

Argentina

El desafío económico de la segunda mitad del mandato presidencial

(Ecolatina)Página 2**Bolivia**

Bien situado en la región pero con algunas inquietudes a futuro

(Cainco)Página 4**Brasil**

Brasil: sinais positivos para o crescimento econômico

(Tendências)Página 6**Chile**

Economía Chilena: Señales de Recuperación

(Gemines)Página 8**Colombia**

Deuda pensional y déficit fiscal: ¿Para dónde vamos?

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

Primeras medidas tibias para enfrentar la situación económica

(Cordes)Página 12**México**

Terremotos y TLCAN con afectaciones económicas.

(Consultores Internacionales)Página 14**Perú**

Perspectivas de las economías regionales 2017-2018

(Macroconsult)Página 16**Uruguay**

UPM divide al gobierno y la negociación no avanza.

(Oikos)Página 18**Venezuela**

Septiembre: Alcanzando el punto crítico

(Ecoanalítica)Página 20

El desafío económico de la segunda mitad del mandato presidencial

Al cierre del tercer trimestre podemos afirmar que la economía argentina terminó de recuperar el terreno cedido en la última recesión. De esta manera, el nivel de actividad volvió a niveles pico de 2015 y 2013. Más importante aún, los brotes verdes ya son percibidos por buena parte de la población. Diversas encuestas de opinión detectan una mejor del optimismo de los agentes respecto de la situación económica y las perspectivas futuras.

De esta forma, Cambiemos encara las elecciones legislativas de mitad de términos con una economía que la mayoría percibe en mejoría, con menor inflación y un tipo de cambio relativamente calmo. Esta coyuntura le quita argumentos a la oposición, que basó parte de su estrategia de campaña sobre este flanco débil, y potencia las chances del Ejecutivo.

Pese a la mejora de la economía percibida por la población, una mirada más profunda de la coyuntura actual nos muestra que el nivel de actividad en la Argentina volvió a alcanzar los máximos de 2013 y 2015, pero con mayor acumulación de desequilibrios.

Por caso, este año el nivel de actividad habrá vuelto al pico previamente mencionado, pero con un déficit financiero del Sector Público Nacional superior a 6% del PBI y un déficit de Cuenta Corriente de 4% del PBI. El deterioro de los déficits gemelos (fiscal y externo) es muy marcado respecto cuatro años atrás: el déficit financiero y de la Cuenta Corriente duplicarán lo observado en 2013 (-2,8% y -2% del PBI, respectivamente).

Más aún, si comparamos el PBI per cápita actual con el de 2011, podemos observar que este año el producto por habitante cerrará 4,6% por debajo de aquél año. Como se observa en la siguiente tabla, el deterioro de los superávits gemelos ha sido muy marcado en los últimos años: en 2011 el déficit financiero no superaba 2% del PBI y el rojo de la cuenta corriente era inferior al 1% del PBI.

Actividad Económica y Déficit Gemelos (Fiscal y Externo)							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e
PBI Real (2011=100)	100	99	101	99	101	99	102
PBI Real per cápita (2011=100)	100	98	99	96	97	94	95
Resultado Financiero Nacional (en % PBI)	-1,9%	-2,5%	-2,8%	-3,9%	-5,2%	-5,9%	-6,2%
Resultado Cuenta Corriente (en % PBI)	-0,8%	-0,2%	-2,0%	-1,4%	-2,7%	-2,8%	-4,0%

Fuente: Ecolatina

¿Cómo ha podido la economía local recuperar el terreno perdido en un contexto de franco deterioro de los déficit gemelos? La respuesta está en el endeudamiento externo: la elevada colocación de títulos públicos en moneda extranjera, permitió posponer el ajuste fiscal del sector público (el rojo financiero empeoró en los primeros dos años del gobierno de Macri) y financió el creciente déficit externo (el déficit de Cuenta Corriente orilla 4% del PBI).

El acceso a los mercados de capitales logrado a mediados de abril de 2016, permitió sortear (temporalmente) la restricción externa que frenó el crecimiento de nuestra economía a fines de 2011. La respuesta del Kirchnerismo a la escasez de divisas fue la instauración del cepo cambiario, mientras que Cambiemos apeló al financiamiento externo.

Es sabido que no se puede crecer sostenidamente apelando al endeudamiento (se generan problemas de solvencia). Asimismo, la historia económica de nuestro país nos muestra que, tarde o temprano, tendremos que reducir significativamente los déficits gemelos.

El gobierno sabe que esta estrategia es un paliativo transitorio hacia una economía con más crecimiento y menos distorsiones (inflación, atraso de precios relativos, etc.). La pregunta del millón es si para cuando el financiamiento externo sea escaso y caro, la Argentina habrá solucionado sus desequilibrios macroeconómicos. Esperemos que así sea.

Principales proyecciones para 2017 y 2018

Argentina	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB (%)	2,6	-2,2	2,7	2,5
Consumo (%)	4,0	-0,3	4,8	2,8
Inversión (%)	3,8	-5,1	9,8	6,0
Tasa de Desempleo promedio anual (%)	NA	8,9	8,7	8,6
Inflación - IPC (%)	29,2	40,1	24,0	16,9
Tasa de interés (%) -BADLAR bcos. privados-	21,6	25,8	20,0	18,1
Tipo de cambio AR\$/US\$ (final del período)	11,4	15,8	18,0	20,6
Cuenta Corriente (% del PBI)	-2,5	-2,8	-4,0	-4,7
Resultado Primario Nacional genuino* (% PBI)	-3,8	-4,3	-4,0	-3,2

Fuente: Ecolatina

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

Bien situado en la región pero con algunas inquietudes a futuro

Hay un viejo y bien conocido dicho popular que dice “Entre los ciegos, el tuerto es el rey”. Éste refleja parcialmente el desempeño económico boliviano en la región. Durante la semana previa tres instituciones internacionales importantes señalaron que Bolivia tendrá el crecimiento más rápido en Sudamérica en el año que transcurre.

Por ejemplo, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), proyectó que Bolivia crecerá 4% en 2017 como en 2018, la tasa más alta junto a Paraguay en Sudamérica, por encima del promedio latinoamericano de 1,2% y 2,2% respectivamente.

Aunque la CEPAL no explicó las razones detrás de este número, el reporte anual insignia “Reporte Económico de América Latina y el Caribe 2017” presentado en el mes previo, indicó que un mejor entorno externo estaría detrás de este crecimiento a pesar de la significativa caída en el sector de hidrocarburos, cuya actividad se ha reducido durante tres años consecutivos.

Sin embargo, la CEPAL exhortó a las autoridades gubernamentales a tomar algunas medidas de ajuste fiscal, cuyo déficit podría llegar incluso a 8% del PIB, según dicha institución. También aconsejó priorizar los proyectos públicos a aquellos que puedan diversificar la economía y que tengan mayor impacto en la actividad formal, debido a su impacto en los ingresos públicos.

En similar línea, la Oficina para América Latina y el Caribe (ALC) del Banco Mundial (BM) publicó su reporte insignia semestral “Entre la espada y la pared: el dilema de política monetaria en ALC”, aprovechando las reuniones conjuntas del BM con el Fondo Monetario Internacional (FMI), llevadas a cabo en Washington DC la semana pasada.

De acuerdo al mencionado reporte, Bolivia estará entre los cinco países con más rápido crecimiento en ALC, siendo el único de Sudamérica. La proyección específica es de 3,9% para el año en curso, similar al de la CEPAL y del FMI como veremos después.

Pero el BM también llamó la atención de que Bolivia está en los cinco países de otra lista: el de las economías que necesitan mayor ajuste fiscal para estabilizar sus finanzas públicas. Específicamente, ellos consideran un ajuste del 5% del PIB como un ajuste necesario. En contraposición a la CEPAL, el BM sugirió que los países deben cortar los egresos fiscales dada la alta carga fiscal, a pesar de las rigideces en el gasto público.

Finalmente, el FMI actualizó sus proyecciones globales y Bolivia continúa como la economía de más rápido crecimiento con 4,2% de expansión en este año. Las políticas crediticias y fiscales serían las que explicarían la expansión a pesar de la caída en el sector hidrocarburífero. En consonancia con el BM, ellos consideran el ajuste como necesario para preservar el adecuado entorno macroeconómico de los últimos años.

Además de publicar las proyecciones en sus documentos insignia “Perspectivas Económicas Mundiales” (WEO por sus iniciales en inglés) y “Perspectivas Económicas Regionales” (REO) para ALC, el FMI publicó en un blog el artículo “Bolivia: Preservando las ganancias” (20/10/17).

En dicho blog, el FMI ponderó los 15 años de alto crecimiento comparado con el pasado y con otros países, junto a una razonable administración macroeconómica durante los años buenos del ciclo. Ellos también destacaron la significativa caída en la pobreza y desigualdad como resultado del crecimiento sostenido. Y, finalmente, enfatizaron la rápida y voluntaria desdolarización del sistema financiero.

La mayor parte de este blog contiene una buena evaluación de la economía boliviana, según la óptica macroeconómica del FMI. Al final del mismo, esta institución también sugiere un ajuste dados los altos déficit fiscal y externo y una política crediticia expansiva.

Se debe notar que la principal autoridad económica del país, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas resaltó las proyecciones de las tres instituciones. También publicó un reporte titulado “Bolivia no está en una desaceleración”. En el mismo, las autoridades económicas mencionan que nuestro país está lejos de una recesión si es que se usan estándares internacionales.

Nuestra visión: estamos de acuerdo que Bolivia tiene un buen desempeño macroeconómico y, aún más, que ha finalizado el periodo de desaceleración para situarse en un “nuevo nivel de crecimiento”. Coincidimos que un ajuste es un requisito no sólo para preservar un buen entorno sino también para mejorarlo.

Estamos al tanto de que el ajuste implicará varias disyuntivas para las autoridades, principalmente la de cortar o postergar proyectos públicos frente a apoyar el crecimiento con políticas fiscales expansivas.

Dado nuestro conocimiento de la economía boliviana enfatizamos firmemente que medidas para mejorar la eficiencia pueden ser aplicadas en varios mercados, principalmente en el de bienes, para promover el crecimiento. Por ejemplo, se pueden remover las barreras a las exportaciones, tomar medidas administrativas para ampliar las cadenas productivas, las que fueron explicadas con detalle en el reporte mensual previo.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

Bolivia	2013	2014	2015	2016e	2017p	2018p
Crecimiento del PIB (var %) ⁽¹⁾	6.8	5.5	4.8	4.3	4.0	4.0
Consumo privado (var %) ⁽¹⁾	5.9	5.4	5.1	3.5	3.6	3.7
Inversión total (var %) ⁽¹⁾	11.7	9.9	5.0	3.4	4.5	5.0
Tasa de desempleo abierta urbana (%) ^{(2) (e)}	2.9	2.3	3.5	4.5	4.5	4.5
Tasa de Inflación a fin de periodo (%) ⁽¹⁾	6.5	5.2	3.0	4.0	4.0	5.0
Tasa de títulos a 91 días, fin de periodo (puntos básicos) ⁽³⁾	198	415	4	25	50	200
Tipo de cambio Bolivianos por USD (fin de período) ⁽³⁾	7.0	7.0	7.0	7.0	6.96	6.96
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos* (% de PIB) ⁽³⁾	3.4	0.0	-5.7	-5.6	-5.5	-5.0
Balance público del sector público (% del PIB) ⁽⁴⁾	0.7	-3.4	-6.9	-6.7	-6.0	-5.5

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

(*) A partir de 2016 el banco central cambió la metodología de la balanza de pagos al sexto Manual del FMI

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

Brasil: sinais positivos para o crescimento econômico

A dinâmica econômica no Brasil segue protegida da instabilidade política. A despeito de uma nova denúncia contra o presidente, os indicadores mais recentes apontam para retomada de um ciclo positivo.

Os dados recentes têm apontado que a economia brasileira deixou para trás o quadro recessivo dos últimos anos para ingressar em trajetória de expansão cíclica. Após sequência de doze quedas trimestrais consecutivas na comparação interanual, o PIB cresceu 0,3% no segundo trimestre do ano e deverá alcançar 2,0% no quarto trimestre, nesta mesma comparação. A expectativa da Tendências é de crescimento do PIB de 0,7% em 2017 e de 2,8% em 2018. Esse otimismo com Brasil é explicado por um amplo conjunto de mudanças na condução da política econômica:

Melhora da gestão econômica: a mudança de governo em 2016 veio acompanhada de uma completa reorientação na política econômica. Além de uma equipe capacitada e de reputação irretocável, que indicou a retomada do foco na responsabilidade macroeconômica, houve também uma guinada na gestão das estatais, que voltaram a ser orientadas por diretrizes profissionais e não políticas.

Agenda de reformas: em poucos meses, o Brasil destravou sua agenda de reformas estruturais, com ações que eram defendidas há anos nos meios econômicos. A adoção de um teto constitucional para gastos públicos, a reforma trabalhista, a lei de terceirização, as mudanças nas regras do pré-sal e a aprovação da nova taxa de longo prazo são exemplos de medidas que transformam estruturalmente uma economia.

Redução do protagonismo estatal: após anos de crescente protagonismo do Estado na economia, houve uma guinada completa no tema, com o reforço da agenda de concessões e a retomada de um discurso favorável às privatizações. A intenção de privatizar a Eletrobras foi um marco nesse processo, representando quebra de paradigma, já que, durante anos, o tema foi tratado como tabu nos meios políticos.

A queda da inflação e dos juros: com a fraqueza da atividade e o choque positivo de oferta de alimentos, além da recuperação da credibilidade da área econômica, a inflação regrediu rapidamente, passando a oscilar abaixo de 3% em 12 meses. Mesmo que o bom desempenho seja em parte transitório, ele abriu espaço para queda expressiva e consistente da taxa Selic, o que estimula a recuperação da atividade e a migração de recursos da renda fixa para a renda variável.

Retomada da economia: Gradativamente as incertezas sobre a volta do crescimento vão cedendo, após dois trimestres consecutivos de alta. Embora de forma lenta, a geração de empregos tem retornado. Para 2018, as projeções de crescimento têm sido elevadas pelos analistas, sendo que nossa estimativa é de expansão de 2,8%.

Para que esse cenário de continuidade do ciclo de expansão se concretize é necessário levar em conta algumas premissas primordiais: i) a perspectiva de eleição de governo reformista em 2018 no Brasil, dando continuidade ao ajuste nas contas públicas via aprovação de uma reforma previdenciária audaciosa e ii) o comportamento benigno na economia internacional, com ambiente de aversão ao risco minorado pela elevada liquidez nos países centrais, fruto da queda dos juros estruturais em níveis quase globais.

Caso haja reversão no cenário internacional ou a eleição de político pouco comprometido com uma gestão econômica responsável e uma agenda de reformas, a percepção de risco doméstico se alterará drasticamente, reduzindo de forma considerável o potencial de crescimento brasileiro no médio prazo. Nesse cenário, a economia teria crescimento médio de 1,6% no médio prazo.

A corrida presidencial de 2018 é o evento político com maior potencial para afetar a dinâmica do crescimento econômico no médio prazo. A retomada da economia é bastante sensível ao resultado eleitoral devido aos elevados custos econômico de mudanças na direção da política econômica. A vitória do governismo dependerá de uma retomada mais forte da economia, despertando o sentimento de continuidade no eleitorado e a união entre os partidos governistas em torno de uma candidatura única. Sem coordenação pré-eleitoral, o mercado presidencial está aberto.

Os riscos associados ao quadro eleitoral limitam ganhos maiores em 2018. Há risco de decepção na taxa de investimentos por conta da elevada percepção de risco se ocorrer à eleição de grupos político, que não apoiam a agenda do atual governo. Nos próximos meses, esperamos dados positivos para a atividade econômica em função da redução da taxa de juros sem, contudo, gerar pressão inflacionária.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

Brasil	2015	2016	2017	2018
Crecimiento do PIB (%)	-3,8%	-3,6%	0,7%	2,8%
Consumo (%)	-3,9%	-4,2%	0,7%	2,5%
Investimentos (%)	-13,9%	-10,2%	-2,2%	6,2%
Taxa de desemprego (%)	8,5%	11,5%	12,7%	12,5%
Inflação - IPCA (%)	10,7%	6,3%	3,1%	4,1%
Taxa nominal de juros - Selic (%)	13,4%	14,2%	10,1%	6,8%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,24	3,26	3,15	3,25
Conta corrente (% PIB)	-3,3%	-1,3%	-0,8%	-1,4%
Resultado nominal (% PIB)	-10,2%	-9,0%	-8,2%	-6,7%

Economía chilena: Señales de Recuperación

Se vislumbra un cambio de ánimo entre los agentes económicos chilenos. Los indicadores de expectativas económicas, tanto empresariales como de las familias, registran una mejoría en los últimos meses, lo que también se refleja en el mercado bursátil, que anota ya varios meses al alza, superándose niveles récord históricos. ¿Qué explica el cambio de ánimo? Hay una sumatoria de razones “objetivas” que permiten estimar un mejor desempeño para la economía el próximo año, junto con otras más inciertas, que generan todavía dudas sobre una eventual recuperación.

Entre las primeras, los últimos datos de actividad se ubican por sobre lo que el mercado esperaba, el mercado laboral anota una mejoría significativa y las condiciones externas que enfrenta la economía chilena siguen mejorando. Efectivamente, los datos de IMACEC de julio y agosto dan cuenta de una re-aceleración del crecimiento, fenómeno que va más allá del efecto de recuperación del sector minero post huelga de Minera Escondida. Si se toma la serie desestacionalizada, el crecimiento no minero en el último trimestre móvil respecto del anterior, llevado a tasa anual, alcanza a 3,9 por ciento, el mejor registro desde el año 2015. Este resultado, de hecho, ha llevado a revisar al alza la estimación de crecimiento para el presente año, según da cuenta la encuesta de expectativas que publica el Banco Central.

Respecto al mercado laboral, hay señales favorables tanto por la reducción en la tasa de desocupación, que ahora se sitúa por debajo de iguales meses del año pasado, como por la composición de la generación de nuevos empleos, que muestra ahora una recuperación relevante en el empleo asalariado, es decir más formal y normalmente asociado a más estabilidad y mejores ingresos. Se agrega una mejoría en la masa salarial de la economía, tanto por mayor crecimiento de la ocupación asalariada como por la caída que muestra la inflación, lo que redundará en mayor crecimiento de las remuneraciones reales. En definitiva, mejores expectativas de los hogares, más empleo y mejores remuneraciones, son todos elementos que favorecen, con algún rezago, un mayor dinamismo futuro en el consumo, el componente más preponderante dentro de la demanda agregada.

Por su parte las mejores condiciones externas, reflejadas en un mayor crecimiento de la economía mundial y de los principales socios comerciales de Chile, es también un elemento dinamizador. Este mejor escenario ha provocado una importante alza en el precio del cobre, principal producto de exportación, lo que redundará en un efecto ingreso positivos, tanto para el Fisco, propietario de CODELCO, como de las empresas mineras privadas. Más aún, de sostenerse en el tiempo este nivel de precio, se puede esperar una recuperación en la inversión minera a partir del próximo año, lo que tiene un importante efecto reactivador sobre la economía en su conjunto.

Entre los elementos menos favorables, se debe reconocer que en lo que resta del presente año el gasto público necesariamente moderará su ritmo de crecimiento, de manera de cumplir con lo presupuestado, luego de una fuerte expansión de dicho gasto en los primeros 8 meses del año. También se debe tener en cuenta que, al menos hasta ahora, no se observa un claro repunte en la inversión privada. Esto tendría una explicación en que se mantiene un importante grado de incertidumbre política, la que no se despeja completamente con el triunfo de la centro derecha en la elección presidencial próxima, toda vez que se requerirán acuerdos parlamentarios amplios, que serán difíciles de lograr, para realizar reformas pro-crecimientos, particularmente en el tema tributario y en la regulación laboral.

Con todo, esperamos que a partir del próximo año sí haya una re-aceleración en el crecimiento, el que alcanzaría al menos a un tres por ciento, sin descartarse un resultado incluso algo mejor. Este

escenario hace cada vez menos probable que se produzcan nuevos recortes en la tasa de interés de política monetaria, a pesar de los bajos niveles de inflación prevaecientes, fenómeno este último eminentemente transitorio.

Finalmente, se ha observado una apreciación en el peso chileno en los últimos meses, fenómeno que podría intensificarse, sobre todo si se tiene en cuenta el escenario antes descrito y el hecho que el dólar ha perdido terreno en el contexto global con mayor intensidad que con respecto al peso. Así, observar una paridad peso dólar cercana a los 600 pesos, parece un escenario con alta probabilidad. Sin embargo para que ello se materialice es clave que el precio del cobre se mantenga en torno a sus niveles actuales, muy altos en un contexto histórico de largo plazo, y que no tengamos sorpresas con alzas de tasa más intensas y rápidas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos en los próximos meses.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

	2014	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB (%)	1.9	2.3	1.6	1.6	3.0
Consumo Privado (%)	2.2	1.9	2.4	2.5	2.9
Inversión (%)	-6.1	-1.5	-0.8	-1.4	3.2
Tasa de Desempleo (%)	6.4	5.8	6.5	6.5	6.4
Inflación - IPC (%)	4.6	4.4	2.7	1.8	2.9
Tasa de Política Monetaria - TPM (%)	3.0	3.50	3.50	2.50	3.00
Tipo de Cambio CL\$/US\$ (final de período)	613.0	704.0	667.0	610.0	630.0
Cuenta Corriente (% PIB)	-1.2	-2.0	-1.4	-2.0	-2.3
Resultado del Gobierno Central (% PIB)	-1.6	-2.2	-2.8	-2.8	-2.6

Deuda pensional y déficit fiscal: ¿Para dónde vamos?

La política fiscal colombiana se rige bajo el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). Este marco fue establecido por la Ley 819 de 2003 (o Ley de Responsabilidad Fiscal) y exige al Gobierno nacional presentar a las comisiones económicas de Senado y Cámara de Representantes el Plan Financiero Anual, el programa macroeconómico plurianual, las metas de superávit primario, el nivel de deuda pública y un análisis de su sostenibilidad proyectada a diez años. El objetivo es que esta información se estudie conjuntamente con la Ley Anual de Presupuesto.

Las metas de superávit primario y el nivel de deuda pública se definen a partir del cumplimiento de la Regla Fiscal, la cual determina un límite anual para el déficit fiscal estructural. El déficit fiscal estructural del Gobierno Nacional Central (GNC) corresponde al diferencial observado, en el cierre de la vigencia fiscal, entre ingresos y gastos estructurales, es decir descontando por el recaudo y gasto explicado por los ciclos económicos. De acuerdo con lo establecido en la normatividad colombiana, la meta establecida para el 2018 es de -1,9% del PIB.

Para lograr cumplir esta meta el Gobierno nacional ha llevado a cabo diferentes estrategias para aumentar el ingreso y disminuir el gasto. Por el lado del ingreso, se aprobó una Reforma Tributaria (Ley 1819 de 2016) con el objetivo de lograr recaudos adicionales de al menos 2% del PIB. En la misma línea, por el lado del gasto, el gobierno radicó en agosto ante el Congreso de la República el Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2018, donde el presupuesto total propuesto implica una contracción de 3% real frente al presupuesto de 2017.

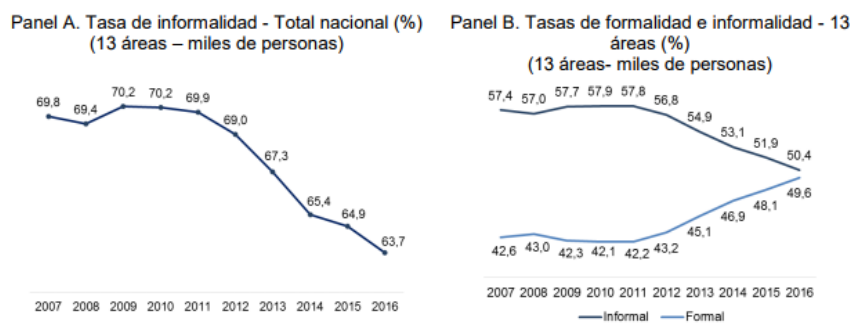
No obstante lo anterior, el pasivo pensional colombiano representa un riesgo importante para las finanzas públicas del país. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, actualmente el Gobierno nacional proyecta para 2017 un superávit de Col\$4,32 billones (0,5% del PIB) en el área de pensiones y cesantías. Dentro de esta área se toma en cuenta el balance de Colpensiones, la entidad pública administradora de pensiones, para la cual se estima un superávit de Col\$1,79 billones (0,2% del PIB) producto de ingresos por Col\$26,9 billones y gastos por Col\$25,1 billones para el 2017. Sin embargo, en este balance no se incluye el pasivo pensional que representa Col\$12,3 billones (1,5% de PIB) para el año 2017. Este déficit es cubierto por la nación para cubrir la nómina de 1,3 millones pensionados de Colpensiones, número que en 2017 aumentó en un 18% frente al 2016.

La creciente deuda pensional y el riesgo que implica para la sostenibilidad fiscal, ha servido como argumento para que analistas económicos propongan al Gobierno nacional promover reformas pensionales o laborales que logren cambios estructurales a partir de los cuales, se pueda aliviar el déficit generado por el desbalance entre el recaudo del sistema general de pensiones y el pasivo pensional.

Las propuestas de reforma pensional le apuntan a cambiar los regímenes de pensiones actualmente vigentes en el país y a incrementar el número de años requeridos para la jubilación

en hombres y mujeres. Las propuestas de reforma laboral, por su parte, buscan incrementar la base de personas que aportan al sistema mediante políticas que fomenten el empleo y reduzcan la informalidad del país. Respecto a este factor, la siguiente gráfica muestra que, si bien la tasa de informalidad del país ha disminuido en los últimos años, aún representa el 63% del empleo nacional, lo cual genera un hueco en el recaudo que se esperaría tener en el sistema pensional.

Figura 1. Indicadores de formalidad del empleo



Fuente: Tomado de www.minhacienda.gov.co

En conclusión, si bien el Gobierno colombiano está haciendo esfuerzos por mantener un déficit fiscal sostenible y ser coherente con las reglas establecidas legalmente, existe incertidumbre respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas, por el creciente pasivo pensional que genera obligaciones presupuestales para evitar el incumplimiento en los pagos a los jubilados del país. Para dónde vamos en este contexto dependerá de la posibilidad del Gobierno para promover reformas que generen cambios estructurales en los regímenes pensionales, o políticas que promuevan el empleo formal, para aumentar el número de contribuyentes al sistema pensional.

Principales proyecciones para 2016 y 2017

Colombia	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Crecimiento del PIB (%)¹	19.7	-9.3	-30.9	2.0	1.3	2.2
Consumo (%)¹	-12.3	92.4	-61.0	-44.3	2.1	4.3
Inversión (%)¹	49.1	74.4	-89.7	-474.7	4.9	8.9
Tasa de desempleo nacional (% , promedio)¹	9.6	9.1	8.9	9.2	9.2	8.9
Inflación - IPC (% , promedio)¹	2.0	2.9	5.0	7.5	4.4	4.5
Tasa de cambio representativa del mercado - TRM(\$/US\$, promedio)²	1869	2001	2742	3055	2949	3013
Balance en cuenta corriente (% del PIB)²	-3.3	-5.2	-6.4	-4.3	-4.8	-6.3
Balance del GNC (% PIB)²	-2.3	-2.4	-3.0	-4.0	-5.8	-6.8

Fuentes de datos históricos:

(1) Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE.

(2) Banco de la República.

*Cifra oficial de desempleo para el año 2016

Primeras medidas tibias para enfrentar la situación económica

Como en los últimos meses, la alborotada situación política del Ecuador siguió relegando a un segundo plano a la complicada situación económica. En las últimas semanas la atención de los ecuatorianos ha estado puesta principalmente en las nuevas denuncias de corrupción que han complicado la situación judicial del vicepresidente Jorge Glas, quien desde inicios de octubre está en prisión. El Fiscal General (militante reconocido del partido de Gobierno y muy cercano al ex presidente Correa) solicitó el encarcelamiento del vicepresidente como una medida preventiva para evitar una eventual fuga ante el surgimiento de nuevos elementos que lo vincularían con la trama de Odebrecht. Pese a eso, el vicepresidente se niega a renunciar y ha alegado que tomará su período de vacaciones mientras permanezca en la cárcel. Cabe recordar que poco después del inicio del nuevo gobierno, el presidente Lenín Moreno retiró al vicepresidente todas sus funciones. De este modo, Ecuador tiene en la actualidad un vicepresidente sin funciones que está pasando sus vacaciones en la cárcel. Moreno ha encargado temporalmente la Vicepresidencia a María Alejandra Vicuña, quien se desempeñaba como ministra de Vivienda.

Otra noticia relevante en el campo político es la convocatoria a una consulta popular (referéndum) en la que los ciudadanos decidirán, entre otros temas, si se elimina la reelección indefinida para todos los cargos de elección popular. Si esa propuesta es aprobada, el ex presidente Correa, quien en la actualidad ya mantiene una pelea abierta con el presidente Moreno, no podría volver a postularse para la Presidencia, lo que podría generar un impacto político importante, pues aún hasta hoy muchos congresistas del partido de gobierno siguen alineados con Correa.

En este contexto, el Gobierno postergó hasta el 11 de octubre la toma de decisiones en materia económica. Ese día el Presidente Moreno anunció lo que debía haber sido un programa económico pero que en realidad es simplemente un paquete de medidas, principalmente tributarias, que difícilmente ayudarán a generar nuevos empleos y que tampoco lucen suficientes para combatir el abultado déficit fiscal. Entre las medidas anunciadas está el incremento del Impuesto a la Renta a las empresas de 22% a 25% a partir de 2018 y el anuncio de una elevación de aranceles para “proteger la industria nacional”. El Presidente, además, dijo que espera bajar el déficit fiscal del 4,7% del PIB al 1% hasta finalizar su período. Sin embargo, el 4,7% que el maneja está subestimado, según nuestras estimaciones, al menos en dos puntos porcentuales y los anuncios no incluyeron nuevas medidas de ajuste fiscal, más allá de las que ya se habían anunciado semanas atrás.

En materia económica, el Banco Central presentó a finales de septiembre los resultados de cuentas nacionales para el segundo trimestre del año. Según el organismo oficial, la economía ecuatoriana creció en ese período 3,3% respecto al segundo trimestre de 2016 impulsada principalmente por el consumo de los hogares, que registró un crecimiento interanual de 5,4%. Si bien esas cifras parecerían hablar de una recuperación económica, hay que mencionar que en el segundo trimestre de 2016 el consumo de los hogares había caído 5,1% y que esa variable muestra una elevada correlación con el gasto público, que en el segundo trimestre de 2017 registró el mayor crecimiento interanual desde finales de 2014. La inversión, en tanto, continúa cayendo y los resultados de exportaciones e importaciones muestran inconsistencias con los reportes de balanza comercial del mismo Banco Central.

Por otro lado, según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), en septiembre los precios al consumidor registraron una leve caída interanual de 0,03%. Se trató de la primera tasa anual de inflación negativa desde 1970 y parece reflejar que muchas empresas han optado por bajar sus

precios para no perder ventas (lo que no va de la mano con una economía en genuina recuperación). Sectores como prendas de vestir acumulan más de dos años con caídas en sus precios.

En este contexto, a diferencia del FMI, que cree que este año Ecuador va a crecer 0,2% y en 2018, 0,6%, en Cordes creemos que en 2017, gracias al mayor gasto público durante la primera mitad del año que impulsó el consumo privado, el PIB crecerá 2,4%, pero que en 2018, cuando el gasto público debería caer o al menos dejar de crecer y no se espera un gran repunte de la inversión privada, la economía debería mostrar un peor desempeño, que no permitirá que se recupere el alicaído mercado laboral.

Principales proyecciones para 2017 y 2018

Ecuador	2015*	2016*	2017	2018
Crecimiento del PIB (%)	0,1	-1,6	2,4	0,5
Consumo privado (%)	-0,1	-3,6	3,8	0,8
Inversión (%)	-6,2	-8,1	-2,8	-3,3
Tasa de desempleo urbano (%)	5,6	6,5	6,0	6,0
Tasa de empleo inadecuado urbano (%)	39,5	45,6	45,3	45,6
Inflación nacional urbana (%)	3,4	1,1	0,1	0,8
Tasa Activa de referencia - BCE (%)	9,1	8,1	7,9	7,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,2	1,5	0,1	-0,5
Resultado primario del Gob. Central (% del PIB)	-2,0	-3,7	-4,5	-3,8

*Creemos que los resultados oficiales de cuentas nacionales de 2015 y 2016 pueden estar sobrestimados y que el déficit primario del Gobierno Central está subestimado en 2 puntos del PIB porque se contabilizan ingresos petroleros que no llegaron a las arcas fiscales

Fuente: *CORDES*

Terremotos y TLCAN con afectaciones económicas.

Durante septiembre, se presentaron en México dos terremotos de magnitudes importantes que cobraron la vida de cientos de personas, causaron daños en el patrimonio de familias, negocios y empresas; las entidades de Chiapas, Ciudad de México, Guerrero, Morelos, Oaxaca y Puebla fueron las más afectadas. El cálculo de Consultores Internacionales S.C. sobre el costo que estos acontecimientos tendrán en la economía será de hasta el 0.5% del Producto Interno Bruto (PIB), al incluir daños en activos fijos, los derrumbes y las pérdidas provocadas por la suspensión de actividades diarias, además de la cautela e incertidumbre de los agentes productivos.

Respecto al tema, el propio Instituto Nacional de Estadística (INEGI) publicó estadísticas sobre las afectaciones del sismo en establecimientos comerciales; el reporté señaló que dentro de las entidades más afectadas, el 16.1% de los negocios sufrieron afectaciones derivadas de los sismos. La muestra incluyó 2.3 millones de establecimientos los cuales representan el 41.4% de las entidades económicas en el país.

Para hacer frente a la emergencia, el país cuenta con 9,000 millones de pesos del Fondo de Desastres Naturales (Fonden) además del bono catastrófico emitido apenas en agosto por el Banco Mundial por 360 millones de dólares (equivalentes a 6,000 millones de pesos) de los cuales 150 millones de dólares son para terremotos.

Más allá de esos recursos, México debe buscar una reconstrucción profunda e integral de la economía, que implique la reactivación del tejido social y productivo nacional, acompañado de una política industrial detonadora de crecimiento, generadora de empleo y un redireccionamiento de las políticas públicas para generar un proyecto de nación de largo plazo.

Como consecuencia de los sismos, se anticipa una modificación en la parte presupuestaria, las reasignaciones deben ser muy cuidadosas. Para 2018, el Paquete Económico tiene contemplado, entre sus metas, reducir el peso de la deuda, al pasar del 50.1% del PIB en 2016 a una reducción de 47.3% para 2018; el otro objetivo es lograr un superávit primario que de 0.9% del PIB para el siguiente año.

La tarea no es fácil; no sólo es necesario una reasignación de los recursos, es importante mantener la disciplina del gasto, una reorientación más enfocada a la infraestructura productiva, con austeridad, transparencia y eficiencia, sin que ello implique mayor endeudamiento o comprometernos a un escenario restrictivo.

En ese sentido, el crecimiento del sudeste juega un papel fundamental, las Zonas Económicas Especiales (ZEE) son de vital importancia para generar polos de desarrollo, atraer inversión, construir cadenas productivas con alto contenido nacional, impulsar el crecimiento económico y fomentar la innovación y el empleo, además de un proceso de transferencia de tecnología, donde además se generen nuevas capacidades productivas y se reduzca la marginación. Hasta ahora, las ZEE decretadas como son Puerto Chiapas, Lázaro Cárdenas en Michoacán y Coatzacoalcos en Veracruz, por su misma visión, deben de derivar en efectos de largo plazo, generando detonadores para reactivar e impulsar el crecimiento.

Entre los supuestos que considera el presupuesto para 2018, están un crecimiento del PIB del 2.0% al 3.0%, pero es oportuno recordar que independientemente del freno que significaron los sismos, la economía mexicana aún tiene problemas estructurales de fondo que restan competitividad. La corrupción, la inseguridad, el bajo nivel educativo, la poca confianza generada por las instituciones, la baja innovación y el insuficiente avance en inversión en infraestructura, son elementos que han

ido en retroceso en el índice de competitividad que publicó el Foro Económico Mundial (WEF), por lo que México se quedó estancado en el lugar 51 entre 137 países.

Bajo este entorno, las estimaciones de crecimiento para México se han vendido ajustando a la baja. La encuesta que realiza Banco de México a analistas y grupos de consultoría económica privados, en septiembre recortaron su pronóstico de crecimiento para 2018 de 2.27% previo a 2.22%, en línea con la estimación del FMI que una tasa de expansión de 2.1% para el próximo año ante la incertidumbre del TLCAN.

Al respecto, en octubre inicia la cuarta ronda de renegociaciones y la retórica de Estados Unidos de abandonar el acuerdo se puede cumplir ya que sobre la mesa ha dejado la propuesta de incrementar el contenido regional del sector automotriz de 65% a 85%, pero con la salvedad de que el 50% sea fabricado en Estados Unidos. La propuesta es muy estricta y puede resultar inoperante, restando competitividad a la región, por lo que se llega a manejar un escenario en el que se concluya el acuerdo comercial y dicha situación ha generado incertidumbre

La buena noticia durante septiembre fue que la inflación en México se desaceleró desde su mayor nivel en 16 años, debido principalmente a un retroceso en los precios de los productos agropecuarios. El INPC registró una tasa de 6.35% anual en el noveno mes del año, luego que en agosto tocara su nivel más alto en 16 años al colocarse en 6.66 % en el mes previo.

Principales proyecciones para 2017 y 2018

	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB (var %)	2.6	2.3	2.0	2.3
Consumo privado (var %)	2.3	2.8	2.5	2.0
Inversión privada (var %)	8.0	2.2	1.0	5.2
Tasa de desempleo (%)	4.4	3.88	3.43	3.34
Tasa de Inflación (%)	2.13	3.36	6.60	4.30
Cetes 28 días (promedio del periodo, %)	2.98	4.2	6.7	7.50
Tipo de cambio pesos por USD (fin de período)	17.07	20.52	19.00	18.80
Cuenta corriente de la BP (% de PIB)	-2.5	-2.2	-1.8	-1.9
Balance económico del sector público (% del PIB)	-3.5	-2.6	-2.4	-2.0

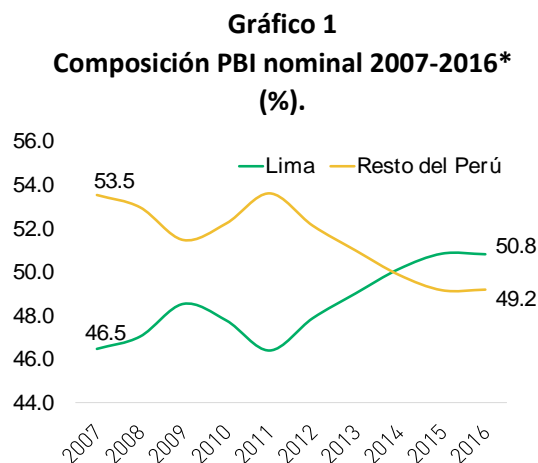
Fuente: Consultores Internacionales, S.C.

Perspectivas de las economías regionales 2017-2018

En nuestra actualización de proyecciones económicas se revisó al alza el crecimiento para 2017 (de 2.2% a 2.6%) y 2018 (de 3.3 a 3.6%). Los principales motivos son la aceleración de la inversión pública, la inversión privada y, en menor medida, el consumo privado. A nivel sectorial, los no primarios (construcción, comercio y servicios) son los que impulsarían el Producto Bruto Interno (PBI). A la luz de estas proyecciones, veamos el crecimiento regional.

Caracterización regional

La producción nacional está centralizada en Lima. Para 2016, la capital concentra más del 50% del valor agregado bruto (VAB) del país (**gráfico 1**), principalmente por su participación en el sector de servicios (62% del total nacional).



*/ En base al valor agregado bruto (VAB).

Fuente: Inei. Elaboración: Macroconsult.

Sin tomar en cuenta a Lima, podemos distinguir tres tamaños diferentes de economías regionales. En un primer grupo destacan Arequipa y La Libertad. Ambas tienen poblaciones que superan el millón de habitantes.

El segundo grupo lo conforman las economías medianas, con un PBI entre 1.0% y 3.0% del total. En este se encuentra la mayor cantidad de regiones (11 en total) y las economías más grandes son Junín, Lambayeque y Cajamarca. Por último, están las economías pequeñas, cuyo PBI representa menos del 1.0% del nacional. La población en estas regiones es de

menos de 500 mil personas. Por ejemplo, la población de Tumbes llega apenas a 240 mil personas, menor a la de un distrito mediano de Lima Metropolitana.

Sin embargo, el tamaño de la región no explica siempre su poder adquisitivo. Existen aquellas con un PBI total que representa poco a nivel nacional, pero con un PBI per cápita mayor al promedio nacional. El caso más destacado es el de Moquegua, que con un PBI de apenas 1.0% del nacional tiene un PBI per cápita que casi triplica el promedio regional. Por otro lado, hay otras con una alta participación en el PBI nacional, pero con un bajo PBI per cápita. Este es el caso de Piura, que tiene una alta pobreza rural.

Principales proyecciones regionales

El crecimiento en el periodo 2008-2016 ha sido heterogéneo entre regiones. Apurímac es el departamento de mayor crecimiento promedio en ese periodo (19.1%) por la entrada del proyecto minero Las Bambas en 2016. Se espera que para el periodo 2017-2018 siga liderando el ranking del crecimiento regional con 10.6%.

Otros departamentos que se espera tengan un crecimiento mayor al promedio nacional son Loreto (8.8%), Cusco (4.8%), Ica (4.3%) y Huancavelica (3.5%). El primero por la rehabilitación del Oleoducto Norperuano, lo que significará el retorno de la explotación petrolera en la zona. El crecimiento de Cusco seguirá respondiendo a la extracción de gas natural. En Ica, la producción agropecuaria y la ampliación de la mina Marcona acelerarían el avance de la región. Mientras que en Huancavelica aún se gozarán los beneficios de la entrada de la Central Hidroeléctrica Cerro del Águila.

Los departamentos de la costa norte del país, como Piura, Lambayeque y La Libertad, si bien tendrán un crecimiento bajo en este año por el impacto del Fenómeno de El Niño (FEN) costero, se espera tengan una recuperación en 2018, con alta influencia de los sectores construcción (por la reconstrucción) y agropecuario.

Por último, las dos regiones que tendrán un pobre desempeño en el periodo analizado serían Cajamarca (-1.2%) y Madre de Dios (-18.8%). El primero, debido al proceso de cierre de la producción de Yanacocha y la negativa a la inversión privada por parte de la población y las autoridades. El segundo, por la lucha contra la minería ilegal. Esta acción también afectará gravemente la actividad económica de la región, sobre todo en los sectores no primarios, como comercio y servicios.

En nuestro Reporte Económico Macroconsult (REM) **Proyecciones económicas por región 2017-2018**, presentamos información detallada con fichas que incluyen proyecciones por sector para cada región del país. Se incluye la lista de los principales proyectos que se ejecutarán en cada una de ellas.

Principales proyecciones para 2017 y 2018

	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB (%)	3.3	3.9	2.6	3.6
Consumo privado (%)	3.4	3.4	2.6	3.2
Inversión privada (%)	-4.4	-6.1	-1.2	4.2
Inflación Lima Metropolitana (%)	3.6	3.2	2.3	2.0
Tipo de cambio S/US\$ (fin de período)	3.41	3.36	3.25	3.30
Cuenta Corriente (% PIB)	-4.9	-2.8	-1.0	-2.2
Resultado económico del sector público (% PIB)	2.1	-2.6	-3.1	-3.4

Fuente: BCRP, INEI.

UPM divide al gobierno y la negociación no avanza.

Antecedentes. Para consolidar el actual proceso de reactivación económica, la inversión es relevante, siendo éste el modelo que ha venido desarrollando el Ministerio de Economía y Finanzas liderado por el Cdor. Danilo Astori.

El 14 de julio de 2016, la empresa finlandesa UPM comunicó al gobierno uruguayo su aspiración de construir su segunda planta de producción de celulosa en Uruguay y la tercera del país.

Desde junio se ha venido posponiendo la firma del acuerdo y se espera que en octubre finalice la primera fase de negociación que tiene como objetivo establecer las premisas básicas y compromisos de las partes hacia la concreción de la inversión. Esta primera fase culminará con la firma de un acuerdo de inversión, y permitirá entrar en una segunda fase en materia de la construcción y adaptación de la infraestructura necesaria. Habría pre-acuerdos en lo que se refiere a las condiciones económicas del proyecto, el monto de la inversión, los beneficios impositivos, las demandas que la empresa hizo en cuanto a la disponibilidad de zonas francas, las condiciones en que se comercializará la energía producida por la biomasa, las infraestructuras necesarias, el trazado de las vías férreas, los servicios ferroviarios, las instalaciones portuarias y el canon a pagar al Estado.

Inversiones. La inversión estimada del proyecto es de US\$ 5.000 millones (aproximadamente el 10% del PBI) constituyendo la inversión más importante en la historia del país. El aporte que deberá realizar el gobierno es de US\$ 1.000 millones y corresponde a infraestructura (ferroviaria, vial y portuaria); particularmente la empresa requiere la concreción de infraestructura ferroviaria prácticamente inexistente en el país.

Según el Tratado Bilateral de Inversiones (TBI) suscrito con Finlandia, esta planta debe recibir trato igualitario al que recibieron las otras empresas de su misma nacionalidad. Las zonas francas fueron creadas legalmente en 1988 y, de acuerdo a la ley vigente, las empresas que ahí se ubiquen están exoneradas de todo impuesto nacional y sólo deben abonar los aportes al BPS de los trabajadores nacionales y el canon correspondiente al Estado uruguayo.

Los pedidos de UPM. La empresa finlandesa UPM solicita la exoneración del Impuesto al Patrimonio (IP), tanto para la planta como para los terrenos de sus plantaciones, como condición para instalarse, siendo este pedido la diferencia mayor con el gobierno (exoneración de las plantaciones) en el sentido que dicho beneficio no alcanza a la planta de UPM (ex-Botnia) que funciona en Fray Bentos.

También UPM habría exigido tener una zona franca en la zona portuaria (aumentando sus ganancias y beneficios), lo que constituye un evidente abuso, ahora en perjuicio de la igualdad con las otras empresas que el TBI exige respetar.

Los problemas del gobierno. Los puntos en discusión refieren a la exoneración del Impuesto al Patrimonio a UPM ya no podría ser resuelta por decreto, sino por ley y el Poder Ejecutivo no quiere someterse a negociaciones y discusiones si lleva el tema al Parlamento.

En lo que respecta al acceso de una zona franca en puerto esto no sería posible pues contradice el TBI que promueve la igualdad de tratamiento con otras empresas.

La empresa no acepta pagar un canon por el uso de la zona franca superior a los US\$ 700 mil anuales.

Situación y Perspectivas. El Director de la Asesoría Macroeconómica del MEF, Andrés Masoller, renunció a su cargo luego de 13 años en el equipo económico, indicando que las razones de su renuncia obedecen a “*desacuerdos con la forma en que se está llevando adelante la negociación*” con la pastera finlandesa. El déficit fiscal de 3,6 %I PBI imposibilita la renuncia tributaria que pretende UPM.

Para **Oikos C.E.F.** es fundamental avanzar por el impacto que una inversión de esta magnitud tiene sobre la economía (efecto derrame sobre actividad y empleo, consolidación de Uruguay ante las calificadoras de riesgo como país sólido para recibir inversiones) y porque el gobierno no tiene “Plan B”. A su vez existe dependencia y expectativas en relación al proyecto considerando los efectos que han tenido los dos proyectos anteriores.

Si se avanza hacia la segunda etapa, el gobierno habrá de comenzar con parte de la inversión en infraestructura antes de conocer la decisión final de la multinacional finlandesa y esa incertidumbre pesa con el nivel de déficit fiscal que tiene el país.

Principales proyecciones para 2017 y 2018

Uruguay	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB (%)	1,0	1,5	3,3	4,1
Consumo final de los hogares (%)	0,0	0,7	3,5	3,0
Inversión (%)	-8,2	0,9	-5,0	9,0
Tasa de desempleo (%)	7,5	7,8	7,9	7,8
Inflación - IPC (%)	9,4	8,1	6,1	7,1
Tasa de cambio \$/US\$	29,9	29,3	29,7	32,2
Cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-0,2	1,2	-0,1
Resultado global del sector público (% PIB)	-3,5	-3,8	-3,7	-3,5

Septiembre: Alcanzando el punto crítico

El Estamos ya entrando al último trimestre del año y la economía venezolana se dirige hacia su cuarto año de contracción económica, en un entorno signado por mayor deterioro y la imposibilidad del Ejecutivo de mejoras profundas en el flujo de caja externo.

El balance de lo que va de 2017 muestra una economía ya en colapso:

- La contracción de 2017 estará en el orden de 14,1% en base interanual, con una caída de 12,7% en el consumo privado y un desplome de 36,1% en la inversión.
- La producción petrolera continúa cayendo. En lo que va de año hemos perdido 103 kb/d (con respecto a diciembre).
- La inflación muestra una preocupante aceleración: el promedio en los primeros ocho meses del año alcanza 24,5%, y ya en septiembre se ubica por encima de 30,0%. Esto ha provocado una contracción del poder adquisitivo (en promedio) de 17,3%.
- Para el primer semestre las importaciones se han contraído 23,5% en base interanual, con una caída mayor de las importaciones no petroleras (32,2%). Las importaciones privadas a tipo de cambio no oficial constituyen la mitad de las importaciones realizadas, con impactos significativos en precios.
- En el frente fiscal, tanto los ingresos como los gastos se están contrayendo. Sin embargo, la contracción de los ingresos es mayor a la del gasto, por lo que el BCV ha incrementado el financiamiento a 638,7% hasta el mes de abril, en base interanual.
- La depreciación del tipo de cambio paralelo se ha acelerado. Mientras en 2016 el tipo de cambio no-oficial se depreció 73,7%, en el 1T2017 alcanzó 16,5%, en 2T2017 51,3% y para 3T2017 ya se ubica en 89,2%.

En el plano político, es mayoritaria la percepción de la comunidad internacional de la naturaleza dictatorial del gobierno de Nicolás Maduro, lo que ha elevado la presión y ha llevado al Gobierno de Estados Unidos a imponer más allá de las sanciones individuales a funcionarios, sanciones financieras con impactos significativos en el flujo de caja.

De cara al cuarto y último trimestre, el Ejecutivo tiene que hacer pagos significativos de deuda externa (por un monto superior a los USD 4.000 millones) y dado el escenario de sanciones, no ha podido contar con nuevo financiamiento externo. Hasta la fecha, el Ejecutivo cuenta con cerca de la mitad de los fondos para hacer frente a los pagos y es muy probable que decida pagar obteniendo el resto con un recorte adicional de las importaciones. Esto llevaría a que las importaciones del segundo semestre del año tendrían una contracción de 42,6% en base interanual, y el total del año caerían 29,0%, un nivel superior al 23,1% estimado previamente.

Un recorte de importaciones de esa magnitud en las circunstancias actuales pondría más presión en la administración de Maduro en el frente económico y social, incrementando la escasez, inflación, tipo de cambio negro y generaría una situación de caos y tensión social inédita, o peor de lo experimentada hasta ahora. En nuestra opinión, la nueva jornada de diálogo entre Gobierno y oposición tiene mucho que ver con esta situación y la necesidad del Ejecutivo de obtener respiro en el plano internacional y acceso al financiamiento externo.

De cara a 2018, estos dilemas seguirán estando presentes. En un estimado preliminar, pensamos que la brecha externa estará en el orden de USD 6.863 millones. En un entorno en que cada vez es más costoso reducir las importaciones, un sector petrolero en colapso y la imposibilidad de acceder a nuevo financiamiento, dada la presencia de sanciones, colocan al Ejecutivo frente a la imposibilidad de seguir repitiendo la fórmula de ajuste ensayada hasta la fecha: liquidar activos, asumir endeudamiento y recortar importaciones, por lo que el riesgo de impago (default) es elevado.

Una posible salida es alcanzar una transición negociada que permita introducir reformas amplias en lo económico y la posibilidad de obtener financiamiento internacional, incluyendo los organismos multilaterales. Es prematuro evaluar si la actual ronda de negociaciones conducirá a ello, pero es claro que el chavismo necesita urgentemente un cambio en la estrategia.

Principales proyecciones para 2017 y 2018

Venezuela	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB (%)	-5.7	-15.1	-14.1	-7.3
Consumo final de los hogares (%)	-7.8	-15.0	-12.7	-7.2
Inversión (%)	-17.6	-36.8	-36.1	-22.3
Tasa de desempleo (%)	6.8	6.5	7.3	8.7
Inflación - INPC (%)	180.9	525.1	1,438.3	3,575.0
Tasa Overnight (%)	5.4	4.6	NA	NA
Tasa de cambio VEB/US\$	6.3	10.0	10.0	200.0
Cuenta Corriente (% PIB)	-18.3	-8.2	2.8	2.9
Resultado nominal del sector público restringido (% PIB)	-20.2	-16.4	-14.0	NA