

Argentina

El cuarto trimestre del año confirmaría un cambio de tendencia favorable. **(Ecolatina)**.....Página 2

Brasil

O resultado das eleições municipais tem implicações para o quadro político nacional, em especial para o ambiente em que se dá a discussão das reformas econômicas sinalizadas pela administração Temer. A superação da agenda eleitoral deve abrir espaço para o debate a respeito do ajuste nos gastos públicos, condição essencial para a retomada de um ciclo econômico mais positivo no Brasil. **(Tendencias)**.....Página 4

Bolivia

Una distorsión laboral que no se concretó en 2016. **(Cainco)**.....Página 6

Chile

Economía chilena: todo sigue igual **(Gemines)**Página 8

Colombia

Reducción de la vulnerabilidad de la economía colombiana **(Econometría)**.....Página 10

Ecuador

Las cifras económicas entran a la campaña electoral. **(CORDES)**.....Página 12

México

El 29 de septiembre el Banco Central de México anunció un ajuste de 50 puntos base al alza en su tasa de referencia para quedar en 4.75 por ciento. La decisión representa una medida enfocada a preservar la estabilidad macroeconómica, aunque visto desde otro ángulo, tendrá efectos sobre el crecimiento. **(Consultores Internacionales)**.....Página 14

Perú

¿Qué significa alcanzar 3% de déficit en 2016?. **(Macroconsult)**.....Página 16

Uruguay

El estado de bancarización en Uruguay. **(Oikos)**.....Página 18

Venezuela

Venezuela: ajuste de facto pero sin equilibrio estable. **(Ecoanalítica)**.....Página 20

El cuarto trimestre del año confirmaría un cambio de tendencia favorable

El cierre del tercer trimestre de 2016 arroja señales de estabilización de la economía argentina, tras una primera mitad de año para el olvido. La inflación núcleo volvió a ubicarse en niveles previos al levantamiento del cepo (1,5%-2% mensual) y hay algunos indicadores positivos de actividad (señales mixtas) que estarían mostrando que la caída habría tocado fondo.

Sin embargo, el deterioro de las condiciones socio-económicas lejos está aún de revertirse: las restablecidas cifras del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) confirman que el desempleo roza el 10% y la pobreza afecta a casi 1 de cada 3 habitantes de nuestro país. Lamentablemente, las mejoras en este frente son las últimas en conseguirse puesto que recién se perciben cuando la recuperación se traduce en mayor empleo y los salarios crecen por encima de la suba de precios.

Pero para que ello suceda, es clave que la economía comience a repuntar. Según nuestras estimaciones, los incipientes brotes verdes observados en algunos sectores deberían extenderse en el último trimestre del 2016. Si a esto se le suma un blanqueo de capitales exitoso, el cierre del año estaría confirmando un cambio de tendencia favorable.

Vale destacar igualmente, que las señales no serán tan auspiciosas en materia de inflación. El ajuste de tarifas de gas residencial volverá a elevar la inflación en octubre, y se espera que gremios que firmaron paritarias por seis meses obtengan incrementos salariales significativos antes de fin de año, lo cual frenará el proceso de desinflación observado en los últimos meses.

En síntesis, la secuencia de los primeros meses de gestión de la administración Macri muestra que el gobierno primero logró estabilizar el frente cambiario (tras la salida del cepo), luego el frente financiero (acuerdo con *holdouts*) y, por último, la economía real (actividad e inflación). Y, a pesar que el Ejecutivo implementó medidas para morigerar el impacto de las correcciones de los desequilibrios macroeconómicos sobre los sectores de menor poder adquisitivo (tarifa social, aplicación de la AUH, sumas fijas, devolución del 15% del IVA), esperamos que se observen mejoras en los indicadores socioeconómicos recién a mediados de 2017.

Pese a que aún resta transcurrir el cuarto trimestre del año, durante septiembre el gobierno dio a conocer los principales lineamientos de política económica para 2017. En primer lugar, destaca el envío al Congreso de un proyecto de Presupuesto con supuestos macroeconómicos relativamente razonables, aunque tanto la proyección de la inflación como las exportaciones y la inversión lucen demasiado optimistas.

Más importante aún, la Ley de leyes estipula un déficit primario del 4,2% del PBI para el año que viene, modificando la meta (-3,3% del PBI) anunciada por el Ministerio de Hacienda y Finanzas a comienzos de 2016. Esta corrección ratifica el giro observado en la política económica a partir de mayo: el gobierno ha decidido postergar la consolidación fiscal en pos de apuntalar la recuperación de cara a las elecciones de mitad de término. La justificación formal del desvío fue un menor recorte de subsidios respecto a lo estipulado (fallo de la Corte) y que no estaba contemplada la ley de reparación histórica a jubilados (impulsada por el oficialismo).

En cambio, el Banco Central ratificó su objetivo de inflación de 12-17% para 2017. A mediados de mes anunció la implementación de un esquema formal de metas de inflación, que consiste en subir (bajar) la tasa de interés de referencia cuando la suba de precios supera (perfora) la pauta estipulada por la autoridad monetaria.

Sin ajuste fiscal, pero con una ambiciosa reducción de la inflación (este año la suba de precios rondará 40%), el gobierno ha decidido apelar al endeudamiento externo, para cerrar el bache financiero. Acumular deuda para cubrir gastos corrientes (el déficit primario supera 4% del PBI) no es aconsejable, pero profundizar el ajuste del gasto público tampoco luce una buena alternativa en un contexto social tan deteriorado. ¿Tiene sentido aumentar el stock de deuda pública (en niveles bajos) en pos de bajar el elevado stock de la deuda social? Veremos. ■

Principales proyecciones para 2016 y 2017

Argentina	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PBI (%)	-1,7	2,2	-1,9	3,5
Consumo (%)	-1,1	2,4	-1,1	2,9
Inversión (%)	-7,9	4,9	-3,8	8,0
Tasa de desempleo promedio anual (%)	10,5	-	10,1	9,7
Inflación - IPC (%)	37,7	29,2	40,2	23,0
Tasa de interés BADLAR bcos. privados (%)	26,4	21,6	26,1	22,0
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	8,5	11,4	15,9	19,2
Cuenta Corriente (% PBI)	-1,4	-2,5	-2,9	-3,7
Resultado Primario Nacional genuino* (% PBI)	-2,7	-4,1	-4,8	-4,4

Fuente: *Ecolatina*.

* Excluye DEGS, utilidades del BCRA y rentas del FGS.

O resultado das eleições municipais tem implicações para o quadro político nacional, em especial para o ambiente em que se dá a discussão das reformas econômicas sinalizadas pela administração Temer. A superação da agenda eleitoral deve abrir espaço para o debate a respeito do ajuste nos gastos públicos, condição essencial para a retomada de um ciclo econômico mais positivo no Brasil. A eventual permanência da paralisia decisória em torno da política fiscal, por sua vez, teria efeitos deletérios sobre a recuperação econômica ainda muito incipiente.

Nossa avaliação é que o resultado das eleições municipais até agora reforça o cenário básico de aprovação dos principais temas da agenda do ajuste fiscal: PEC dos Gastos e reforma da previdência. O jogo político no interior da coalizão do governo deve realçar a centralidade do ajuste. O maior protagonismo do PSDB é variável chave para pressionar o governo a não sair do trilho reformista, a despeito das dificuldades naturais de aprovação.

Os pleitos municipais de 2016 são particularmente importantes para a política nacional por conta da singularidade do atual contexto político. As eleições no plano local foram o primeiro termômetro para avaliação da extensão da crise político-partidária. Vencedores e derrotados dessa crise já começam a definir sua estratégia para 2018. Se for verdade que, aos olhos do eleitor, a atual disputa não antecipa o comportamento eleitoral futuro, sob a perspectiva dos líderes partidários, a corrida eleitoral já inaugura o debate sobre a eleição presidencial.

Do ponto de vista da aprovação das reformas econômicas, a eleição de 2016 reforçou a ideia de que a governabilidade da administração Temer passa fundamentalmente pela coordenação da base aliada. As urnas retrataram a profunda crise petista. O partido não apenas diminuiu de tamanho, mas também perdeu o próprio protagonismo na organização da esquerda. Como berço do projeto político lulo-dilmista, o PT foi responsabilizado pela agenda negativa, reforçada pelas investigações judiciais no âmbito da Lava Jato. Assim, a legenda perdeu não apenas poder de veto às reformas, como também sua legitimidade na mobilização da agenda.

No interior do governismo, o PSDB foi o principal vencedor das eleições municipais. Os tucanos recuperaram as condições para exercer o protagonismo da política nacional. É bem verdade que o PMDB obteve o maior número de vitórias municipais, mas são os tucanos que representam o antagonismo ao petismo. Nesse sentido, a vitória em São Paulo em primeiro turno simboliza a reversão da política nacional. Na verdade, o comando da Presidência da República não trouxe benefícios relevantes para o PMDB. A administração federal ainda não traz votos para o partido, tampouco sinaliza a existência de uma liderança no partido para pleitear a presidência da República, conforme se observa pela derrota de Eduardo Paes no Rio de Janeiro.

Para o PSDB é racional reforçar a pressão pela agenda de reformas por duas razões principais: 1) diminuir o custo de reformas impopulares ao partido, que é transferido ao PMDB e 2) minimizar os desafios da política econômica em um eventual retorno ao poder, a partir das eleições presidenciais de 2018. O PSDB sabe que “empresta” à nova administração uma parte de sua credibilidade perante os agentes econômicos. O PMDB não tem uma imagem de governo reformista, traço evidenciado pela baixa popularidade da nova administração, o que motivou o presidente a ser bastante discreto em suas aparições eleitorais.

Naturalmente, a política nacional não se transformou em “céu de brigadeiro” para o governo. A aprovação das reformas é ainda bastante complexa. A baixa legitimidade da classe política deve seguir limitando o escopo dos projetos governistas. De todo modo, o senso de urgência entre peemedebistas e tucanos e a ausência de uma alternativa crível para o governo devem resultar em sucesso na aprovação das reformas, corroborando o otimismo do mercado. Entretanto, ambos os

partidos devem rivalizar na construção de um projeto nacional em 2018, o que impede uma longa coalizão entre os partidos.

Outra questão relevante para 2018 é o crescimento expressivo do PSDB nas eleições municipais, que devem gerar um efeito paradoxal na sigla: a elevação das tensões internas.

A balança de poder no interior do PSDB sugere uma acirrada disputa na definição de um nome para 2018. O resultado pode ser a fragmentação da sigla em algum momento em 2017, o que pode reduzir a probabilidade do partido chegar à presidência da república.

Não há um nome natural no interior do PSDB para concorrer à presidência em 2018. A escolha de Aécio Neves parecia lógica ao partido, dado o recall e bom desempenho da disputa anterior. Todavia, o senador mineiro teve seu nome envolvido em escândalos políticos, o que resultou em forte diminuição do seu capital político. As pesquisas de opinião pública corroboram essa avaliação. Grosso modo, os pré-candidatos tucanos têm números muito parecidos nas simulações eleitorais, o que aumenta a esperança de nomes como Alckmin e Serra, embora aquele saia fortalecido com relação a este, em virtude da vitória de João Dória no primeiro turno em São Paulo.

Em suma, 2016 já antecipa o processo político até 2018. As tensões eleitorais entre PMDB e PSDB devem limitar o espaço para reformas econômicas, além das discutidas no âmbito fiscal. Por outro lado, a eventual coordenação entre as duas legendas, que seria expressa no lançamento de apenas uma candidatura em 2018, aumenta as chances de continuidade política no plano nacional.

Brasil	2014	2015	2016	2017
Crescimento do PIB (%)	0,1%	-3,8%	-3,1%	1,5%
Consumo (%)	1,3%	-4,0%	-4,3%	0,1%
Investimentos (%)	-4,5%	-14,1%	-8,5%	3,0%
Taxa de desemprego (%)	6,8%	8,5%	11,5%	12,8%
Inflação - IPCA (%)	6,4%	10,7%	7,2%	5,0%
Taxa nominal de juros - Selic (%)	10,9%	13,4%	14,2%	12,1%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3,21	4,24	3,80	4,02
Conta corrente (% PIB)	-4,3%	-3,3%	-1,2%	-1,7%
Resultado nominal (% PIB)	6,0%	10,4%	-9,6%	-9,5%

Una distorsión en el mercado laboral que no se concretó en 2016

La legislación laboral boliviana establece que las empresas formales deben pagar un sueldo adicional al año llamado aguinaldo en el mes de diciembre. De esa forma, un empleado formal recibe 13 sueldos mensuales en un año.

En el marco de la política redistributiva del gobierno e implícitamente de obtener réditos políticos del mayor crecimiento económico de la época de auge, el gobierno del presidente Morales instituyó en noviembre de 2013 el pago de un segundo aguinaldo, denominado “Esfuerzo por Bolivia”, cuando la economía crezca más allá del 4,5% en el periodo móvil julio del año previo a junio del año en curso.

Según se puede inferir, la cifra que gatilla este pago estaría relacionada con el crecimiento potencial de la economía en los últimos años. La medida fue criticada desde su promulgación porque no toma en cuenta la diversidad sectorial y, siendo aún más rigurosos, la situación de cada empresa.

Durante los tres años que se pagó este beneficio laboral, las únicas concesiones del gobierno a las empresas fue permitir el pago diferido en unos meses. Además que la medida fue criticada porque era obligatoria para todas las empresas privadas, mientras que las de carácter público sólo lo hacían si habían obtenido utilidades operativa y no afectaba su sostenibilidad financiera.

Al inicio de este año, el gobierno había asegurado que la economía nacional estaba creciendo por encima del umbral, en función a la información observada en 2016 (4,85%) y posteriormente con la publicación de la cifra del primer trimestre (4,95%), ésta última a fines de julio del año.

No obstante, en el discurso de aniversario nacional el 6 de agosto, el presidente Morales ya adelantó que había la posibilidad de no pago porque el crecimiento acumulado del PIB en mayo había sido de 4,3% como resultado de la desaceleración en la producción agropecuaria por la sequía y la continuidad de la caída en las ventas de gas al exterior.

Previo a la publicación de la cifra, el sector empresarial manifestó reiteradamente que sería imposible para varias firmas pagar este bono anual porque el valor de las ventas había caído, especialmente en los sectores ligados a la actividad agropecuaria y agroindustrial.

Finalmente, el 11 de octubre el Instituto Nacional de Estadística (INE) señaló que el crecimiento relevante para el pago había sido 4,43%, unas décimas por debajo del límite señalado previamente.

La noticia fue recibida con alivio por empresariado mientras que generó malestar en los sindicatos de trabajadores. De momento, el gobierno ha manifestado que la normativa es clara al respecto y que la norma no está en discusión, puesto que debía ser acatada por empresarios y trabajadores como había sucedido en años previos.

La evaluación técnica al respecto señala que la no concreción de este pago favorece a la economía en su conjunto, al gobierno, a las empresas e incluso a los empleados.

En efecto, el sector público ahorra cerca de 1% del PIB por erogación directa a los empleados públicos un porcentaje adicional de menor ingreso por concepto de Impuesto a las Utilidades de las Empresas (IUE).

En el caso del sector privado, reduce las presiones sobre los flujos de caja de las empresas en un entorno caracterizado por i) menor ingreso por caída de la producción y de los precios; ii) incremento continuo de los costos laborales por encima de la productividad; iii) apreciación real de la moneda, en un contexto de tipo de cambio fijo y pérdidas de competitividad por la depreciación de las monedas de los países vecinos, entre otros.

También disminuye la presión sobre las reservas internacionales, porque la mayor parte de los flujos se destinarían a bienes durables de procedencia importada. Esto es importante porque disminuyeron \$us4 mil millones en apenas dos años (el equivalente a 15% del PIB).

La medida implicará en términos de crecimiento una cifra menor en 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento del año por su efecto en la expansión del sector Administración pública, puesto que según la contabilidad nacional estos servicios se contabilizan al costo, creando una distorsión en la cifra anual de producción.

De todas formas, queda el desafío de que la medida sea perfeccionada para tomar en cuenta la situación particular de cada empresa, el crecimiento potencial a nivel sectorial e incluso regional y la consideración de los flujos de caja de las empresas. ■

Principales proyecciones para 2016 y 2017

	2013	2014	2015	2016p	2017p
Crecimiento del PIB (var %) ⁽¹⁾	6,8	5,5	4,8	3,8	4,3
Consumo privado (var %) ⁽¹⁾	5,9	5,4	5,1	4,9	4,5
Inversión total (var %) ⁽¹⁾	11,7	9,9	4,6	-2,0	3,0
Tasa de desempleo abierta urbana(%) ^{(2) (e)}	4,0	3,5	4,0	5,0	5,5
Tasa de Inflación a fin de periodo (%) ⁽¹⁾	6,5	5,2	3,0	5,5	4,5
Tasa de títulos a 91 días, fin de periodo (puntos básicos) ⁽³⁾	1978	415	4	1800	2000
Tipo de cambio Bolivianos por USD (fin de período) ⁽³⁾	6,96	6,96	6,96	6,96	7,00
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% de PIB) ⁽³⁾	3,4	0,0	-6,5	-5,6	-5,0
Balance público del sector público (% del PIB) ⁽⁴⁾	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

ECONOMÍA CHILENA: TODO SIGUE IGUAL

Aunque con altibajos, la economía chilena ha tendido a estabilizar su crecimiento en un ritmo algo inferior al dos por ciento, cifra que se ubica incluso por debajo del promedio alcanzado desde fines del año 2013, que alcanza a un 2,1 por ciento. A nivel sectorial el crecimiento se ha sostenido gracias al sector no transable, que representa un 75 por ciento del producto, impulsado por el sector comercio y los servicios en general. El sector transable, principalmente destinado a la exportación, sigue registrando caídas en sus niveles de actividad, tanto por una menor producción de la minería, como también de la industria exportadora en general. Por ahora no se prevé una recuperación de las exportaciones, afectadas por el bajo crecimiento de los mercados de destino, lo que impacta negativamente a las exportaciones no mineras, problemas puntuales en algunas industrias, como la del salmón, y caída en niveles de producción, principalmente por deterioro en las leyes de los distintos yacimientos, en el caso de las exportaciones mineras de cobre.

En lo referente a la demanda interna, aún no se observan síntomas de recuperación. Por el contrario, el consumo privado, que explica el crecimiento del comercio y los servicios en general, muestra una leve desaceleración, afectado por un mercado deterioro en el mercado laboral y las expectativas de los hogares. Por su parte la inversión, aunque en forma más moderada, enteraría el presente su tercer año consecutivo de caída, lo que se explica en parte importante por el freno observado en la inversión en la minería, aunque también se observa un estancamiento en la inversión en el resto de los sectores productivos. El sector construcción, que tuvo una expansión relevante en su componente habitacional a lo largo de los dos últimos años, ha frenado su crecimiento, previéndose que termine con cifras negativas hacia fines de año. La construcción no habitacional, ligada a infraestructura productiva, aún no da señales de recuperación. El deterioro en la actividad de la construcción puede exacerbar el deterioro en el mercado laboral, además de afectar negativamente actividades como la industria que abastece a la construcción, el transporte y el comercio.

Por ahora se observa un aumento acotado en la tasa de desempleo, aunque sí un impacto muy negativo en su calidad, observándose un estancamiento en el empleo asalariado formal y un mayor crecimiento en el empleo llamado “por cuenta propia”, muy ligado al comercio informal. Se observa también una disminución en el número de horas efectivamente trabajadas en promedio por trabajador, un aumento en el empleo de jornada parcial involuntaria y una moderación en el ritmo de crecimiento de los salarios.

En síntesis, no se percibe un impulso externo que favorezca al sector exportador, ni tampoco uno proveniente de la demanda interna, lo que permite explicar la revisión a la baja que anotan las expectativas de crecimiento. Así, éste año el crecimiento se situaría en torno a un 1,7 por ciento, el más bajo desde la crisis subprime, y el próximo en dos por ciento, en la medida que se observe un repunte en el clima de negocios y expectativas.

Aunque aún no se sostiene una tendencia, las expectativas empresariales registran algún repunte, lo que podría responder a una cierta moderación en la agenda reformista del gobierno, que ha

ocupado todo su capital político en las reformas ya aprobadas (Tributaria, Laboral y parte de la Educacional), y en las perspectivas en torno a una alta probabilidad de que el candidato presidencial que se elegirá el próximo año, tenga un posicionamiento de centro y privilegie en su programa el retomar un mayor ritmo de crecimiento económico. Esto podría provocar el inicio de un círculo virtuoso que permita una recuperación de la inversión y el empleo, validando el que prevalezcan mejores expectativas de crecimiento para el próximo año.

En el ámbito financiero, la inflación finalmente volvió a situarse dentro del rango meta del Banco Central, anotando ahora una variación de 3,1 por ciento en doce meses a septiembre, previéndose que termine el año en torno al tres por ciento, centro del rango objetivo. De hecho, la caída en la inflación spot y en su nivel esperado a mediano plazo, han abierto el debate en torno a la posibilidad de un recorte futuro en la tasa de política monetaria (TPM) que maneja el Banco Central. Ésta idea cobra más fuerza en la medida que la actividad interna y el empleo se mantienen deprimidas, y que el tipo de cambio real ha tendido a estabilizarse en un nivel algo por debajo del de equilibrio de largo plazo.

En la medida que las presiones sobre el tipo de cambio no reaparezcan, no se puede descartar un recorte en la TPM, con mayor probabilidad en el primer trimestre de 2017. Para ello es necesario que la Reserva Federal de Estados Unidos no suba sus tipos, o que subiéndolos sólo una vez, no genere una presión devaluatoria significativa sobre nuestra moneda. Por otro lado, actúa en contra de la decisión de bajar la TPM, un presupuesto fiscal que es levemente expansivo, ya que el déficit previsto aumenta respecto de este año, aun cuando el gasto real crecería 2,7%, su menor expansión desde 2003.

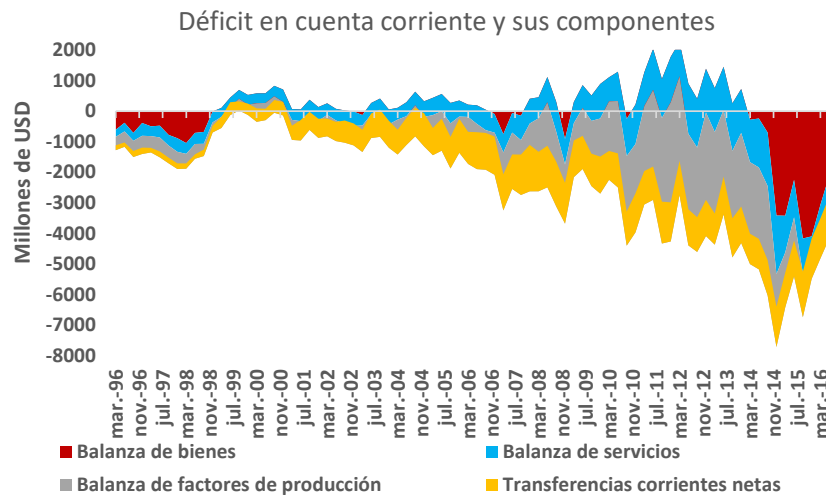
Principales proyecciones para 2016 y 2017

Chile	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (%)	1,9	2,1	1,7	2,0
Consumo Privado (%)	2,2	1,5	1,7	1,9
Inversión (%)	-6,1	-1,5	-1,0	1,5
Tasa de Desempleo (%)	6,3	6,3	6,6	6,7
Inflación - IPC (%)	4,6	4,4	3,0	3,0
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	3,0	3,50	3,50	3,00
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	613,0	721,5	680,0	690,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-2,0	-1,7	-1,9
Resultado del Gobierno Central (% PIB)	-1,6	-2,2	-3,2	-3,5

Reducción de la vulnerabilidad de la economía colombiana

En septiembre de este año los activos financieros en Colombia se valorizaron ante una mejor percepción internacional sobre la economía local, la cual fue generada en parte por una menor vulnerabilidad debido a la reducción del déficit en cuenta corriente registrado en el segundo trimestre del 2016.

El peso colombiano se apreció con respecto al dólar ubicándose en 2.921 pesos por dólar, el peso colombiano ha presentado una tendencia hacia la apreciación en los últimos siete meses, esta se encuentra explicada por el incremento en el precio internacional del crudo y una disminución en el déficit comercial, que fue impulsada por una reducción en el crecimiento de los precios locales, en perspectiva esperamos que la tasa de cambio nominal continúe con esta tendencia a causa de la estabilización de las cuentas externas y la reducción en la senda de inflación, se espera que el tipo de cambio se ubique en promedio en 3.013 pesos por dólar en 2016 y en 2.900 pesos por dólar para 2017 en promedio. Así mismo los activos financieros que se transan en bolsa presentaron un aumento en sus precios acompañados de una menor percepción de riesgo, el índice representativo de la bolsa de valores de Colombia COLCAP presentó una valorización de 11% en términos interanuales, los flujos de capitales de portafolio se ubicaron 753 millones de USD frente a los 317 millones de USD en septiembre del año inmediatamente anterior y la prima de riesgo de los bonos soberanos se redujo 19%.



La balanza de pagos en el segundo trimestre del 2016 registró una fuerte reducción en el déficit en cuenta corriente. Este se ubicó en 2784 millones de USD (3,9% del PIB) frente a los 4232 millones de USD (5,3% del PIB) en el mismo trimestre del 2015. La reducción del déficit se generó en gran medida a causa del aumento en la exportación de bienes, las cuales se ubicaron en 8500 millones de USD (+19,63% en términos intertrimestrales). Las ventas al exterior aumentaron principalmente por dos motivos: i) el régimen de flexibilidad cambiaria, el cual permitió el abaratamiento de los bienes locales frente a los externos y por ende un mayor nivel de competitividad y ii) el aumento en las cotizaciones del precio del crudo BRENT. De esta manera, las exportaciones de petróleo y derivados registraron un valor de 1142 millones de USD (+35% en términos intertrimestrales), igualmente el valor de las exportaciones tradicionales y no

tradicionales (excluyendo las de petróleo y derivados) también presentaron un aumento generado por el impuso de la devaluación cambiaria (+15% intertrimestral).

En septiembre de este año la inflación al consumidor presentó su segunda reducción consecutiva, se ubicó en 7,27% interanual y -0,05% intermensual. La reducción se explica debido al menor incremento en el precio de los alimentos, los cuales crecieron 10,6% en septiembre frente al 13,06% en agosto, este grupo de la canasta básica fue el que presentó la mayor reducción, esto sugiere que los choques de oferta que se presentaron hasta mediados de este año se están diluyendo, igualmente en septiembre se registró una disminución generalizada en todos los componentes de la inflación, con excepción del incremento en las tarifas de algunos servicios públicos, entre los que se encuentran: la energía eléctrica (+13,5%) y el acueducto, alcantarillado y aseo (+6,8%). Así bien, el Banco de la República tomó la decisión de mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 7,75% en vista de la senda decreciente de la inflación. De igual forma las expectativas a doce meses continúan disminuyendo, por lo que la credibilidad de la política monetaria contribuye al control de la inflación dentro de su rango meta (2%-4%). Estimamos que la inflación en 2016 se ubique en promedio en 7,6% y en 2017 en 4,4%.

Por otro lado, en agosto de este año la tasa de desempleo nacional se redujo al 9%, con 2,2 millones de desempleados. Esta reducción se explica en parte por un efecto estacional en la tasa de desempleo, aún así en agosto la demanda laboral creció (+1,2%) más que la oferta (+1,1%) generándose 170 mil nuevos puestos de trabajo. En lo que queda del 2016 se espera un deterioro del mercado laboral a causa de la desaceleración económica. Econometría proyecta que la tasa de desempleo promedio se ubique en promedio en 9,3% en 2016 y en 8,7% para 2017.

Finalmente, en el ámbito político, en el país tuvo lugar uno de los hechos más importantes del proceso de acuerdo de paz con las FARC que ha promovido el Gobierno durante los últimos seis años. La aprobación del acuerdo pactado dependía de un plebiscito donde el pueblo colombiano aceptara por mayoría los temas acordados. El resultado de este plebiscito fue de 50,23% para el No y 49,76% para el Sí, lo que frenó su implementación y dejó al país en la incertidumbre del panorama político. Por ahora no se han visto efectos mayores en la economía, dado que nos encontramos a la expectativa de los resultados de las conversaciones que se están llevando a cabo entre el Gobierno, la oposición y las FARC acordar los pasos a seguir en el proceso de paz. Dependiendo de estos resultados, se podrá identificar con mayor certeza el efecto que este hecho tendrá sobre la economía colombiana en el mediano plazo.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

Colombia	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Crecimiento del PIB (%) ¹	4,9	4,4	3,1	2,2	3,2
Consumo (%) ¹	4,6	4,3	3,9	2,3	3,3
Inversión (%) ¹	5,7	13,4	2,5	4,2	-4,9
Tasa de desempleo nacional (% promedio) ¹	9,6	9,1	8,9	9,3	8,8
Inflación - IPC (% promedio) ¹	2,0	2,9	5,0	7,6	4,4
Tasa de cambio representativa del mercado - TRM(\$/US\$, promedio) ²	1.868	2.001	2.741	3.013	2.901
Balance en cuenta corriente (% del PIB) ²	-3,3	-5,2	-7,4	-5,3	-3,2
Balance del GNC (% PIB) ²	-2,4	-2,4	-2,9	-3,8	-3,1

Fuentes de datos históricos:

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

Las cifras económicas entran a la campaña electoral

El 1 de octubre el partido de Gobierno, Alianza País, oficializó la postulación del ex vicepresidente Lenin Moreno (2007-2013) como su candidato a la Presidencia para las elecciones de febrero de 2017. Su compañero de fórmula será el actual vicepresidente, Jorge Glas. Según las encuestas, este es el binomio con la mayor intención de voto, aunque un triunfo en primera vuelta luce poco probable. Detrás aparecen otros candidatos, como Guillermo Lasso, Cinthya Viteri (ambos de centro-derecha) y el ex alcalde de Quito Paco Moncayo (centro izquierda). Hasta el momento, ninguno de estos tres ha dado a conocer el nombre de su candidato a la vicepresidencia. Pese a esto y a que la campaña arrancará oficialmente el 3 de enero de 2017, es posible decir que el Ecuador está ya en pleno proceso electoral.

Consciente de esto, el Gobierno busca llegar a las elecciones en la mejor situación posible, esto es con una economía no demasiado deteriorada. Para esto, como hemos mencionado en los dos informes anteriores, ha optado por la estrategia de “patear el problema hacia adelante”, es decir, postergar el necesario ajuste fiscal mediante la obtención de nuevos créditos. A nivel interno, el mayor prestamista es el Banco Central (BCE), que en lo que va del año ha desembolsado al Gobierno US\$2.700 millones (procedentes de los depósitos públicos o de las reservas bancarias en el mismo BCE), mientras que a nivel externo, además de los créditos contratados con China (directamente o a través de la empresa estatal de petróleo, Petroecuador), el Gobierno ha optado por la emisión de bonos. A finales de septiembre, Ecuador completó una nueva emisión (en realidad, una reapertura de los bonos emitidos en julio) por US\$1.000 millones, con vencimiento en marzo de 2022 y con un cupón anual de 10,75%. Entre 2014 y 2016 el Gobierno ha emitido bonos por US\$5.500 millones, de los cuales, US\$1.500 millones vencen en 2020, \$2.000 millones en 2022 y US\$2.000 millones en 2024. Las tasas de interés van entre 7,95% y 10,75%.

Entre los analistas existe ya casi una coincidencia de que, en esas condiciones, el servicio de la deuda externa contratada por la actual administración es inviable y que un reperfilamiento de la misma es el único camino. En CORDES hemos estimado que el próximo Gobierno (2017-2021) deberá destinar, en promedio, US\$3.300 millones anuales sólo al pago de capital e intereses de esa deuda. Ese monto equivale al 10% del Presupuesto General del Estado para 2016 y representa, además, una fuerte carga para las cuentas externas de un país cuya liquidez depende del resultado de la balanza de pagos. Al respecto, entre enero y agosto Ecuador ha acumulado un superávit comercial de US\$899 millones, no gracias a un incremento de las exportaciones, que de hecho se redujeron en 16,5% frente a igual período del año pasado, sino a un desplome de 31,1% en las importaciones, en parte como consecuencia de las salvaguardias vigentes desde marzo de 2015, pero también a causa de la contracción en el nivel de actividad.

Pese a eso, el Gobierno menciona al superávit comercial (que contrasta con el déficit de US\$1.434 acumulado en los primeros ocho meses de 2015) como un signo de una economía en recuperación. En el discurso oficial, el repunte de los depósitos en el sistema financiero (en septiembre, el saldo de los depósitos en los bancos privados aumentó 10,1% frente al mismo mes de 2015) también es una muestra de la reactivación económica. En realidad, ese repunte (después de la caída de 13% que los depósitos en los bancos registraron en 2015) está directamente relacionado con el aumento de la deuda pública, que le ha permitido al Gobierno ponerse al día con algunos de sus proveedores locales. Una gran parte de esos pagos han terminado en el sistema financiero formal que, sin embargo, sigue enfrentando problemas para colocar esos recursos como consecuencia de la escasa demanda de crédito.

Otra muestra de la “recuperación de la economía”, según las autoridades oficiales, es el crecimiento de 0,6% que el PIB registró en el segundo trimestre de 2016 frente al primero, de acuerdo con el boletín de cuentas nacionales que el BCE publicó a inicios de este mes. Al respecto, además de mencionar que en la comparación interanual la economía registra una caída de 2,2% (la cuarta contracción consecutiva), cabe señalar que el resultado trimestral positivo se explica, principalmente, por un aumento de 5% en las exportaciones (lo que en buena parte responde al mejor desempeño de las exportaciones petroleras) y, en menor medida, por un alza de 1,6% en el consumo del gobierno. Todos los demás componentes del PIB por el enfoque del gasto (consumo de los hogares, inversión e importaciones) registran resultados negativos. De hecho, la demanda doméstica se contrajo 1,1% entre el primer y el segundo trimestres de este año (y 7,4% en términos interanuales) como consecuencia, principalmente, de una caída de 0,4% en el consumo de los hogares y de 2,4% en la inversión. Según una encuesta mensual que el BCE realiza entre empresarios, en los cuatro sectores analizados (comercio, industria, construcción y servicios) la demanda laboral se contrajo en el segundo trimestre, lo que no va de la mano con una recuperación genuina en el nivel de actividad. ■

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	1,2	0,6
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*

Ajuste de política monetaria y perspectivas para 2016 y 2017

El 29 de septiembre, el Banco Central de México anunció un ajuste de 50 puntos base al alza en su tasa de referencia de política monetaria pasando de 4.25%, para quedar en 4.75 por ciento. El anuncio del Banco Central se dio a conocer en un entorno de volatilidad generado principalmente por la incertidumbre que implica el proceso de normalización de política monetaria por parte de la FED y el nerviosismo derivado de las posibles consecuencias del proceso electoral en Estados Unidos, con implicaciones importantes para México.

La decisión del Banco Central tiene una trascendencia importante porque representa una medida enfocada a preservar la estabilidad macroeconómica, principalmente evitando una mayor depreciación del peso y el consecuente contagio a la inflación. En efecto, en lo que va del año el tipo de cambio se ha depreciado 19%, siendo una de las divisas más depreciadas del mundo, luego del rublo, el peso argentino y bolívar venezolano. Consultores Internacionales, S.C., estima que el tipo de cambio cerrará el año en un nivel de 20.5 pesos por dólar, mientras que en 2017 lo hará en 21.5 pesos por dólar

Hasta ahora, el tipo de cambio ciertamente ha impactado a la inflación, que si bien aún se mantiene dentro de su rango objetivo de 2 a 4%, ya empieza a crecer por encima de los niveles observados en 2015; esta fue una de las razones del ajuste del Banco Central. Algunos otros factores internos como el incremento del precio de las gasolinas, dado a conocer en agosto de 2016, así como aumentos en los precios agropecuarios, también han contribuido a elevar la inflación. Para finales de 2016, estimamos que la inflación se encuentre en 3.7%, mientras que las tasas de interés CETES a 28 días, como promedio del año, se ubique en 4 por ciento.

Por otro lado, y visto desde otro ángulo, el ajuste del Banco Central también tendrá efectos sobre el crecimiento económico, concomitante a otros factores como la debilidad del crecimiento en Estados Unidos, el bajo crecimiento en sectores como la manufactura, construcción y comercio; así como el bajo nivel de los ingresos públicos. Bajo este panorama, disminuimos nuestro pronóstico de crecimiento para México pasando de un rango de 2.3 % a 2.2 % en 2016. Para 2017, nuestra perspectiva de crecimiento se mantiene en 2.6%, lo cual en parte está influenciado por la meta del superávit primario de 0.4% que el Gobierno Federal desea conseguir durante 2017, anticipando que “apretará el cinturón” a muchas dependencias en ese año, entre ellas, algunas que proveen de servicios a los ciudadanos como Salud, Educación y Turismo. En cuanto al consumo, estimamos un crecimiento de 2.9 % en 2016 y 3.1% en 2017; mientras que para la inversión privada estimamos crecimientos de 6 % en 2016 y 6.3 % en 2017. De ésta última, su componente dinamizador ha sido la IED, más que la inversión interna, hecho que refleja un ambiente de mayor confianza de los inversionistas extranjeros en el desenvolvimiento de la economía, que del propio sector empresarial nacional.

La meta de superávit primario, anunciada en septiembre, es uno de los ajustes que el Gobierno Federal planea instrumentar para disminuir el nivel de endeudamiento del país cuyo saldo histórico de requerimientos financieros (la medida más amplia de deuda) ha pasado de 38.9% a 50.5%. El otro es un periodo de pagos con los acreedores del gobierno, programado para entre 2017 a 2022, llevar el pago de 2.7 billones de pesos, equivalente a 57.4% del presupuesto de ingresos.

Finalmente, y no menos importante, destaca también, que en lo que va del año se han creado un número importante de empleos formales. De acuerdo con el Instituto Mexicano del Seguro Social

(IMSS), en agosto de 2016 se crearon 118,096 puestos de trabajo que es el mayor registro para un agosto, de los cuales 86% son empleos permanentes y 14% eventuales. Para el cierre del año, estimamos que el número de trabajadores formales registrados en el IMSS ascienda a 668,573 personas, 3.7% más que en 2015.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (var %)	2,3	2,5	2,2	2,6
Consumo privado (var %)	2,0	3,2	2,9	3,1
Inversión privada (var %)	4,8	6,3	6,0	6,3
Tasa de desempleo (%)	4,8	4,4	4,0	4,1
Tasa de Inflación (%)	4,1	2,1	3,7	3,8
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	3,0	3,0	4,0	5,5
Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)	14,51	17,07	20,05	21,50
Cuenta corriente de la BP (% de PIB)	-2,1	-1,3	-3,1	-3,2
Balance económico del sector público (% del PIB)	-3,2	-3,5	-2,9	-2,4

Fuente: Consultores Internacionales S.C.

¿Qué significa alcanzar 3% de déficit en 2016?

Cuando vemos las proyecciones para la región, nos encontramos que economías como Chile y Colombia crecerían a una tasa de 1.6% y 2.2% al cierre de 2016, respectivamente, mientras que Perú estaría por encima de 4%. Si bien este resultado es positivo, no hay que perder de vista que el crecimiento peruano se ve influido positivamente por la puesta en marcha de nuevos proyectos mineros. Si quitamos este efecto, la realidad es más parecida a la de nuestros vecinos.

Los datos oficiales del PBI de julio muestran una situación preocupante: la parte no primaria de la economía crece apenas a 1.4%. Las razones detrás son que el sector construcción cayó 7.5%, por la caída de la inversión pública, en particular la del gobierno central, la manufactura no primaria cayó 5.9%, y el comercio creció apenas 1.2%, que no presentaba dicho resultado desde 2009, cuando los efectos de la crisis internacional mostraban su peor cara.

Si bien no existen datos del PBI por el lado del gasto con frecuencia mensual, parece obvio que la contraparte de la pérdida de dinamismo de los sectores no primarios es la desaceleración del consumo privado. De hecho, haciendo un ejercicio de proyección para el tercer trimestre nos encontramos que crecería 3.2%, desempeño trimestral más bajo de los últimos siete años. La explicación más plausible para este comportamiento del consumo privado es la pérdida de confianza de las familias ante, primero, un entorno electoral complicado y, segundo, a la falta de claridad respecto a las políticas que implementará el nuevo gobierno. Esto los hace incrementar su ahorro como precaución. Sin embargo, es de esperar que una vez aclarado el panorama respecto de la política del gobierno, los agentes retomen la confianza y decidan volver al mercado a consumir, por lo que en el cuarto trimestre podríamos ver mejores cifras.

Para que el cuarto trimestre sea mejor, es necesario que el gobierno retome el crecimiento de la inversión pública. Sin embargo, en el Marco Macroeconómico Multianual 2017-2019 revisado se pone como objetivo de déficit 3%. La apuesta era que en los meses que quedaban de 2016, los ingresos tributarios crecieran por un mayor dinamismo de la economía.

Sin embargo, esto no está ocurriendo y, de hecho, el Impuesto General a las Ventas (IGV), que explica más de la mitad de la recaudación, muestra un desempeño bastante modesto en lo que va del año, en línea con la desaceleración de los sectores no primarios.

Si vemos el tercer trimestre (con setiembre proyectado), los ingresos totales del Gobierno caerían 3.5%, por la baja de los ingresos tributarios en 4.5%; y el gasto público crecería 4.8%, lo mismo que el segundo trimestre, principalmente por el aumento del gasto corriente (6.9%). Con ello, el indicador de déficit acumulado mensual llegaría a 3.5% del PBI en setiembre, con pocas probabilidades de revertirse bajo las condiciones actuales. Por esa razón, el Gobierno se ha visto en la necesidad de llevar a cabo un primer ajuste fiscal.

Ajuste de gasto

El Decreto Supremo (DS) Nro. 272-2016-EF, publicado el 5 de octubre, tiene como objetivo “Establecer medidas económico financieras que permitan a las entidades del Poder Ejecutivo, implementar mecanismos que mejoren la efectividad y eficiencia del gasto público consistente con el cumplimiento de las metas fiscales previstas en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 20172019 Revisado”.

Para alcanzar este objetivo, el DS establece límites en los compromisos de gasto anual para el año en las entidades del Poder Ejecutivo (específicamente Gobierno nacional). Los titulares de los ministerios son los encargados de decidir qué gastos recortar para cumplir con el límite establecido y se da un plazo de 10 días.

¿Qué significa el ajuste?

Debido a que se quiere alcanzar un déficit de 3%, esto implica un importante recorte de gasto en el cuarto trimestre. Por el lado del gasto corriente, este tendría que contraerse 7% con respecto al mismo trimestre del año pasado. Para que esto se cumpla, no se renovarían a los trabajadores que están bajo la modalidad de Contrato Administrativo de Servicios (CAS) por vencer en el Gobierno central, lo que significaría una caída de 15% en el gasto de sueldos y salarios. Además, se ajustaría la compra de bienes y servicios en este mismo nivel, lo que equivaldría a una contracción de 22%.

Por el lado de las Formación Bruta de Capital del Gobierno (la inversión pública), se esperaría una caída de 2.6%, principalmente por la baja de la inversión del Gobierno nacional en 30%. Los gobiernos regionales y locales, debido a que no se ven afectados con la norma, tendrían un crecimiento en su inversión de 17% y amortiguarían la caída del Gobierno central.

Impacto en el PBI

Debido al menor gasto fiscal, la economía podría mostrar hasta un punto porcentual menos de crecimiento, es decir, ubicarse alrededor de 3% en el cuarto trimestre de este año. La principal razón es que la inversión pública es un motor para la construcción. Con una caída, esta variable mostraría su peor trimestre en 2016. Esto nos obligaría a revisar a la baja nuestra proyección para dicho año.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

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

Fuente: BCRP, INE



El estado de *bancarización* en Uruguay.

El concepto de *bancarización* se relaciona al “desarrollo de actividades sociales y económicas de manera creciente a través de la banca”, lo que implica establecer fomentar relaciones estables y amplias a largo plazo entre las instituciones financieras – no exclusivamente bancarias – y la población (usuarios). Implica mucho más que el acceso al crédito por parte de los agentes económicos sino que involucra también las cadenas de pago, instrumentos de ahorro e inversión, asesorías financieras, entre otras. En tal sentido, toma relevancia la comunicación/interacción entre las instituciones y los clientes o usuarios y el desarrollo de ello a través de terminales de cajeros automáticos (ATM), puntos de venta electrónicos (POS), internet y otros medios electrónicos.

Dimensionar la *bancarización* de la economía implica evaluar su **profundidad** - lo cual se asocia a la importancia del sistema financiero en la economía, medido a través del total de depósitos o total de activos bancarios sobre PBI -, **cobertura** - se relaciona con la distribución de servicios financieros entre los distintos grupos de usuarios incluyendo a los consumidores de menores ingresos y aquellas zonas geográficamente apartadas – e **intensidad** de uso - se vincula a la cantidad de transacciones bancarias realizadas por la población - .

Si bien el acceso al crédito es uno de los aspectos más relevantes por su rol en la promoción del crecimiento económico, el ahorro y los medios de pago son parte importante del proceso de desarrollo de la *bancarización*.

Un aspecto importante para el fortalecimiento de la *bancarización*, se relaciona con el nivel de difusión de información, la transparencia y la educación financiera de la población. El nivel de información que los agentes reciben acerca de la disponibilidad, beneficios y costos de operar con servicios bancarios formales, la protección y derechos como usuarios resultan elementos fundamentales en los niveles de *bancarización*.

Es común el limitado desarrollo de instituciones y mercados financieros entre los países latinoamericanos; la principal fuente de provisión de servicios financieros son los bancos, pero con una penetración reducida. También lo es la participación de intermediarios no bancarios o de agentes no intermediarios. Los mercados financieros son poco desarrollados así como los instrumentos financieros que operan. El acceso a servicios financieros por parte de las micro, pequeñas y medianas empresas, así como de las familias de menores ingresos, presentan dificultades. En consecuencia, tanto la profundidad como la cobertura son reducidas.

Uruguay no es la excepción y el sistema financiero tiene una baja cobertura. Existen 334 sucursales bancarias en todo el país, de las cuales 151 (45%) se concentran en la capital. Presenta un bajo registro de sucursales bancarias en relación a la población: 10 cada 100 mil habitantes. Y la red de cajeros automáticos y terminales alcanzan a 350 y 435, respectivamente, lo que representa 23 ATM cada 100 mil personas.

Además, el proceso de concentración bancaria que se evidenció en los últimos años, ha ido en contra de la *bancarización*, al haber reducido el número de instituciones y sucursales. En el cuadro siguiente se detalla el tipo y número de instituciones existentes en la actualidad.

Tipo de institución	Nº de instituciones
Bancos oficiales	2
Bancos privados	10
Cooperativas de intermediación financiera	1
Casas financieras	5
Inst. financieras externas	5
Empresas de servicios financieros	26
Empresas administradoras de grupos de ahorros previo	2
Administradoras de crédito mayores de 100.000 UR	14

Fuente: Uruguay XXI

Frente a este escenario, el Gobierno ha impulsado la obligatoriedad del pago de haberes salariales y pasividades a través de cuentas bancarias o medios electrónicos (“billetera electrónica”), así como la restricción por montos al pago en efectivo de servicios profesionales y determinadas transacciones comerciales. Si bien las medidas van en la dirección correcta, la reducida utilización de los medios electrónicos de pago en la población de más bajos recursos, así como la falta de ATM y terminales en el interior del país y ciertos barrios de la capital, representan una restricción al desarrollo de la *bancarización* en el país. ■

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	9,1	8,8
Tasa de cambio \$/US\$	24,3	29,9	28,9	32,4
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.

Venezuela: ajuste de facto pero sin equilibrio estable

Han transcurrido casi tres trimestres de 2016 y el balance de la situación económica venezolana no es alentador ni en lo económico ni en lo político. Por otro lado, frente a 2017 la incertidumbre sigue estando presente. Sin embargo, conviene destacar algunos elementos: en primer lugar, hasta junio (última cifra disponible) las importaciones han caído 48,0% en base interanual, mientras que las exportaciones para el mismo período se han contraído 42,0%. En segundo lugar, la inflación de los primeros ocho meses se ubica en 251,8% y el tipo de cambio del consumidor se ha depreciado 58,9% en un año, y hoy representa 0,7 veces el tipo de cambio paralelo (hace un año este número era de 0,4 veces), lo que sugiere que de facto ha habido un ajuste de precios y una reducción del subsidio cambiario. Esto contrasta con la pérdida de poder adquisitivo que hasta septiembre alcanza 1,0%, a pesar de que el salario mínimo ha subido 134,0% en lo que va de año.

Hasta la fecha, tanto Pdvsa como la República, han cancelado sus compromisos de deuda externa que suman USD 5.050 millones, aunque las miradas están puestas en los compromisos pendientes en el último trimestre del año (alrededor de USD 4.776 millones). Lo más resaltante (y preocupante) ha sido la caída de la producción petrolera en lo que va de 2016. Hasta el mes agosto la producción petrolera de Pdvsa ha caído 12,0% en base interanual, generando la preocupación entre los inversionistas. La situación de Pdvsa es delicada, pues esta contracción de producción tiene que ver con problemas ligados a la gestión con las contratistas de Pdvsa y atrasos en los pagos.

En materia cambiaria, seguimos esperando la puesta en marcha del sistema Dicom. Sin embargo, la tasa Simadi/Dicom se ha depreciado en lo que va de año 69,0%, mientras que el tipo de cambio paralelo ha tenido una depreciación de 14,0%. La razón principal de esto está ligado a dos factores, principalmente: primero, una contracción, en términos reales, de liquidez que alcanza 52,5% hasta el mes de julio (el gasto público también ha caído en términos reales) y el efecto de la recesión que hace más lento la rotación de inventarios. Sin embargo, dos factores nos hacen ser pesimistas respecto al comportamiento del tipo de cambio paralelo frente al último cuatrimestre del año:

1. La salida de la Vicepresidencia Económica de Miguel Pérez Abad hace pensar que la propuesta de apertura cambiaria ha sido descartada nuevamente e incluso que el sistema Dicom no arranque, sino que más bien la depreciación del mismo siga siendo discrecional y manejada desde el dúo Marco Torres-Merentes.
2. Esperamos una inyección de liquidez vía incremento del gasto público, no solo por motivos estacionales (cierre de año fiscal), sino también por razones políticas. Recordemos que para el chavismo el gasto público es la variable clave para incidir en la popularidad.

En materia fiscal, pese al recorte de gasto, preocupa la contracción real de los ingresos fiscales no petroleros que acumulan hasta el mes agosto una baja de 35,8% cuando se deflacta por la inflación. Cabe esperar que los ingresos petroleros también tengan una contracción significativa no solo por el arreglo cambiario (la distorsión de la tasa de cambio Dipro), sino también por la caída en la producción petrolera. De esta forma, el déficit fiscal sigue siendo alto a pesar de la caída del gasto y el impuesto inflacionario se mantiene en niveles alarmantes: calculamos que el

déficit se ubique en 16,4 puntos de PIB para este cierre de 2016 (comparado con los 20,2 puntos de PIB de 2015).

De esta forma, si bien el chavismo de facto ha reducido el subsidio cambiario (cada vez es menor el peso del tipo de cambio Dipro) y se ha dado un ajuste en los precios, el resultado es que la economía venezolana está lejos de alcanzar un equilibrio estable: la inflación sigue alta, se mantiene el déficit, no hay acceso a liquidez internacional, no hay cambio de expectativas en los agentes (ni locales ni extranjeros), el sector privado no tiene capacidad para incrementar la producción en el corto plazo y lo más alarmante: las consecuencias sociales que este coctel está provocando, en términos de contracción de poder adquisitivo, incremento del empleo precario y la pobreza.

Por otro lado, la situación política luce estancada. La posibilidad de un referendo revocatorio este año luce más baja que cuando escribimos nuestro anterior Informe de Perspectivas. Sin embargo, seguimos manteniendo nuestra premisa base de que el presidente Maduro no terminará su mandato. El detalle es que su salida puede darse más hacia 2017 con un acuerdo político dentro del chavismo, lo que hace difícil visualizar quién pudiera ser el sucesor y la orientación de política económica que tenga. Además, en este escenario el capital político de ese nuevo Gobierno sería débil, pues no tendría el mandato de las urnas.

Como hemos venido señalando, Venezuela vive un proceso de transición. Pero este no será rápido ni libre de obstáculos y/o costos. Así que es clave para el sector privado el diseño de una estrategia de resistencia de largo aliento porque el desenlace de este ciclo no parece estar cerca todavía. ¡Aunque en Venezuela nunca se sabe!

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