

**Argentina**

La suspensión del alza del gas residencial refleja falta de política económica

**(Ecolatina)**.....Página 2**Bolivia**

El país frente a sus desafíos de mediano plazo

**(Cainco)**.....Página 4**Brasil**

“Margem de erro do novo governo é bastante pequena”

**(Tendências)**.....Página 6**Chile**

Economía Chilena: Se Mantienen las Tendencias

**(Gemines)**.....Página 8**Colombia**

El reverso de la inflación

**(Econometría)**.....Página 10**Ecuador**

El Gobierno reconoce la contracción y trata de moderarla con más deuda

**(Cordes)**.....Página 12**México**

La deuda pública se convierte en un lastre

**(Consultores Internacionales)**.....Página 14**Perú**

Reglas flexibles

**(Macroconsult)**.....Página 16**Uruguay**

Luces y sombras de los datos de turismo de la primera mitad del año

**(Oikos)**.....Página 18**Venezuela**

Un paso para adelante y dos para atrás

**(Ecoanalítica)**.....Página 20

### La suspensión del alza del gas residencial refleja falta de política económica

A mediados de agosto la Corte Suprema suspendió el incremento de la tarifa de gas a los usuarios residenciales llevado a cabo por el gobierno. El argumento legal para dicha decisión fue la falta de audiencias públicas para cambiar el cuadro tarifario del gas (en distribución, en transporte y en boca de pozo). Además, el máximo tribunal alertó al Ejecutivo de la necesidad de implementar la corrección con “gradualismo”.

Este fallo se convirtió en el primer traspie significativo del Gobierno de Macri. El poder Ejecutivo invirtió mucho capital político para intentar solucionar el atraso tarifario y reducir el déficit fiscal pero no ha recogido mayores beneficios. Más aún, el freno del alza del gas residencial expuso una secuencia de errores auto-infligidos en diversos planos de la administración central.

El principal desacierto en materia económica fue que la decisión no estuvo inserta en un plan económico integral, sino que respondió a una lógica sectorial/parcial del problema que no tenía en cuenta las implicancias globales de la medida. La implementación fue muy defectuosa: más allá de la magnitud del ajuste, el gobierno no tuvo en cuenta el timing (debería haber prorrateado el aumento de cara al inicio del invierno) ni las consideraciones respecto del cuadro vigente en el Sur del país. Las modificaciones aplicadas por el gobierno corrigieron parte de los defectos (se puso un límite a la suba del gas) pero terminaron poniendo un tope a la factura sin importar el consumo.

En el plano político, el gobierno quiso solucionar el problema expeditivamente sin consensuar con los demás actores. Además, falló en la comunicación: no explicó correctamente a la población las razones detrás de una medida impopular. Y, por último, el gobierno confió en que podía modificar el cuadro tarifario sin realizar audiencias públicas y que el fallo de la Corte Suprema iba a ser favorable.

La reacción del oficialismo post fallo luce alentadora: respetó el fallo judicial, convocó a audiencias públicas, sumó el asesoramiento de ex ministros de Energía, y planteó un incremento del precio del gas gradual y previsible (se habla de un techo de 300% y eliminar los subsidios de cara a 2019).

Sin embargo, la pregunta del millón es si el gobierno podrá aprender de los errores cometidos y corregir las falencias del proceso de toma de decisiones en diversos aspectos. Lamentablemente, la compleja situación económica no da margen para ensayar un método de prueba y error. El deterioro socioeconómico ha sido muy significativo en el primer semestre (el desempleo roza 10% y la pobreza afecta a más de un 30% de los habitantes de nuestro país). La ausencia de una figura que articule y comunique un plan económico consistente se vuelve cada vez más necesaria.

Ahora bien, en el corto plazo la decisión de la Corte tiene un impacto positivo en materia de inflación (volver al cuadro tarifario del gas implica una caída del IPC GBA de 1,5 p.p.) morigerando los reclamos de reapertura de paritarias. Y si bien genera una mejora transitoria del ingreso de las familias (quienes pagaron con aumentos percibirán el correspondiente descuento en las próximas boletas) es a costa de un mayor gasto estatal en subsidios (se elimina un recorte de \$20.000 M).

Resta definir si antes de fin del año el Ejecutivo logrará implementar un nuevo cuadro tarifario para la energía (el ajuste de la luz también está frenado judicialmente). También tendrá que decidir si está dispuesto a profundizar el déficit fiscal o si va a compensar el menor recorte de subsidios energéticos morigerando el impulso a la obra pública anunciado para la segunda mitad del 2016.

De todas formas, el mayor daño del episodio tarifas es el deterioro de las expectativas de los agentes respecto de la capacidad del gobierno de encauzar el rumbo económico. La pérdida de confianza, las dudas sobre la consolidación fiscal y el deterioro de las condiciones de gobernabilidad, generan incertidumbre retrasando la concreción de inversiones y la recuperación de la actividad.

Por suerte, el gobierno cuenta con una bala de plata para volver a recuperar la iniciativa y mostrar resultados positivos en materia económica: el blanqueo de capitales. Pero a diferencia de unos meses atrás, la exigencia sobre su resultado es más elevada. Sólo un abultado monto sincerado puede disipar las crecientes dudas sobre el plan económico oficial, especialmente en materia fiscal. La promesa del gobierno de incentivar el gasto vía obra pública y aumento de jubilaciones requiere un influjo extraordinario de recursos fiscales que sólo este puede generar: el margen para seguir endeudándonos luce acotado en 2016 ya que los mercados están empachados de bonos locales. ■

### Principales proyecciones para 2016 y 2017

Argentina	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PBI (%)	-1,7	1,7	-2,0	3,5
Consumo (%)	-1,2	1,8	-1,4	3,1
Inversión (%)	-7,9	4,9	-2,8	8,0
Tasa de desempleo promedio anual (%)	10,5	8,6	11,0	10,2
Inflación - IPC (%)	37,7	29,2	40,5	22,8
Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)	26,4	21,6	26,8	24,4
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	8,5	11,4	15,9	19,2
Cuenta Corriente (% PBI)	-1,4	-2,5	-3,1	-4,0
Resultado Primario Nacional genuino* (% PBI)	-2,7	-4,1	-4,4	-4,2

Fuente: Ecolatina.

\* Excluye DEGS, traspasos y utilidades del B

## El país frente a sus desafíos de mediano plazo

Entre mediados de la década de 2000 y de 2010 se observaron dos hechos relevantes. En el plano externo, los términos de intercambio estuvieron en los niveles más altos de los últimos 40 años; y el crecimiento de las economías emergentes repuntó, implicando mayor demanda de productos nacionales.

En el plano interno y luego de un periodo agudo de inestabilidad económica y social a inicios de 2000, el ambiente macroeconómico mejoró ostensiblemente. Tomando como referencia el Reporte de Competitividad Global, en 2003 el país se encontraba entre el 20% de países con peor manejo macroeconómico. En contraposición y 10 años después, el país se ubicó en el 20% con mejor ambiente macroeconómico.

A la luz de la historia, es muy pronto para identificar si, como titularon famosos economistas un artículo académico en 1993, cuánto de esto fue buena suerte y cuánto buenas políticas. Uno de los hitos alcanzados es que el país alcanzó visibilidad en los rankings de crecimiento latinoamericano e incluso ha sido el de más alto dinamismo en los últimos años.

Hoy el contexto ha cambiado dramáticamente: los términos de intercambio han vuelto a niveles parecidos a los de los años noventa y el dinamismo de las economías socias comerciales de Bolivia ha caído de forma importante. En el plano macroeconómico, los déficit fiscal y externo (o de cuenta corriente) rozaron el 7% del PIB en 2015.

Este contexto muestra la necesidad de tornar la atención hacia los desafíos de mediano plazo puesto que las perspectivas para el contexto externo han cambiado desde fines del año pasado en dos aspectos: la continuidad de recesión en el ámbito latinoamericano y de la caída del precio internacional de los hidrocarburos, principal producto de exportación del país.

En tal sentido, las perspectivas de crecimiento para 2016 han sido gradualmente ajustadas hacia la baja. Por el lado de la demanda, la corrección está fundamentada en bajo dinamismo en la inversión. En efecto, la moderada ejecución de la inversión pública en 2015 y el alto déficit fiscal alcanzado (casi 7% del PIB) que impulsarían a que el gobierno pueda adoptar una política moderada de contención del gasto corriente y de capital, con el fin de mejorar el estado de las finanzas públicas.

En el ámbito privado persiste la sensación de incertidumbre observada desde mediados del año pasado, que frenaron las compras de bienes de capital desde el exterior. Unido a problemas regulatorios en el ámbito microeconómico, especialmente en comercio exterior y el mercado laboral, impedirían un crecimiento de la formación bruta de capital por parte de las empresas.

De todas formas, los envíos al exterior continuarían cayendo principalmente porque el precio del barril de petróleo ha estado en torno a \$us40, en el rango inferior de las estimaciones oficiales y de otras entidades que apuntan a uno en el rango \$us40-50.

En tal dirección, 2016 se observaría déficit en la balanza comercial como en la cuenta corriente que, a pesar del importe respaldo de las reservas internacionales (en torno a un tercio del PIB), los cuales implicarán un dilema de política en cuanto a su financiamiento en el tiempo.

En resumen, la economía boliviana continuaría desacelerándose pero se mantendría comparativamente dentro de las economías más dinámicas de la región, con los desafíos de mitigar la importante caída de los recursos externos y públicos y promover la actividad productiva, pese a las trabas estructurales que impidieron a Bolivia crecer a una tasa aún más alta durante el auge del “superciclo”. Estos dos aspectos implicaron transformaciones económicas y sociales como la reducción de la pobreza y la desigualdad,

Para ello será importante continuar con el diálogo público y privado iniciado dos meses atrás entre las principales entidades empresariales a la cabeza de la Confederación de Empresarios Privados y el gobierno nacional en temas de productividad, exportaciones, inversión (nacional y extranjera) y turismo.

En caso de que éstas u otras instancias de coordinación pública y privada sean fructíferas, podrían implicar una respuesta de conjunto a un contexto distinto que requiere la atención del caso con el ánimo de seguir siendo una de las economías más dinámicas de Latinoamérica y seguir percibiendo los efectos en la reducción de pobreza y generación de empleo.

La no concreción de un diálogo de esta naturaleza podría socavar los equilibrios políticos y sociales. Una muestra de ello fue la protesta del sector minero agrupado en cooperativas, que derivó en la muerte de una alta autoridad gubernamental y de cuatro obreros del sector, además de varios heridos. Aunque el motivo como tal fueron requerimientos de este grupo, la causa principal radicaría en los efectos que ha tenido la caída de precios en la minería. ■

### Principales proyecciones para 2016 y 2017

Bolivia	2013	2014	2015	2016p	2017p
<b>Crecimiento del PIB (var %) <sup>(1)</sup></b>	6,8	5,5	4,8	3,7	3,9
<b>Consumo privado (var %) <sup>(1)</sup></b>	5,9	5,4	5,1	4,7	4,0
<b>Inversión total (var %) <sup>(1)</sup></b>	11,7	9,9	4,6	-2,0	3,0
<b>Tasa de desempleo abierta urbana (%) <sup>(2) (e)</sup></b>	4,0	3,5	4,0	5,0	5,5
<b>Tasa de Inflación a fin de periodo (%) <sup>(1)</sup></b>	6,5	5,2	3,0	5,5	4,5
<b>Tasa de títulos a 91 días, fin de periodo (puntos básicos) <sup>(3)</sup></b>	1978	415	4	1800	2000
<b>Tipo de cambio Bolivianos por USD (fin de período) <sup>(3)</sup></b>	7	7	7	7	7
<b>Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% de PIB) <sup>(3)</sup></b>	3,4	0,0	-6,5	-5,6	-5,0
<b>Balance público del sector público (% del PIB) <sup>(4)</sup></b>	0,7	-3,4	-6,8	-5,5	-4,5

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

### **“Margem de erro do novo governo é bastante pequena”**

O Brasil inaugura uma nova etapa da sua história política com a transição de governo, a partir do impeachment da ex-presidente Dilma. O governo Temer começa sob o olhar atento da opinião pública e dos agentes de mercado, em linha com a peculiaridade do momento histórico. A recuperação da economia brasileira passa necessariamente pela reversão do quadro de instabilidade política.

A votação final do Senado Federal abriu espaço para a inauguração de um novo mandato presidencial. A transição política é acompanhada de perto pelos agentes econômicos, em função da expectativa de que a mudança no comando político resulte em ganhos de governabilidade. Apesar da retórica do Planalto, o tema impeachment, contudo, não deverá sair tão cedo do noticiário político. O “fantasma” da transição de mandato deve ser componente central do debate público, especialmente com a proximidade do calendário eleitoral. A ausência de uma hegemonia da tese pró-impeachment reforça essa interpretação. O custo de eventual fracasso do novo governo em gerar novos resultados deve ser significativo.

O potencial efeito econômico do impeachment não deve levar à interpretação de que ele “já passou”. O processo atual de transição não resultou em traumas institucionais, tendo em vista a pacificidade e funcionalidade das instituições brasileiras. Houve conflito retórico, o que não chega a ser surpreendente. Sob a perspectiva do comportamento político, contudo, o impeachment gerou traumas e desafios a serem enfrentados nos próximos anos. A sociedade brasileira atual não é um retrato do começo dos anos 1990, época do impeachment de Collor. O passado de eleições gerou expectativa de mudança de governo por meio do processo eleitoral. Além disso, as redes sociais contribuem para dar voz para diferentes grupos sociais. A sociedade brasileira monitora de perto o comportamento dos diferentes partidos. A polarização partidária não se esgota com a votação no Senado.

É fato, contudo, que a troca de governo é uma janela de oportunidade para a melhoria na governabilidade. A chave para o sucesso passa pela relação entre PMDB e PSDB, ou ainda, pela capacidade do presidente Temer em minimizar os conflitos em meio a um contexto turbulento.

A votação fatiada do impeachment presidencial expressa um desafio central para a governabilidade da administração Temer: construir uma coalizão com capacidade propositiva. Nesse sentido, o placar de apoio ao impeachment não deve ser tomado como expressão do apoio à agenda de Temer. Há uma coalizão de veto ao petismo, mas não existe devidamente uma base para votar as medidas no plano econômico, especialmente no ajuste fiscal. Uma coalizão com dois grandes partidos potencialmente tem efeito perverso para o consenso da agenda legislativa. A relação ambígua entre as duas legendas sustenta os riscos de não aprovação da essência da agenda fiscal.

A gestão da base de Temer, em boa medida, reflete os mesmos desafios de coordenação. PMDB e PSDB são partidos com ambição nacional e que, a despeito da parceria na construção do processo de impeachment, disputam o protagonismo no campo do antipetismo. Em boa medida, a decisão de apoiar a saída da ex-presidente Dilma, trouxe um desafio de longo prazo para os tucanos: o reforço da rivalidade na centro-direita. Ao ocupar a cadeira presidencial, os peemedebistas se tornam o principal adversário tucano, dada a existência do eleitorado órfão com a crise econômica e desgaste petista.

A decisão de proteger os direitos políticos da presidente Dilma é mais um capítulo na novela para adequar os objetivos estratégicos entre tucanos e peemedebistas. O primeiro momento desse embate foi expresso na discussão do ajuste fiscal. O PSDB pressiona o governo para não aprovar aumento salariais para diversas categorias do funcionalismo público e foi um dos principais críticos dos recuos do Planalto nas renegociações das dívidas estaduais. Trata-se de uma decisão racional. O partido quer transferir os custos das decisões impopulares para o PMDB, minimizando os custos eleitorais. As eleições passadas mostraram que a polarização com o PT colocava o PSDB como a principal fonte de risco para agenda social. O partido quer evitar esse ingrato status. Além disso, o início do período reformista pode facilitar a condução econômica em eventual governo tucano, a partir de 2019.

Há três variáveis centrais que explicam que, a despeito desses desafios, o governo Temer deverá, de fato, gerar uma maior governabilidade no sistema político brasileiro, especialmente na agenda econômica. A primeira se refere ao senso de urgência de peemedebistas e tucanos em gerar fatos novos para superar o impasse político. A segunda variável decorre da ausência de opções críveis no campo da política econômica. Temer não tem alternativa, que não passe pelo ajuste fiscal. Eventual falha na implementação das políticas de ajuste, especialmente fiscais, deverá corroer ainda mais a popularidade do governo, dados os efeitos econômicos negativos. A terceira diz respeito ao monitoramento dos agentes econômicos, especialmente de mercado, do comportamento do governo. A margem de erro é bastante estreita, pois o fim do impeachment deve reforçar a cobrança dos agentes. ■

### Principais projeções para 2016 e 2017

Brasil	2014	2015	2016	2017
<b>Crescimento do PIB (%)</b>	0,1%	-3,8%	-3,1%	1,5%
<b>Consumo (%)</b>	1,3%	-4,0%	-4,3%	0,1%
<b>Investimentos (%)</b>	-4,5%	-14,1%	-8,5%	3,0%
<b>Taxa de desemprego (%)</b>	6,8%	8,5%	11,7%	13,1%
<b>Inflação - IPCA (%)</b>	6,4%	10,7%	7,4%	5,0%
<b>Taxa nominal de juros - Selic (%)</b>	11,75%	14,25%	13,75%	11,50%
<b>Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)</b>	2,66	3,90	3,42	3,53
<b>Conta corrente (% PIB)</b>	-4,3%	-3,3%	-1,1%	-1,7%
<b>Resultado nominal do setor público (% PIB)</b>	-6,0%	-10,4%	-9,5%	-9,4%

Fonte: Tendências

## **Economía Chilena: Se Mantienen las Tendencias**

Las cifras oficiales de actividad económica, publicadas por el Banco Central el 18 de agosto pasado mostraron un panorama levemente mejor a aquel exhibido por los datos del IMACEC acumulado a junio. En efecto, el crecimiento del primer semestre fue de 1,9% de acuerdo a las cifras del Banco Central en vez de 1,7%, según las preliminares. No obstante lo anterior, hubo poco de que alegrarse con esta entrega, toda vez que igual se produjo una desaceleración clara entre el primer (2,2%) y segundo trimestres (1,5%) y este último se redujo respecto del anterior en términos desestacionalizados, a una tasa anualizada de 1,4%. Adicionalmente, todas las formas de interpretar las cifras muestran una pérdida de dinamismo adicional que se ratificó con el IMACEC de julio que, pese a crecer marginalmente respecto a junio ajustado por estacionalidad (0,1%), se elevó apenas 0,5% respecto del mismo mes de 2015. El depresivo ambiente económico que impera se evidencia sin necesidad de mayores comentarios, citando que la discusión entre los analistas es respecto a cuál es la probabilidad de una recesión “técnica”, es decir, que se produzca un segundo trimestre consecutivo de baja en la actividad. Nuestra impresión, en todo caso, es que es poco probable que este fenómeno se dé pero, estamos convencidos de que la actividad continuará languideciendo el resto del año y, probablemente, al menos durante el primer semestre de 2017.

Mejores noticias ha habido en el frente inflacionario, toda vez que la variación del IPC de agosto fue nula, permitiendo que la inflación en doce meses se redujera a 3,4%, dejándola por primera vez, lo mismo que a los indicadores subyacentes, claramente al interior del rango de tolerancia de la política monetaria, es decir, entre 2% y 4%. Esta es la primera que se da esta situación desde marzo de 2014. Si bien el panorama de septiembre se visualiza un poco más complejo en materia de precios, todo indica que la variación del IPC se ubicará este año cerca de la meta de 3%, lo que no sucedía desde 2013. Este panorama, junto a la mantención de las expectativas firmemente ancladas en torno a la meta de inflación y la debilidad adicional de la economía, llevaron al Banco Central a quitar el sesgo contractivo de la política monetaria pero, como se ratificó en el Informe de Política Monetaria (IPOM) del 7 de septiembre, fue muy cauto ante la posibilidad de una política más expansiva. No obstante lo anterior, ya han aparecido analistas e, incluso, ex presidentes del Banco Central, justificando una o dos reducciones en la TPM en los próximos meses. En nuestra opinión, estas propuestas no tienen un fundamento sólido y, por el contrario, los riesgos de un eventual rebote en la inflación aconsejan mantener una actitud prudente respecto de la política monetaria, sobre todo, porque su utilidad para reactivar el crecimiento parece menos que escasa. A las alzas de precios internacionales de los alimentos se suma el potencial efecto, sobre el tipo de cambio, de sorpresas en la política monetaria de Estados Unidos u otros shocks externos que podrían elevar nuevamente la inflación.



En el ámbito fiscal no se han producido mayores novedades y no se espera que las haya hasta el 30 de septiembre, último día en que se puede presentar el proyecto de ley de presupuesto al Congreso. Lo que sí sabemos es que el presupuesto sería austero y que el crecimiento potencial, clave para la confección del presupuesto estructural (y determinar la capacidad de crecimiento sostenible del gasto) se redujo de 3,5% el año pasado a 3%, mientras el precio del cobre de largo plazo se redujo marginalmente a US\$2,56 la libra. El crecimiento del gasto público y la evolución prevista en el déficit cíclicamente ajustado serán las variables claves que estaremos mirando el día 30, ya que son estas variables las que definirán la actitud de las clasificadoras de riesgo internacionales respecto de la perspectiva de nuestra clasificación, actualmente estable.

En el ámbito político, la noticia más importante ha sido que el ex presidente Ricardo Lagos anunció oficialmente que intentaría buscar la presidencia de la república en 2017, representando a la coalición de gobierno. Este anuncio sorprendió por lo anticipado, pero Lagos se vio forzado a dar este paso por su deteriorada posición en las encuestas que se han publicado recientemente. La reacción dentro del bloque oficialista fue no todo lo positiva que se podría haber esperado y, en los días posteriores se ha sabido que varios otros aspirantes podrían competir con Lagos en una primaria para determinar quién los representará. Hasta ahora, han anunciado su pre candidatura la senadora Isabel Allende, hija del ex presidente, del Partido Socialista (PS), lo mismo que el ex ministro José Miguel Insulza (PS) y el senador independiente Alejandro Guillier, apoyado por el Partido Radical. En la oposición, también hay muchos nombres, pero el que muestra mejores resultados en las encuestas es el ex presidente Sebastián Piñera que, además, derrotaría a los tres pre candidatos gobiernistas mencionados, siendo la elección más estrecha con Guillier. Hasta noviembre de 2017 falta mucho todavía, por lo que el escenario puede modificarse en muchas direcciones. Habrá que seguir analizando la evolución de los acontecimientos políticos. ■

### Principales proyecciones para 2016 y 2017

Chile	2014	2015	2016	2017
Cuenta Corriente (% PIB)	1,9	2,1	1,6	1,8
Consumo Privado (%)	2,2	1,5	1,7	1,9
Inversión (%)	-6,1	-1,5	-1,0	0,8
Tasa de Desempleo (%)	6,4	5,8	7,0	7,0
Inflación - IPC (%)	4,6	4,4	3,4	3,1
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	3,0	3,50	3,50	3,50
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	613,0	721,5	690,0	690,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-2,0	-2,0	-2,2
Resultado del Gobierno Central (% PIB)	-1,6	-2,2	-3,5	-3,2

Fuente: Gemines Consultores

### El reverso de la inflación

La economía colombiana venía enfrentando una tendencia al alza de los precios, particularmente generada por el incremento en los precios de los alimentos. Factores externos, como el fenómeno de El Niño, e internos como el paro nacional de transportadores, habían afectado en 2015 la oferta de productos de consumo resultando en mayores costos para los consumidores.

Sin embargo, durante el mes de agosto, el país evidenció un reverso en la inflación. La inflación mensual se situó en -0,32%, y la inflación anual fue de 8,1%, menor al 8,97% observado para julio. El cambio en los precios se generó principalmente en los bienes regulados, donde se incluyen combustibles, servicios públicos y transporte, cuya inflación acumulada de 12 meses pasó de 6,4% a 6,1% entre julio y agosto. Un comportamiento similar se presentó en la inflación de los bienes transables, aquellos que pueden ser importados, la cual disminuyó en el acumulado de 12 meses de 7,9% en julio a 7,53% en agosto.

Este cambio en la tendencia del crecimiento de los precios se vio rápidamente reflejado en las expectativas de los analistas financieros. En la más reciente encuesta publicada por el Banco de la República se evidencia que uno de cada dos analistas espera que la inflación a diciembre de 2016 no sobrepase el 7%, y que en agosto del próximo año se reduzca a niveles menores al 4,5%.

Otro aspecto en el que se evidencia el efecto inmediato del reverso de la inflación es la decisión de intervención en el mercado de oferta monetaria por parte del Banco de la República. En agosto de 2015, la tasa de intervención del mercado se situaba en 4,5%. En el mismo mes de 2016, la tasa de intervención se sitúa en 7,75%, debido a las decisiones de política monetaria que ha tomado la Junta Directiva de esta instancia para controlar la inflación. En las reuniones mensuales realizadas durante todo este año y durante el último cuatrimestre del año pasado, el Banco había anunciado el incremento de la tasa de interés de intervención en 25 o 50 puntos básicos. No obstante, en la última reunión realizada en agosto, se anunció que por primera vez en 12 meses se mantendría sin cambios el valor de la tasa de interés de intervención.

Si bien aún es temprano para afirmar que el reverso de la inflación ha tenido efecto sobre el mercado cambiario, durante el mes de agosto el peso colombiano se apreció levemente respecto al dólar americano (0,01%), situándose en 2.971,2 COP/USD. En esta misma línea, el EMBI Colombia, indicador del riesgo país, disminuyó en agosto 6% respecto al mes anterior, y el índice de la Bolsa de Valores incrementó en 8% durante el mismo periodo. También llama la atención el incremento en la inversión extranjera de portafolio en Colombia, la cual pasó de US\$581 millones en julio de 2016 a US\$ 1110 millones en agosto del mismo año.

Respecto al crecimiento de la economía colombiana, algunas variables relacionadas con el incremento de la producción muestran tendencias positivas. La demanda de energía incrementó en 15% entre julio y agosto de 2016 y la inversión extranjera directa

aumentó en 2% en este periodo. El aumento en la inversión extranjera directa (IED) se generó principalmente en sectores diferentes al sector minero y petrolero, pues en estos sectores disminuyó en 17%, mientras que la IED en otros sectores aumentó en 23%.

Las tendencias de las variables relacionadas con el crecimiento de la economía y el reverso de la inflación coinciden con un mayor optimismo de los productores y consumidores colombianos. El índice de confianza comercial incrementó en 6% y el índice de expectativas de los consumidores en 24%.

No obstante, las perspectivas en el mercado laboral no son positivas. Las cifras muestran que el desempleo se sitúa en 9,8% comparado con 8,9% en el mes anterior. Esto se explica principalmente por un crecimiento de la oferta laboral de 0,6% que contrasta con una reducción de la demanda laboral de -0,5% durante este periodo. La información oficial muestra que a nivel urbano el desempleo alcanzó cifras del 10,4%, comparado con 10,2% en el mes anterior, con un incremento del 0,6% en la oferta laboral y una reducción del -0,9% en la demanda. A nivel sectorial, la industria manufacturera y los sectores de suministro de electricidad, gas y agua e intermediación financiera, son los que han disminuido su ocupación en mayor proporción con reducciones de -4,5%, -4,4% y -3,4% respectivamente.

En conclusión, la economía colombiana evidenció durante este mes un reverso en la tendencia a la alza de los precios, lo que resultó en una inflación negativa que no se presentaba en el país desde noviembre del 2013. La desaparición de factores adversos pero transitorios como el Fenómeno del Niño y el paro nacional de transportadores, permitieron que los precios de los bienes de consumo recuperaran sus valores promedio. Si bien aún es muy temprano para evidenciar efectos de este reverso sobre el mercado cambiario y el crecimiento de la economía, se observa un efecto inmediato sobre las decisiones de política monetaria del Banco de la República y sobre las expectativas de los analistas financieros. Ahora tendremos que esperar los efectos de este cambio de tendencia sobre la producción, y analizar en detalle las causas de las negativas perspectivas del mercado laboral. ■

### Principales proyecciones para 2016 y 2017

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

#### Fuentes de datos históricos:

- (1) Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE.
- (2) Banco de la República.

## El Gobierno reconoce la contracción y trata de moderarla con más deuda

El Banco Central del Ecuador (BCE) ha sido en las últimas semanas la institución que más noticias ha generado en materia económica. Por un lado, publicó (con varias semanas de retraso) el boletín de cuentas nacionales anuales con información hasta 2015, así como las proyecciones de crecimiento para 2016. Por otro lado, incrementó significativamente el saldo de sus créditos al Gobierno, que continúa con la estrategia de “patear el ajuste hacia adelante” que mencionamos en el informe del mes pasado.

Según los nuevos cálculos del BCE, el año pasado la economía ecuatoriana creció 0,2%, apenas por debajo del 0,3% que venía sosteniendo en base a la suma de los resultados trimestrales. Por el enfoque del gasto, el nuevo informe del BCE presenta varias correcciones respecto al anterior: el resultado de la formación bruta de capital fijo (FBKF), concepto que se refiere a la inversión física, principalmente en construcción y en maquinaria y equipo, pasó de -2,5% a -5,9%; el del consumo de los hogares de 0,2% a 0%; el del consumo del gobierno de 1,1% a 0,6% y el de las exportaciones de 0,2% a -0,4%. Si todos esos componentes del PIB mostraron en 2015 resultados peores que los que el BCE venía estimando, ¿cómo es posible que el desempeño de la economía en su conjunto haya sido revisado apenas en 0,1 puntos porcentuales (de 0,3% a 0,2%)? La principal explicación está en la corrección que se registra en las importaciones. Antes el BCE estimaba que éstas se habían contraído 6% en 2015 y ahora calcula que la caída fue de 8,6%. Contablemente, una mayor caída de las importaciones favorece al resultado del PIB porque mejora el desempeño de las “exportaciones netas” (exportaciones menos importaciones). Por el enfoque del valor agregado el nuevo informe de cuentas nacionales también deja dudas. Si bien en algunas actividades importantes, como manufactura, comercio y construcción, el resultado se corrigió a la baja respecto al informe previo, el sector “Enseñanza y salud” registra en el nuevo boletín un crecimiento récord de 10,1% (frente al crecimiento nulo que se estimaba anteriormente) que explica 0,8 puntos del crecimiento de la economía en su conjunto.

Para 2016 el BCE proyecta que la economía ecuatoriana se contraerá 1,7%, lo que implica un (tardío) reconocimiento de parte del Gobierno de la gravedad de la situación económica. Sin embargo, esa proyección también presenta inconsistencias. El BCE prevé una caída de 5,4% en la demanda interna, concepto que engloba al consumo de los hogares, del gobierno y la inversión y refleja de mejor manera, por tanto, el desempeño de la actividad al interior del país. Si se prevé un desempeño tan negativo para la demanda interna, ¿cómo se llega a la caída de apenas 1,7% para la economía en su conjunto? Acá nuevamente hay que observar el resultado previsto para las importaciones: el BCE cree que en 2016 éstas se desplomarán 21,2%, lo que significa que en 2016 el Ecuador importará, en volumen, menos que en 2007, pese a que entre ambos años el tamaño de la economía ecuatoriana prácticamente se duplicó. Por el lado del comportamiento de los distintos sectores productivos, el BCE prevé que en 2016, de las 45 actividades detalladas, apenas 13 registrarán un desempeño positivo. Sin embargo, el BCE proyecta que los “otros elementos del PIB”, concepto que se refiere principalmente a impuestos a bienes y servicios, crezca este año 14,5%, el mayor

crecimiento en dolarización. Esa proyección no luce coherente con la caída que se viene registrando en las recaudaciones tributarias ni con las proyecciones del mismo BCE, que anticipan una caída en el consumo público y privado.

El FMI, que antes estimaba que en 2016 la economía ecuatoriana se contraería 4,5%, ahora prevé una caída de 2,3% (aunque en menor medida, también se corrigió la previsión para 2017). En un informe publicado hace algunos meses, el FMI anticipaba que el resultado del Ecuador era muy incierto pues dependía en gran medida de la capacidad del Gobierno para conseguir financiamiento. Y en los últimos meses el Gobierno ha conseguido miles de millones de dólares, no sólo en el mercado externo (según detallamos en el informe anterior) sino también a nivel interno. En este punto, el BCE vuelve a cobrar relevancia, ya que en la última semana de agosto su crédito al Gobierno aumentó en US\$500 millones y en la primera semana de septiembre subió en US\$200 millones más. En otras palabras, en lo que va de 2016 el crédito del BCE al Gobierno (cuyo saldo, US\$3.800 millones, ya casi equivale al de los depósitos públicos en el mismo BCE) aumentó en cerca de US\$ 2.500 millones.

Esta “habilidad” del Gobierno para conseguir recursos –que le han permitido reducir el saldo de los atrasos con sus proveedores, lo que, a su vez, se ha traducido en un repunte de los depósitos en el sistema financiero– nos ha llevado también a nosotros a revisar al alza nuestras proyecciones para 2016 (de -3,5% a -2,5%). Sin embargo, dado que la capacidad de endeudamiento del Gobierno no es infinita y que la actividad en su conjunto sigue siendo muy dependiente del gasto público, también hemos revisado nuestras proyecciones para 2017 (de -2,0% a -2,6%), pues consideramos que el próximo año el ajuste que el Gobierno viene postergando hasta pasar las elecciones de febrero ya será inevitable. ■

### Principales proyecciones para 2016 y 2017

Ecuador	2014	2015*	2016	2017
Crecimiento del PIB (%)	4,0	0,2	-2,5	-2,6
Consumo privado (%)	3,4	0,0	-5,3	-3,0
Inversión (%)	3,8	-5,9	-10,0	-8,0
Tasa de desempleo urbano (%)	4,5	5,6	7,5	8,6
Tasa de empleo inadecuado urbano (%)	38,8	39,5	42,4	43,0
Inflación nacional urbana (%)	3,6	3,4	1,4	1,4
Tasa Activa de referencia - BCE (%)	8,1	9,1	8,8	8,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,6	-2,2	-0,5	-0,6
Resultado primario del Gob. Central (% del PIB)	-5,0	-2,0	-5,3	N/D

\*Creemos que los resultados oficiales de cuentas nacionales en 2015 pueden estar sobrestimados y que el déficit primario del Gobierno Central está subestimado es más de 2 puntos del PIB porque se contabilizan ingresos petroleros que no llegaron a las arcas fiscales

Fuente: CORDES

## La deuda pública se convierte en un lastre

Después de contar con un balance primario que mostró superávits de más del 1.0 % del PIB durante 18 años (1990-2008), a partir de 2009 éste presentó una serie de déficits (si bien menores al 1.0 % del producto); aunado a lo anterior, el balance presupuestal que registraba en general déficits menores al 1.0 % del PIB, muestra desde 2009 déficits de más de 2 %. Así, en 2015 el balance presupuestal presentó un déficit del 3 % del PIB y para el 2016, éste se estima sea de 2.9% del PIB.

Lo anterior, ha impactado en el aumento en el coeficiente de endeudamiento como porcentaje del PIB. Por un lado, el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público, SHRFSP (la medida más amplia de endeudamiento), pasó de 31.7 % del PIB en el año 2000 a un estimado de 50.5 % para el 2016. Por su parte, la deuda pública pasó de un saldo del 20.6 % a un estimado de 48.5 % del producto en los mismos años.

El deterioro de las finanzas públicas es de relevancia; aun considerando que el nivel que actualmente presentan es sostenible, preocupa en especial el tamaño y ritmo de crecimiento del déficit y del endeudamiento combinado con bajas tasas de crecimiento del PIB, lo que implica una baja capacidad para solventar estos desequilibrios

Esta situación llevó a que la calificadora Standard & Poor's cambiara de estable a negativa la perspectiva de la calificación crediticia de riesgo soberano de México.

Previó a la entrega del llamado Paquete Económico 2017 -que contiene los Criterios de Política Económica de 2017, la Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación-, se presentaron cambios en el gabinete; así el Secretario de Hacienda, hombre muy cercano al Presidente de la República presentó su renuncia para ser sustituido por que hasta entonces era Secretario de Desarrollo Social. Este movimiento se da con el objetivo de refrescar la imagen del Presidente y mandar el mensaje de que se están tomando acciones necesarias para mejorar el desempeño de la administración pública.

En dicho Paquete Económico 2017, la SHCP mostró una estimación a la baja de la tasa de crecimiento del PIB, pasando de un rango de 2.2% a 3.2% a uno de 2.0 a 2.6% para el cierre de 2016; lo anterior debido a factores como el decremento en la plataforma petrolera y la disminución del dinamismo de la economía estadounidense, particularmente en la producción industrial.

Asimismo, la SHCP estima una inflación de 3.2% y un promedio anual del tipo de cambio de 18.3 pesos por dólar, en lugar de 16.4 pesos por dólar, así como una tasa de interés promedio anual de 3.9% para los Cetes de 28 días.

Por lo que toca al precio del petróleo se prevé 36 dpb, menor al precio de 50 dpb con una plataforma de producción de crudo de 2.13 mdb, inferior a los 2.24 mdb previstos originalmente.

En cuanto a las finanzas públicas se busca que los ingresos tributarios aumenten 6.1% en términos reales, con respecto a lo observado en 2015. Lo anterior como resultado de un

buen desempeño observado en la recaudación del IVA y los IEPS. En particular, se esperan mayores pagos definitivos de las empresas y personas físicas, en el contexto de un aumento tanto en el número de contribuyentes como en los montos pagados, así como por el crecimiento del consumo privado.

Por el contrario, se estima que los ingresos petroleros serán inferiores en 8.2 por ciento en términos reales, respecto a 2015, como resultado de los efectos negativos de las reducciones en el precio del petróleo y en la producción de petróleo crudo y de gas natural.

Para el 2017, y por primera vez desde 2008, se prevé un superávit primario de 0.4% del PIB, el cual se logrará a través de recortes en el gasto público, ya que no se incrementaran los impuestos ni se recurrirá a la emisión de deuda. Con objetivo de superávit primario, el sector público manda señales al mercado de que está comprometido por seguir manteniendo la estabilidad macroeconómica que ha caracterizado al País durante muchos años. En específico, el recorte se llevará a cabo en el gasto programable y será del orden de 239.7 mmp. Para la mayoría de los analistas, este recorte del gasto público tendrá efectos sobre el crecimiento económico de 2017, el cual, sin embargo, se espera sea parcialmente compensado por un mayor crecimiento en Estados Unidos de 2.2%, durante 2017, comparado con 1.5%, esperado para 2016.

De igual forma, se estima un crecimiento del PIB de entre 2% y 3%, el cual estará sustentado por los efectos de las Reformas Estructurales, un mayor dinamismo de la economía estadounidense, el fortalecimiento de la demanda interna apoyada en la generación de empleos formales y la expansión del crédito. Por lo que corresponde a la inflación, se prevé que se ubique dentro del rango objetivo del Banco de México de 3 por ciento +/- uno por ciento.

El precio del petróleo continuará bajo y sujeto a una alta volatilidad, por lo que se ajustó a 42 dpb; asimismo, la plataforma petrolera será menor al valor de 2016, con una producción estimada de 1.92 mbp. En línea, se plantea la liberación gradual del precio de las gasolinas y el diesel. ■

#### Principales proyecciones para 2016 y 2017

México	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (var %)</b>	2,3	2,5	2,3	2,6
<b>Consumo privado (var %)</b>	2,0	3,2	3,1	3,1
<b>Inversión privada (var %)</b>	4,8	6,3	6,3	6,3
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	4,8	4,4	4,1	4,2
<b>Tasa de Inflación (%)</b>	4,1	2,13	3,7	3,8
<b>Cetes 28 días (promedio del periodo, %)</b>	3,0	2,98	3,9	4,5
<b>Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)</b>	14,5	17,07	19,2	19,8
<b>Cuenta corriente de la BP (% de PIB)</b>	-2,1	-1,3	-3,1	-3,2
<b>Balance público del sector público (% del PIB)</b>	-3,2	-3,5	-2,9	-2,4

Fuente: Consultores Internacionales, S.C.

## Reglas flexibles

Existe un creciente uso de reglas fiscales en todo el mundo. Estas tienen como objetivo colocar algún tipo de restricción a largo plazo a la política fiscal mediante la imposición de límites numéricos sobre las variables de ingresos, gastos -sea corriente (gasto en bienes y servicios) o de capital (inversión pública)-, o niveles de deuda máxima. Así, se colocan, principalmente, para alcanzar cuadros de solvencia fiscal y políticas anticíclicas; y también sirven para contener el gasto en épocas de bonanza y evitar comportamientos oportunistas.

Perú no es ajeno a este fenómeno. En 1999 se aprobó la primera Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, cuya última modificación data de 2013: Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, con el número 30099. Esta mantiene como máximo de déficit estructural 1% del Producto Bruto Interno (PBI), pero adiciona que la deuda pública total no puede superar 30% del PBI. Además, brinda una serie de reglas para los gobiernos subnacionales e indica cómo se deben realizar los gastos en época de elecciones. Suma el concepto de déficit fiscal estructural, que se diferencia del observado porque aísla el efecto positivo o negativo de la recaudación proveniente de industrias extractivas por la subida o bajada de las cotizaciones internacionales.

Si bien estas reglas son leyes de la República, no necesariamente van de acuerdo con la realidad. En los últimos meses hemos visto un continuo deterioro de las cuentas fiscales y, según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), a agosto el déficit ha llegado a 3.4% en términos anuales y creciendo. La explicación es que, entre enero y agosto de 2016, la recaudación tributaria cayó 0.5%, mientras que la de ingresos no tributarios lo hizo 3.2%. El gasto total del sector público se expandió 8.1%.

Para tratar de corregir esta situación, que parece se complicará con el correr de los meses, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha enviado al Congreso una nueva ley que contiene una secuencia del déficit fiscal hacia 2021. Espera llegar a un déficit de 2.2% en términos estructurales en 2017 (o 2.5% en términos observados) y cerrar el quinquenio con 1%, tal como lo establece la ley vigente. Además, espera culminar su periodo de gobierno con una deuda menor a 30% del PBI. En principio, esto es positivo, ya que contiene un compromiso del nuevo gobierno con la solvencia fiscal. Así, creemos que la ley no tendrá problemas para ser aprobada en el Congreso.

Sin embargo, este deseo se enfrenta a las propias medidas que está impulsando el MEF, que en conjunto pueden llevar el resultado fiscal a cerca de -4.0% del PBI, sobre todo por la caída de la recaudación tributaria por dos medidas: reducción del Impuesto General a las Ventas (IGV) y aumento del tramo no gravado del Impuesto a la Renta (IR) a personas. Si bien se han propuesto amnistías tributarias y declaración de capitales en el exterior, estas solo tendrían impacto en el año en el que se aprueben.



Según lo indicado por el Presidente del Consejo de Ministros, Fernando Zavala, en su discurso ante el Congreso, la gran apuesta del gobierno para lograr sus objetivos es elevar la presión tributaria en dos puntos porcentuales a 17%. A la luz de las medidas propuestas, esto requerirá un importante golpe de timón en el quehacer de Sunat, que no ha tenido un comportamiento que destacar en los últimos años y ha tratado de hacer pagar más a los que ya pagan; sin enfocarse, como debería, en ampliar su base de contribuyentes. ■

#### Principales proyecciones para 2016 y 2017

Perú	2014	2015	2016	2017
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	2.4	3.3	4.4	3.9
Consumo privado (%)	4.1	3.4	3.7	3.7
Inversión privada (%)	-2.1	-4.3	0.3	4.4
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	4.5	4.3	4.3	4.3
<b>Inflación - Lima Metropolitana (%)</b>	3.2	4.4	2.5	2.5
<b>Tasa de referencia - BCRP (%)</b>	3.3	3.8	4.3	4.0
<b>Tipo de cambio S/US\$ (fin de período)</b>	2.99	3.41	3.40	3.55
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-4.0	-4.4	-3.2	-3.9
<b>Resultado económico del sector público (% PIB)</b>	-0.3	-2.1	-3.6	-4.2

Fuente: BCRP, INEI.

### Luces y sombras de los datos de turismo de la primera mitad del año.

El ingreso de turistas en el primer semestre del año alcanzó al 1,7 millones lo que representa un crecimiento de 7,2% frente a igual período del año anterior. Ello fue consecuencia de la muy buena temporada estival dado que entre abril y junio 2016 los visitantes recibidos se redujeron en relación a iguales meses de 2015.

VISITANTES INGRESADOS A URUGUAY, SEGÚN NACIONALIDAD						
Año 2016 por trimestre, variación frente a igual período del año anterior						
NACIONALIDAD	Trimestre				Primer Semestre	
	I	II	I-16/I-15	II-16/II-15	2016	2015
URUGUAYOS	76.769	73.832	-6,7%	-40,4%	150.600	206.091
ARGENTINOS	840.852	285.957	32,9%	-1,7%	1.126.809	923.729
BRASILEÑOS	107.056	80.871	-19,6%	-11,4%	187.927	224.544
PARAGUAYOS	15.815	6.130	-2,8%	-1,4%	21.945	22.494
CHILENOS	20.124	7.259	-0,8%	-0,7%	27.383	27.594
NORTEAMÉRICA	25.647	15.743	8,0%	-0,1%	41.390	39.518
RESTO AMÉRICA	23.617	15.798	8,9%	-13,3%	39.415	39.896
EUROPA	54.640	26.857	3,6%	-7,6%	81.497	81.801
OTROS - SIN DATOS	8.779	5.640	26,9%	4,9%	14.420	12.297
<b>TOTAL</b>	<b>1.173.297</b>	<b>518.087</b>	<b>18,5%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>1.691.384</b>	<b>1.577.965</b>

Fuente: Elaborado por Oikos C.E.F. en base a Ministerio de Turismo

El ingreso de argentinos (+22%) fue lo que sustentó el crecimiento de la primera mitad del año ya que, con excepción de los norteamericanos (+4,7%) y Otros-Sin datos (+17,3%), el resto de las nacionalidades observaron una caída. La recuperación de turistas argentinos es una muy positiva señal que incide significativamente dada la proximidad y los lazos históricos entre ambos países. Sin embargo, el que el resto de las nacionalidades muestren un retroceso – así como el global del segundo trimestre – representa un retroceso en la diversificación del público objetivo así como de la marcada estacionalidad que presenta el sector turístico en el Uruguay.

Asimismo, si bien el número de visitantes se incrementó en lo que va de 2016, el tiempo de estadía y el gasto por persona (medido en dólares) cayó, por lo que los ingresos por concepto de turismo receptivo se redujeron 7,9% y alcanzaron los US\$1.035 millones.

Respecto a las zonas de destino, no existen cambios relevantes frente a los años precedentes; Montevideo continúa siendo el principal destino (24,8% del total de visitantes), seguido de Punta del Este (22,6%) y Litoral termal (12,1%); este último destino se ha estabilizado y no presenta una significativa estacionalidad como en los años precedentes.

En conclusión, los últimos datos del turismo receptivo presentan luces y sombras. Los visitantes argentinos recuperaron el dinamismo luego de la caída del “cepo cambiario” y por ello al libre acceso a la moneda extranjera, pero los de otros países se redujeron (de manera significativa los brasileños). Por otra parte, el tiempo de estadía y el gasto promedio se redujo por lo que el ingreso de divisas a la economía se comportó de igual manera, en consecuencia.

La perspectiva de corto plazo (2017) es de una mejora en el número de visitantes (principalmente argentinos, en la temporada estival) aunque la estadía así como el gasto promedio (asociado a visitantes extrarregión) continuará en retroceso. ■

### Principales Proyecciones para 2016 y 2017

Uruguay	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (%)	3,2	1,0	0,1	0,7
Consumo final de los hogares (%)	3,0	0,0	0,1	1,3
Inversión (%)	2,4	-8,2	-2,0	1,5
Tasa de desempleo (%)	6,5	7,5	8,0	7,9
Inflación - IPC (%)	8,3	9,4	9,7	9,0
Tasa de cambio \$/US\$	24,3	29,9	29,1	32,6
Cuenta corriente (% PIB)	-4,6	-3,6	-3,5	-3,4
Resultado global del sector público (% PIB)	-3,4	-3,5	-4,0	-3,6

Fuente: *Oikos*.

### Un paso para adelante y dos para atrás

El mes de agosto comenzó con el anuncio de la salida de Miguel Pérez Abad del Ministerio de Industria y Comercio y de la Vicepresidencia Económica. Con ese solo anuncio el presidente Nicolás Maduro mandó a echar para atrás de un plumazo todo un set de medidas de reforma económicas, una especie de Perez-troika tropical, que tímidamente había comenzado a configurarse en el panorama nacional.

La implantación del sistema de cambio flotante Dicom y la posibilidad de que su tasa de cambio llegue a igualarse con el dólar paralelo, quedan en el aire, al igual que la posibilidad de que muchas empresas estatizadas sean devueltas a sus dueños anteriores.

La realidad es que la lucha entre el ala pragmática (representada por Del Pino y Pérez Abad) y el ala radical (bajo la influencia del asesor español Alfredo Serrano), con la facción militar de Padrino López en el medio, no solo ha impedido la consecución de las reformas económicas necesarias, sino de cualquier set de políticas coherentes. Esto ha generado un continuo vaivén de anuncios, medidas y designaciones que se contradicen mutuamente de manera constante.

Al momento del anuncio de la salida de Pérez Abad el índice de riesgo país EMBI+ ya alcanzaba los 2.562 puntos, un nivel exageradamente alto con respecto al resto de América Latina, pero representaba una caída de 38,2% con respecto a los 4.145 puntos que mostraba el día de su designación. De alguna forma los mercados internacionales se habían comenzado a formar una expectativa de que el camino recorrido por Venezuela desde hace algunos años podía haber llegado a un punto de regreso.

Mientras tanto, la medida firme más importante tomada durante el mes fue el aumento del salario mínimo a VEF 22.576,7 y el bono alimenticio a VEF 42.480, vigentes a partir de septiembre pero con retroactivo al mes de agosto en el caso del bono alimenticio, para un nuevo salario integral de VEF 65.056, representando un aumento de 93,4% con respecto al salario integral vigente antes del anuncio.

Llama la atención, en primer lugar, la forma como el bono alimenticio, anteriormente un complemento del salario regular, pasa a representar dos tercios del salario corriente. Claramente se trata de una estrategia para aumentar el ingreso mensual de los trabajadores a costa de menor impacto en el pasivo laboral, sobre todo para el propio Gobierno, por ser el primer empleador del país.

A pesar de que dicho aumento sigue estando muy por detrás de la inflación de los últimos meses, sigue siendo un aumento importante en términos nominales. Es de esperar que las empresas pasen sus nuevos costos directo a los precios, en perjuicio de aquellos trabajadores que al no devengar el mínimo no reciben el aumento de manera inmediata.

Igualmente es importante recordar que aunque todas las empresas deben asumir el nuevo aumento salarial, no todas tienen la misma capacidad de trasladar los costos a sus precios de venta. La combinación de alta inflación y fuerte recesión ha hecho que los venezolanos tengan que dedicar una cantidad cada vez mayor de su presupuesto a gastos alimenticios, el cual se ha convertido en el sector en el cual los precios han aumentado en mayor proporción, en detrimento de otros sectores, como ropa o entretenimiento.

Por último, es importante resaltar que el canje ya está aquí. Pdvsa anunció el martes 13 de septiembre su plan de canje de bonos por USD 7.000 millones. Los tenedores de títulos Pdvsa canjearán por un bono 2020 con rentabilidad superior y garantizada por Citgo, según informó Eulogio Del Pino. El corresponsal seguirá siendo Citigroup. Esto re permitirá al Ejecutivo mayor holgura a su flujo de caja ya bastante comprometido. ■

### Principales Proyecciones para 2016 y 2017

Venezuela	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (%)	-3,9	-5,7	-11,3	3,5
Consumo final de los hogares (%)	-3,4	-7,8	-8,9	3,2
Inversión (%)	-16,9	-17,6	-18,2	-5,2
Tasa de desempleo (%)	7,0	6,8	7,9	9,5
Inflación - INPC (%)	68,5	180,9	511,3	197,0
Tasa Overnight (%)	10,7	5,4	NA	NA
Tasa de cambio VEB/US\$	6,3	6,3	10,0	912,7
Cuenta Corriente (% PIB)	0,7	-1,9	-9,0	-2,6
Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)	-19,6	-20,2	-16,4	-8,9

Fuente: *Ecoanalítica*