/US\$</b>	6,3	6,3	15,0	504,9
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	1,6	-10,7	-10,3	0,8
<b>Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)</b>	-19,6	-20,2	-17,6	-11,4

Fuentes: Ecoanalítica