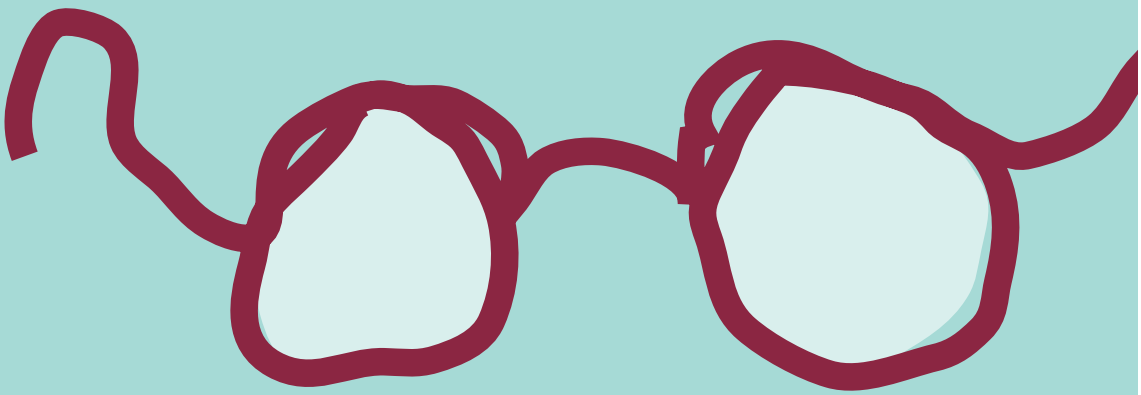
BBVA

Latinwatch

Servicio de Estudios

Abril 2004



América Latina: se consolidan las buenas perspectivas
Artículo: Argentina mirando a Oriente
Brasil: el juego de las expectativas
México: enganchándose a la locomotora esdadounidense
Perú: crecimiento a pesar del ruido político

Indice

Fecha de cierre: 7 de abril de 2004

1. Visión Regional 2
2. Materias Primas 3
3. Panorama de Mercados 4
4. Panorama Bancario 5
5. Artículo 6
6. Argentina 8
7. Brasil 9
8. Chile 10
9. Colombia 11
10. México 12
11. Perú 13
12. Uruguay 14
13. Venezuela 15
14. Previsiones 16

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios BBVA

David Taguas

Javier Santiso, Economista Jefe para América Latina javier.santiso@grupobbva.com
Jorge Blázquez, Economista Senior jorge.blazquez@grupobbva.com
Alejandro Neut, Economista Senior alejandro.neut@grupobbva.com
Juan Antonio Rodríguez, Economista ja.rodriguez@grupobbva.com
Santiago Sanz, Economista sjesus.fuente@grupobbva.com
Luciana Taft, Economista lucia.taft@grupobbva.com

Con la colaboración de:

Servicio de Estudios BBVA

Carmen Hernansanz
Economista Jefe de Banca y Nueva Economía carmen.hernan@grupobbva.com

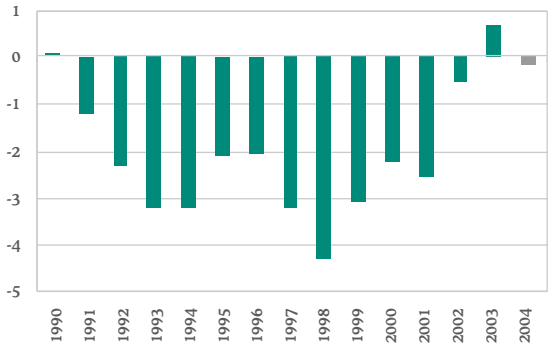
BBVA Banco Francés, Buenos Aires; BBVA Chile, Santiago de Chile; BBVA Banco Ganadero, Santafé de Bogotá; BBVA Bancomer, México DF; BBVA Banco Continental, Lima; BBVA Banco Provincial, Caracas.

Servicio de Estudios BBVA
Javier Santiso, Economista Jefe para América Latina
javier.santiso@grupobbva.com

Precios de materias primas
Índice CRB

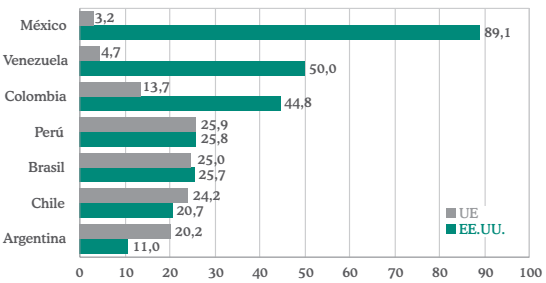
Fuente: Commodity Research Bureau

Saldo de Cuenta Corriente
(% PIB)



Fuente: BBVA

Destino exportaciones
(% de las exportaciones totales, 2002)



Fuente: LatinFocus

1. Visión Regional

Los atentados de Madrid y el efecto sobre la confianza

Los atentados de Madrid del pasado 11 de marzo han vuelto a poner sobre la mesa la confianza como elemento fundamental en el desarrollo de la actividad económica. Dichos atentados, cuya autoría se atribuye a Al Qaeda, revelan la capacidad de algunos grupos terroristas islámicos de operar en el mundo occidental. En este contexto un nuevo atentado -por parte del terrorismo islámico- en otra capital occidental podría generar una crisis de desconfianza con efectos negativos sobre la actividad económica. Este efecto negativo, sin duda, afecta a las economías europeas, pero también podría tener efectos globales. La pregunta que se pretende responder en esta líneas es si Latinoamérica está preparada para hacer frente con éxito a este choque adverso. Seis razones sustentan una respuesta afirmativa.

Una región mejor preparada para afrontar choques adversos

Primera: la situación de Estados Unidos es ahora más sólida. Para este año esperamos un crecimiento del producto superior a 4%. Esta situación es muy diferente de la de septiembre del año 2001, cuando tuvieron lugar los atentados de Nueva York. En aquel momento Estados Unidos estaba inmerso en una recesión o al menos un estancamiento. El fuerte crecimiento de la economía norteamericana se está filtrando a México. El sector manufacturero mexicano está empezando a tirar, impulsado por las exportaciones a su vecino del norte.

Segunda: los precios de las materias están en máximos. La región es exportadora neta de estos productos, por lo que sus ingresos por exportaciones están creciendo a ritmos elevados. Esta es otra diferencia significativa con respecto a la situación de septiembre de 2001, cuando los ingresos por exportaciones crecían a tasas negativas. Esto otorga una mayor fortaleza financiera a la región, debido al mayor ritmo de entrada de divisas.

Tercera: El déficit por cuenta corriente de la región ha desaparecido. De hecho, la región disfrutó de un superávit por cuenta corriente en 2003. Esta saneada situación externa se prolongará en 2004 gracias, en parte, a los elevados precios de los productos básicos. Otra vez, la situación es mejor que 2001 cuando la región presentó un déficit por cuenta corriente de 2,5% del PIB.

Cuarta: Los lazos comerciales con Europa son menos intensos que con Estados Unidos. Y esto es particularmente relevante para el caso mexicano. De hecho, otro atentado en Europa tendría menor impacto sobre la región que si ocurre en Estados Unidos.

Quinta: La situación argentina. Desde 1999, y hasta el colapso de la convertibilidad en 2002, la situación argentina era como una «Espada de Damocles». La precaria situación financiara de Argentina y el riesgo de contagio al resto de Latinoamérica fue un elemento clave en la evolución económica de la región en el periodo 1999-2001. Hoy por hoy, ninguno de los grandes países latinoamericanos presenta un riesgo de crisis severa. Más bien al contrario, la situación de muchos de ellos permite anticipar una evolución positiva.

Sexto: la situación de los tipos de interés de las economías desarrolladas. Desde hace un año hemos mantenido que la positiva evolución de los mercados financieros latinoamericanos estaba fundamentada, en parte, por la abundante liquidez internacional. El atentado de Madrid actúa en sentido favorable. El Banco Central Europeo (BCE) va a mantener o incluso podría aumentar la liquidez para compensar el efecto negativo que dicho atentado pueda tener sobre la confianza de los agentes económicos. Por su parte, la FED puede mantener el tono expansivo de su política monetaria por más tiempo. En resumen, tras el 11 de marzo, las subidas de tipos por parte de la FED y del BCE se podrían retrasar, dando impulso para algunos meses más al rally financiero emergente.

Servicio de Estudios BBVA
Jorge Blázquez, Economista Senior
jorge.blazquez@grupobbva.com

2. Materias Primas

La OPEP cambia de modelo

El precio del petróleo en el último mes ha tenido un comportamiento irregular. Durante casi todo el mes el precio del crudo Brent se ha mantenido en una banda de 31,5-33,5 dólares por barril ($/b). Este precio elevado era el reflejo de varios factores. En primer lugar, la incertidumbre respecto del anunciado recorte de crudo por parte de la OPEP, que entró en vigor el día 1 de abril. Durante algunos momentos se especuló con la posibilidad de que, dado los elevados precios, la OPEP aplazara la entrada en vigor del recorte. Hubo varias declaraciones en este sentido por parte de alguno de sus miembros. Sin embargo, la OPEP en la pasada reunión del día 31 de marzo en Viena decidió, a pesar de todo, aplicar el recorte. El segundo elemento es el bajo nivel de reservas de crudo. Ambos factores ayudan a mantener los precios elevados.

La pregunta que debemos hacernos es si estamos ante un cambio de modelo a la hora de fijar los precios por parte de la OPEP. En 2000, la Organización se comprometió a mantener los precios de crudo (para una determinada cesta de referencia) entre los 22 y 28 $/b. Los precios han desbordado ampliamente esta banda en los últimos meses. De hecho, el citado precio de referencia lleva desde mediados de noviembre por encima del precio objetivo. También en 2000, la OPEP diseño un mecanismo «automático» para estabilizar el precio del crudo. En teoría, si el precio superaba durante 20 días seguidos los 28$/b entonces la OPEP aumentaba la producción automáticamente en 500 mil barriles diarios (mbd). Este mecanismo no entró nunca en funcionamiento y hoy queda claro que la banda de referencia ha dejado de tener valor.

Aparentemente el objetivo de la OPEP es maximizar los ingresos y, en el corto plazo, la mejor manera de conseguirlo es maximizando el precio. El objetivo de estabilizar los precios está superado. Pero esta nueva estrategia es, en cierta medida, arriesgada en el largo plazo. Un precio muy elevado es un incentivo para invertir en nuevos proyectos de exploración y producción. Los países no OPEP, que no están sujetos a cuotas de producción, son los grandes ganadores de esta nueva política. Éstos se benefician tanto del precio elevado como del aumento de producción.

En los próximos meses será clave el comportamiento de la OPEP. El recorte de cuotas será sólo testimonial si no tienen lugar un recorte efectivo de la producción. Pero dadas las condiciones del mercado este recorte es, a mi juicio, poco probable en el corto plazo.

Los factores de riesgo geopolítico pueden explicar el elevado precio del último mes

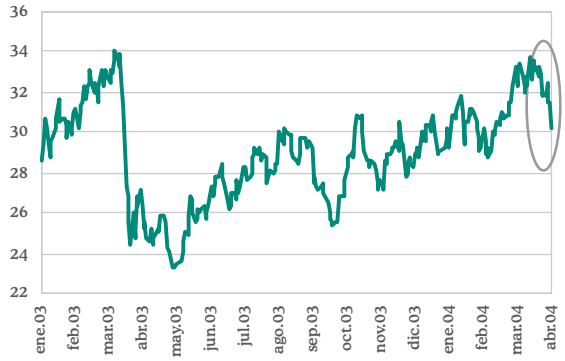
Los atentados de Madrid del 11 de marzo a manos de terroristas islámicos y la posterior muerte del jeque Ahmed Yasih (guía espiritual del movimiento integrista islámico Hamas) a manos del ejercito israelí ha incrementado la tensión política. Este aumento de la tensión puede tener su reflejo en el precio del crudo. Nuestro modelo señala que las actuales condiciones de oferta y demanda sugieren que un precio razonable para el Brent sería de 27,5$/b, frente a los 32,7 $/b del mes de marzo. Así, existe un gap de alrededor de 5 dólares que vendría explicado por factores ajenos a los fundamentales económicos.

En este sentido seguimos apostando por nuestro escenario de precios a la baja en la segunda parte del año 2004. El precio medio para este año estará en niveles de 29 $/b, pero se acercará hacia los 26 $/b a finales de año.

El cobre y la soja también protagonistas del mes de marzo

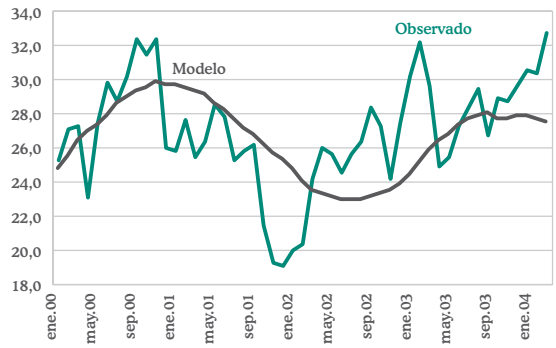
El resto de materias primas siguen mostrando una fortaleza destacada. El precio del cobre promedió 136 centavos la libra, frente a 125 del mes de febrero. Por su parte, el precio medio de la soja subió un 14% en abril (frente a marzo). La fortaleza de estos precios sugiere que se mantendrá el fuerte crecimiento de las exportaciones de bienes en 2004. Además, el choque positivo y generalizado de términos de intercambio es un elemento de impulso que favorece un mayor crecimiento regional.

Precio del crudo tipo Brent
(dólares/barril)



Fuente: Bloomberg

Precio del crudo tipo Brent
(dólares/barril)



Fuente: BBVA

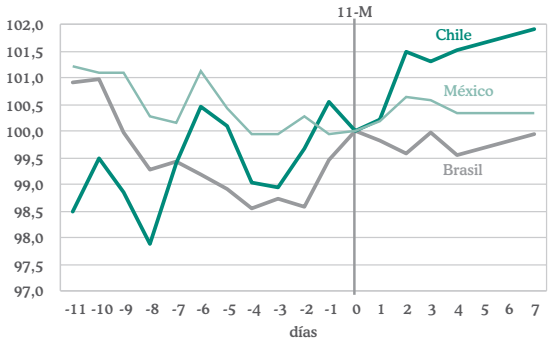
Previsiones anuales
Media anual

	2002	2003	2004	2005
Indice BBVA-MAP LATAM	96	105	117	105
Petróleo Brent ($/b)	25	28	29	25
Cobre (¢/lb)	71	81	128	110
Café (¢/lb)	65	67	79	70
Soja (¢/bush)	504	626	879	592
Oro ($/onza)	311	364	387	328

Fuente: BBVA

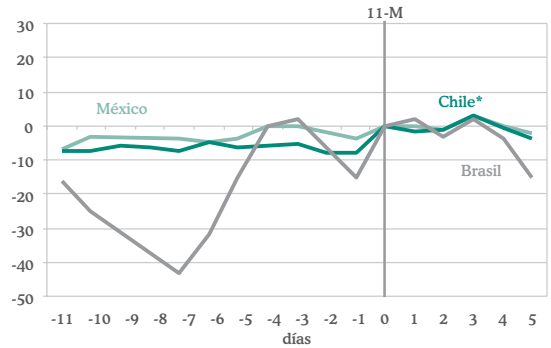
Servicio de Estudios BBVA
Alejandro Neut, Economista Senior
alejandro.neut@grupobbva.com

Tipo de cambio
(100=11 de marzo)



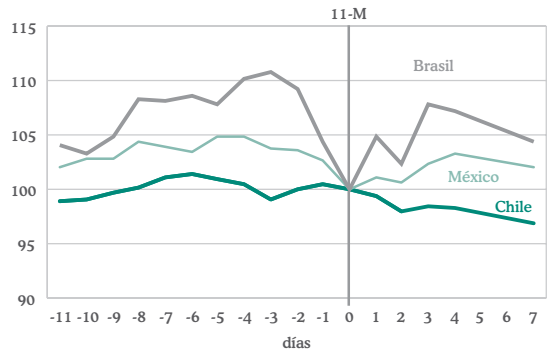
Fuente: BBVA

Spread EMBI+
(0=11 de marzo)



* Spread soberano Global 2009
Fuente: BBVA

Bolsas
(100=11 de marzo)



Fuente: BBVA

3. Panorama de Mercados

El "no-efecto" de los últimos atentados terroristas en los mercados financieros latinoamericanos.

El atentado terrorista del 11 de marzo en Madrid se suma a una sucesión de tragedias perpetradas en distintas partes del mundo por grupos islámicos fundamentalistas. Siniestros de similar magnitud ocurrieron en Indonesia (12 de octubre de 2002) y Turquía (15 de noviembre de 2003) además de los atentados en EEUU en 2001. Pero a pesar de lo que esperaban varios analistas, horas después de cada uno de estos sucesos, los mercados financieros latinoamericanos no se vieron afectados de forma significativa en ninguno de estos casos. Incluso para el atentado del 11S en Nueva York, el tipo de cambio y las bolsas latinoamericanas no se vieron afectados en el corto plazo, aunque en esa oportunidad si hubo un alza significativa de los spreads soberanos emergentes.

Al primero de abril de 2004, los datos de los mercados financieros latinoamericanos tras el atentado de Madrid no muestran ningún movimiento homogéneo. A modo de ejemplo, cuatro días después del atentado los tipos de cambio frente al dólar apenas registraron variaciones, exceptuando el peso chileno que se depreció en más de 1%. Es importante notar que la depreciación en Chile no es producto de una fuga de capitales tras el atentado en Madrid, pero es consecuencia de un importante flujo de capital al exterior remitido por los fondos de pensiones chilenos (AFP). El motivo para ello es que el Banco Central, a mediados de diciembre pasado, informó que a contar del 1° de marzo del 2004, el límite de inversión en el exterior pasa desde un 25% a un 30% de los Fondos de Pensiones, límite máximo establecido en la ley. Por ende, la depreciación observada corresponde a un choque transitorio interno que no tiene conexión con el atentado.

A medio plazo los efectos son inciertos

De detenerse esta ola de atentados, no esperamos que los mercados latinoamericanos sufran impacto significativo, y el crecimiento de la región debiera aproximarse a 4% en 2004 y 3,5% en 2005. Pero este escenario puede verse alterado si ocurren nuevos actos terroristas que desestabilicen los mercados a nivel global. De producirse nuevos atentados, diferenciamos dos posibles escenarios.

El primer escenario –desencadenado por nuevos actos terroristas en Europa- tendría un efecto transitorio en los mercados de América Latina. Este escenario está caracterizado por un aumento global de la aversión al riesgo, el que a su vez provoca menores flujos financieros a América Latina. Este caso se caracteriza por unos spreads soberanos ligeramente mayores en 2004 (50 puntos pases por sobre el escenario de base en 2004) y sin repercusiones en 2005. En cuanto a la economía real, este escenario contempla un crecimiento regional levemente menor en 2004 y 2005 (3,6% y 3,2% respectivamente).

El segundo escenario consiste en un choque duradero desencadenado por un nuevo atentado en Estados Unidos. Por su mayor proximidad comercial y por el impacto global que tendría una caída de la confianza en EEUU, el efecto sería más dañino que en el caso anterior. Bajo este escenario se prevé un deterioro mayor y mas duradero del spread soberano. En 2004 el spread se situaría por encima del escenario base, para incluso aumentar en 2005. Este deterioro en el riesgo país iría acompañado de un choque adverso en las exportaciones, producto de la menor demanda global y la desaceleración de las economías desarrolladas que cabe esperar en este caso. El choque exportador reduciría el crecimiento de la región y Latinoamérica crecería 3,2% durante 2004 y algo menos todavía en 2005.

Servicio de Estudios BBVA
Carmen Hernansanz, Economista Jefe de Banca
carmen.hernan@grupobbva.com

4. Panorama Bancario

En 2003 mejoró la calidad de la cartera de crédito...

Los ratios de morosidad acostumbran a presentar una inercia muy pronunciada como resultado de los calendarios contables y del lento proceso que en muchos casos conlleva la eliminación de los créditos vencidos del balance. Este segundo factor es bastante relevante en algunos países latinoamericanos, como Colombia o Perú, que aún siguen arrastrando los efectos de problemas bancarios acaecidos en los noventa. Muy dilatado está siendo también el proceso de saneamiento de la cartera de crédito en México tras la crisis del Tequila. No obstante, en este caso, el ratio de morosidad ha mostrado pronunciados descensos hasta aproximarse al 3%. Por último, la fiscalidad puede ser un aspecto a considerar para explicar la evolución de la tasa de mora.

En 2003 el ratio de morosidad experimentó un descenso generalizado en los principales sistemas bancarios latinoamericanos[1]. En Argentina y Colombia, la relativa mejora de la actividad económica ha podido influir en este resultado. Sin embargo, éste no es el caso de Venezuela, ya que, en un entorno económico recesivo, el ratio de morosidad descendió en 2 p.p.. Por tanto, en términos generales, el buen comportamiento del riesgo de crédito ha de buscarse en factores ajenos a la actividad. La positiva evolución de los beneficios bancarios ha tenido probablemente un papel destacado, ya que ha posibilitado, aún en un contexto económico adverso, sanemientos de la cartera morosa.

En cuanto a la evolución de la morosidad por segmento de crédito, cabe resaltar que en los casos de Brasil, Colombia, México y Venezuela el componente que registra un mayor grado de incumplimiento es el crédito hipotecario. Ello contrasta con los países desarrollados en los que la financiación concedida para esta finalidad presenta una morosidad menor. La influencia de la infraestructura legal y regulatoria sobre el incentivo al pago, así como el duradero efecto de algunas crisis inmobiliarias pasadas explican este comportamiento que, en el caso de Colombia, afecta al 46% de la cartera hipotecaria.

... y se reforzó la solvencia patrimonial

Salvo en Argentina, la evolución reciente de los ratios de cobertura (provisiones sobre cartera morosa) y de los índices de capitalización apunta a un fortalecimiento de la solvencia. Aunque las políticas de provisiones están condicionadas por la heterogénea normativa local, se constata un aumento generalizado en la cobertura. Las provisiones para insolvencias exceden al conjunto de los créditos vencidos en todos los países salvo en Brasil y Colombia, encontrándose en estos últimos próximas al 100%. Cabe destacar los casos de Venezuela y México, donde los ratios de cobertura experimentaron un repunte muy significativo, situándose en cotas relativamente elevadas.

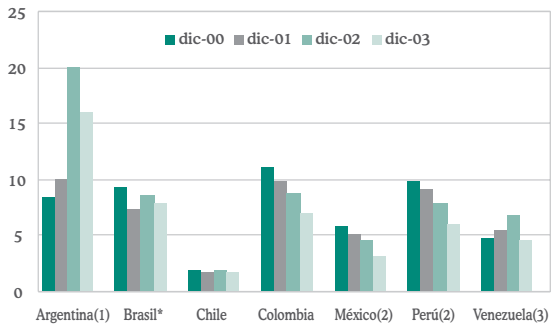
Los coeficientes de solvencia se mantuvieron por encima de los mínimos regulatorios locales, que son, de nuevo, diferentes entre países. Todos los ratios de capitalización se mantuvieron estables o aumentaron ligeramente salvo en México. No obstante, aún en este último caso, el ratio observado (14,2%) excedió con creces el mínimo requerido (8%).

La banca está en condiciones de apoyar la recuperación

En suma, salvo en Argentina, las incertidumbres económicas y financieras por las que han atravesado algunas de estas economías en los últimos cuatro años, han hecho escasa mella en la solvencia bancaria. La evolución reciente de ésta señala que la capacidad de los sistemas bancarios latinoamericanos para enfrentar situaciones adversas es ahora superior a la de hace un año. Este es un aspecto muy positivo, puesto que un sistema bancario fuerte constituye una de las palancas fundamentales para apoyar la previsible recuperación económica de la región.

[1]Es importante tener en cuenta que las definiciones de morosidad, de provisiones y de índice de capitalización utilizadas corresponden a las definiciones locales. Por ello, estas variables no son directamente comparables entre países

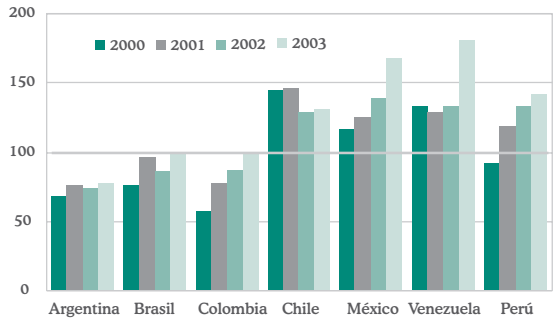
Ratio de Morosidad
(cartera morosa sobre inversión crediticia bruta)



(1)Banca Privada; (2)Banca Múltiple; (3) Banca Universal
*Mora por encima de 90 días

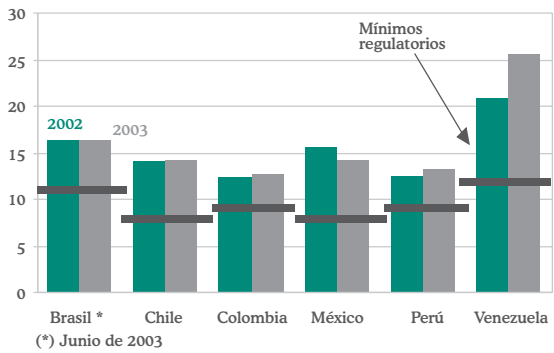
Fuente: Bancos Centrales y Superintendencias nacionales

Ratio de Cobertura
(provisiones para insolvencias sobre cartera morosa)



Fuente: Bancos Centrales y Superintendencias nacionales

Ratios de solvencia



(*) Junio de 2003

Fuente: Bancos Centrales y Superintendencias nacionales

Departamento de Research BBVA Banco Frances, Argentina
Adriana Haring, Economista
aharing@bancofrances.com.ar

Algunas cifras comparadas (2002)

País	Superficie En Km²	Población N° habitantes en millones	PIB Nominal m.M.$ corrientes	PIB per Cápita $ corrientes
China	9.596.960	1.258,0	1.241	986
EE.UU.	9.629.091	290,3	10.481	36.098
Brasil	8.511.965	182,0	452	2.485
Argentina	2.766.890	38,7	96	2.467

Fuente: Asian Development Bank, IBGE (Brasil), INDEC (Argentina), FMI.

5. Artículo: Potencial económico de China y oportunidades para Argentina

Midiendo el potencial de China

Esta nota se basa en un documento más amplio[1] cuyo objetivo es analizar el panorama económico de China y las oportunidades comerciales para Argentina. Recientemente se publicaron numerosos trabajos sobre el notable crecimiento de China durante las dos últimas décadas y el papel cada vez más importante que esta economía puede cumplir como locomotora del mundo.

En este sentido, basta observar comparativamente el efecto "tamaño" de China y sus perspectivas de crecimiento. En cuanto a su territorio, éste es tan grande como Estados Unidos y Brasil, y su población excede de 4,3 veces a la de Estados Unidos, 7 a la Brasil y 33 a la de Argentina. Sin embargo, el PIB per cápita actual de China, aún cuando creció más de un 9% anual en los últimos 20 años, es considerablemente menor que el de estos países.

Mirando hacia adelante, se estima que el PIB potencial de China podría ascender al 7,5% promedio anual, tasa significativamente más alta que el promedio mundial, de modo que cabe esperar que China continúe cumpliendo un papel clave en la expansión global.

En las últimas décadas el sector industrial ganó participación, llegando a representar actualmente un 51% del PIB, mientras que los servicios y la agricultura representan el 34% y el 15% del PIB, respectivamente. Pero, desde el punto de vista de la absorción de la mano de obra, el principal sector sigue siendo la agricultura, ya que concentra un 50% de una población activa de 763 millones de personas. Es decir, esta estructura aún dista mucho de la de un país desarrollado donde la industria y servicios demandan mayores niveles de empleo que el sector primario.

Esta asignación de recursos origina principalmente en el sector agrícola bajos niveles de productividad y de salarios. Basta señalar que la productividad de un trabajador agrícola de USA es equivalente a 31 trabajadores chinos en el mismo sector. Pero en la medida que China continúe con su modernización y creciendo más de prisa que el mundo, estas debilidades se vuelven una oportunidad de comercio para el resto del mundo porque aumentará la demanda china de alimentos básicos y progresivamente aumentarán el consumo de alimentos más elaborados.

El sector externo jugó un rol central

La transformación de la economía china también devino en una creciente apertura del comercio exterior. El coeficiente de apertura comercial, medido por la suma de exportaciones e importaciones sobre el total del producto, pasó de ser algo menos del 13% a inicios de la década de los 80's al 50% durante el 2002. Es decir, en poco más de dos décadas las exportaciones chinas crecieron más de 17 veces, en tanto que las importaciones lo hicieron cerca de 14 veces. Este notable impulso del comercio exterior llevó a que China aumentara de manera notable su participación en el comercio mundial ocupando en 2002 el 5° puesto en el ranking de exportadores y su participación en el total mundial de exportaciones es prácticamente equivalente a la efectuada por toda América Latina.

A pesar de las importantes reformas de China, que le valieron el excelente desempeño de las últimas dos décadas, no pueden ignorarse algunas importantes asignaturas pendientes. Existen en China más de 100 mil empresas estatales que absorben la mitad de la oferta laboral urbana. En general tienen baja rentabilidad y un tercio de ellas operan a pérdida.

Esta deficiencia repercute directamente en el sistema financiero dado que los bancos más grandes son estatales y deben financiar a las empresas públicas aumentando el riesgo de incobrabilidad de préstamos y produciendo una mala asignación de recursos. En este sentido, reducir más el tamaño del sector público y/o establecer sistemas descentralizados que aumenten la rentabilidad del sector público chino, incluyendo los bancos estatales, constituyen un gran desafío pendiente.

Lo más relevante para Argentina y América Latina de la dinámica del comercio exterior chino reside en la composición de su balanza comercial. En efecto, con cifras en miles de millones de dólares para el año 2002, China obtuvo un fuerte superávit en la balanza comercial del orden de 32 m.M.$. Sin embargo, en el desagregado se advierte que todo ese superávit estuvo dado por el sector manufacturero (56 m.M.$) ya que en Productos agrícolas y de la industria extractiva obtuvo un déficit de 24 m.M.$. Es decir, un país como Argentina, de grandes ventajas comparativas en productos agrícolas y manufactura de este origen, tiene un amplio potencial de expandir sus exportaciones a China, mientras que los países productores de bienes industriales encuentran en China, por su bajo costo laboral y progreso en los estándar de calidad, un fuerte competidor.

Lo anterior se refleja en el superávit de la balanza comercial de Argentina con China, que alcanzó a 1.731 millones de dólares durante el año 2003, elevándola a 4° país de importancia en el destino de nuestras exportaciones. Más aún, si tenemos en cuenta la mayor elasticidad ingreso de las importaciones y crecimiento de largo plazo de China con relación a los otros países importantes que comercian Argentina (ver tabla siguiente con los supuestos de proyección), se tendría que, en el 2010, China sería el principal destino de las exportaciones de Argentina, 14% del total.

Esta proyección puede resultar optimista porque el 70% de las ventas argentinas a China se basan en soja y sus derivados, que atraviesan por una coyuntura de elevado precio internacional. Pero aún considerando una caída del 20% del precio de la soja resulta que a fines del 2010 China continuaría siendo el 4° destino de las exportaciones argentinas, con escasa diferencia entre los principales socios comerciales.

En conclusión, el fuerte crecimiento de China y su elevada elasticidad de importaciones, junto con el hecho que es una país importador neto de alimentos y exportador neto de industria, pueden constituir no notable beneficio para expandir las exportaciones argentinas debido a sus ventajas comparativas en productos primarios.

Bibliografía

"China, competing in the global economy" por D. Robinson, T. Dorsey, J. Aziz, P. Heytens, C. Duenwald y otros, publicado por el Fondo Monetario Internacional. Año 2003.

"Outlooks", Asian Development Bank. Años 2003 , 2004.

"China´s Integration into the World Economy: Implications for Developing Countries" por Y. Yang. Serie de Documentos de Trabajo del FMI. Diciembre de 2003.

"Resultados, interpretaciones y enseñanzas de la reforma económica china (1978-1998)" por Pablo Bustelo, Universidad Complutense de Madrid. Año 1998.

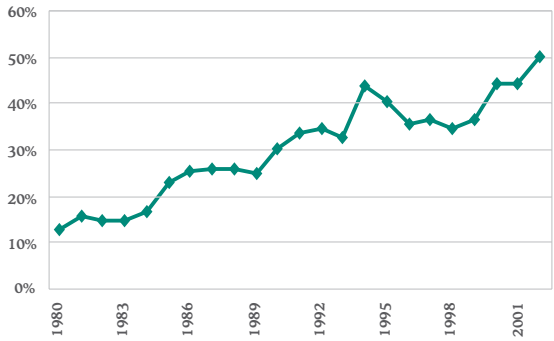
Series Estadísticas: Organización Mundial del Comercio.

"China: Awakening Giant", M.Cox y J. Koo, Reserva Federal de Dallas. Septiembre de 2003.

"El milagro económico de China: un dragón que despierta", por P. Bustelo, Universidad Complutense de Madrid. Enero de 2002.

[1]"Panorama Económico de China y Oportunidades para Argentina", Adriana Haring, Serie de Estudios Económicos N° 6 - Departamento de Research – BBVA Banco Francés - Enero 2004.

Coeficiente de apertura (X+M)/PIB



Fuente: FMI y OMC

China en las exportaciones argentinas

Exportaciones Argentinas	Año 2003	Particip. %
Total excluyendo China	26.924	91,7%
Brasil	4.613	15,7%
Chile	3.456	11,8%
Estados Unidos	3.046	10,4%
Resto del Mundo	15.809	53,8%
Total a China	**2.452**	**8,3%**
TOTAL	**29.375**	**100,0%**

Fuente: INDEC

Departamento de Research BBVA Banco Francés, Argentina
Ernesto Gaba, Economista Jefe
egaba@bancofrances.com.ar

6. Argentina

Aparecen restricciones de oferta

Con sólo aumentar la mitad de la tasa marginal del año pasado, la economía argentina podría volver a crecer más de un 8,5% este año ya que el arrastre estadístico es del 4%. Por el lado de la demanda, los factores que impulsaron el alza del consumo y la inversión en 2003 siguen operando, pero han aparecido limitaciones por el lado de la oferta.

En el caso de industria, algunos sectores que producen insumos básicos, como siderurgia, papel y cartón y refinación de petróleo, se acercan o han superado el 90% de utilización de capacidad instalada, lo cual, en ausencia de nuevas inversiones, reduce sus posibilidades de expansión futura. A esto se agrega la escasez de gas natural que obligará a restringir no sólo las exportaciones sino el consumo de este combustible por parte de algunas industrias que no han contratado "servicio ininterrumpible". Aunque aún es prematuro aseverar en qué medida el racionamiento afectará los precios o las cantidades de los distintos sectores o si esto afectará la confianza de los consumidores, hemos estimado que podría llegar a costarle a la economía algo menos de un punto de crecimiento. Por lo tanto, teniendo en cuenta el dinamismo de la demanda y las restricciones de oferta, hemos elevado la estimación de variación real del PIB a 7,8% para el corriente año.

Más oferta de dólares y superávit primario

A pesar de que prevemos una cierta desaceleración en la actividad, los resultados fiscales serán favorables. En particular, en mayo-junio, período en el se producen los vencimientos anuales del Impuesto a las Ganancias, la recaudación tributaria podría registrar tasas de variación interanuales muy superiores al promedio actual debido a la regularización impositiva de algunas empresas que gozaron de exenciones en 2003. Esto llevaría a un superávit primario del sector público nacional mayor al 3%, ampliando aún más la brecha de sobrecumplimiento con respecto a las metas establecidas en el acuerdo con el FMI. Este excedente podría reducirse en el segundo semestre si se incrementa el gasto primario (ej: obra pública o planes sociales) o si el gobierno decide implementar una reducción más agresiva del impuesto al cheque o excenciones al IVA para la compra de bienes de capital.

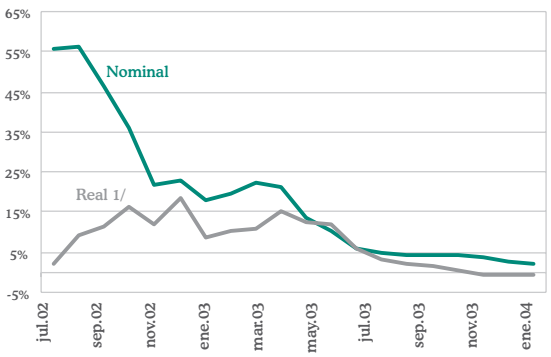
En materia cambiaria, el segundo trimestre también será muy favorable por la liquidación estacional de exportaciones de la cosecha de soja donde estimamos un aumento de valor de 24% para todo el complejo oleaginoso. Esto le permitirá al BCRA una mayor expansión de la Base Monetaria por compra de reservas al sector privado que si excede las pautas del programa monetario podría ser absorbida con el superávit primario del gobierno o colocación de Lebac. Dado el exceso de liquidez del sector bancario y la todavía tenue recuperación de la demanda de crédito, no prevemos tensiones sobre la tasa de interés, la cual podría seguir siendo negativa en términos reales en los próximos meses. La aceleración de la tasa de inflación de los próximos meses, por ajuste de precios relativos, podría no verse reflejada en un aumento proporcional en las tasas nominales.

Utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera

Sectores Industriales	Utiliz. Capac. Instal. (en %) Ene-Feb´03	Ene-Feb´04	Var. (p.p)
Alimentos y Bebidas	67,4	73,6	6,1
Productos del Tabaco	69,4	69,9	0,5
Productos Textiles	70,1	71,9	1,8
Papel y Cartón	79,2	84,2	5,0
Edición e Impresión	50,8	76,6	25,9
Refinación del petróleo	87,1	86,5	-0,7
Sustancias y Productos Químicos	67,5	74,3	6,8
Caucho y Plástico	58,9	68,1	9,2
Minerales no metálicos	43,5	45,7	2,2
Industrias Metálicas Básicas	86,6	90,5	3,9
Vehículos Automotores	15,3	20,9	5,6
Industria Metalmecánica, excluída automotriz	47,1	52,0	5,0
Nivel General	**60,0**	**66,7**	**6,7**

Fuente: BBVA en base a datos del INDEC.

Tasa de interés pasiva nominal y real
(Plazo Fijo 30 días en pesos)



1/ Se utiliza la inflación promedio anualizada del último trimestre

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA e INDEC

Argentina: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Producción industrial (EMI % a/a)	17,3	14,3	12,6	12,2	13,3	n.d.
Inflación (% anual)	3,9	3,6	3,7	2,7	2,3	2,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. $)	16,1	15,8	15,6	14,9	14,6	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	12,9	13,5	14,1	14,7	15,0	15,0
Tipo de cambio (Peso vs US$) *	2,86	2,88	2,96	2,90	2,93	2,90
Tasa depósitos a 30 días en pesos *	4,5	4,3	3,6	2,7	2,2	2,4
Spread soberano (Global 2008) *	5809	6355	6095	6085	6353	6271
Base Monetaria (% anual)	76,0	67,5	59,1	59,3	55,5	47,3
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	54	54	52	52	52	n.d.
BBVA-MAP Argentina (jun-95=100)	116	120	122	125	126	133

* Media mensual

Servicio de Estudios BBVA
Juan Antonio Rodríguez, Economista
ja.rodriguez@grupobbva.com

7. Brasil

El juego de las expectativas

El Banco Central de Brasil (BCB) redujo en 25 p.b. el tipo de interés SELIC, situándolo en 16,25%, en una decisión que sorprendió al mercado. Sólo veinte días antes la institución había afirmado que la existencia de presiones sobre los precios de consumo, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, impedía llevar a cabo bajadas adicionales del SELIC sin poner en peligro la meta de inflación impuesta para final de año: 5,5%.

De esta forma el mercado se ha visto sorprendido por las tres últimas decisiones del Comité de Política Monetaria (COPOM), pues se esperaban bajadas del SELIC que no existieron en los meses de enero y febrero; y ya nadie esperaba una bajada en marzo, cuando sí hubo. Esto no quiere decir, de ninguna manera, que el BCB tenga que hacer lo que los agentes quieran, pero lo que sí está claro es que la percepción que se tiene desde la institución acerca de los precios y lo que se debe hacer para contener su aumento está siendo opuesta a lo que el mercado espera de ella. Existen tres posibilidades: 1) el mercado veía hace ya dos meses algo que el BCB no ha visto hasta ahora: que no existía tanta presión sobre los precios de consumo; 2) algo ha ocurrido durante el último mes que el BCB ha visto y el mercado, bien no lo ha visto, bien no ha creído que el BCB fuese a reaccionar ante ello; 3) el BCB está tratando de (y consiguiendo) engañar al mercado.

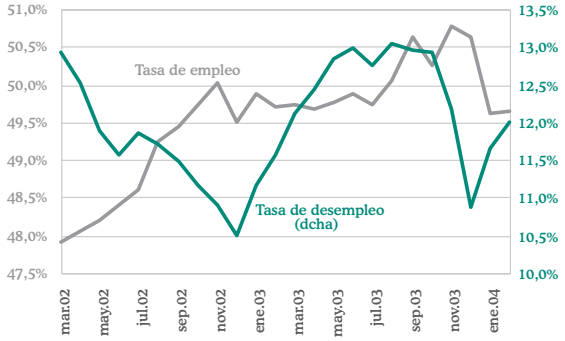
Como descartamos, por absurda, la tercera idea, debemos pensar qué puede haber ocurrido durante el último mes para que el BCB haya cambiado de opinión.

Recuperación de la actividad más lenta de lo esperado

Una de las principales razones que el BCB había dado en sus dos reuniones anteriores para explicar el mantenimiento de tipos, era que las expectativas de inflación del mercado señalaban un nuevo incumplimiento de la meta de inflación para este año. En marzo se tomó la decisión de bajar tipos a pesar de que dichas expectativas se mantenían. Dado que las presiones sobre los precios de consumo por el lado de la oferta continúan (siguen creciendo los precios de *commodities* y los precios industriales al por mayor), una posibilidad es que el BCB haya dejado de esperar presiones por el lado de la demanda, tras la publicación de los primeros indicadores del año. En concreto, si bien los datos de comercio parecen señalar un cambio de tendencia, todavía muestran crecimientos negativos: -3,2% interanual, si se exceptúan las ventas de automóviles. Y la confianza de los consumidores, que se había disparado en el comienzo del año, ha sufrido un parón. La causa puede estar en los malos datos del mercado de trabajo: la tasa de paro ha repuntado hasta el 12%, y la de empleo ha caído hasta el 49,6%, ambas peor que el año pasado en la misma fecha; y de salarios reales, que crecen desde mínimos históricos, pero a un ritmo menor de lo esperado.

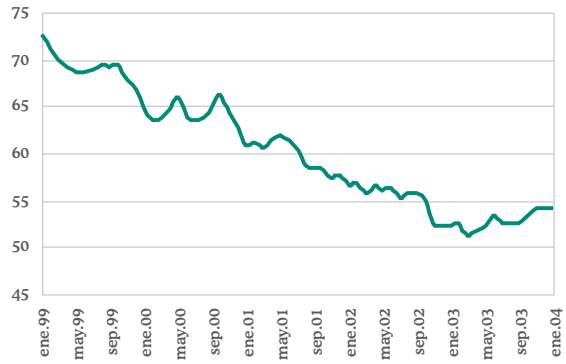
La actuación del BCB apunta a que pueda temer un menor crecimiento del previsto, por lo que habría bajado tipos sin temor a un repunte de inflación.

Tasa de empleo y desempleo



Fuente: BBVA en base a IBGE

Salario medio real
(índice media 1985=100)



Fuente: SEADE

Brasil: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Producción industrial (% anual)	0,7	1,3	4,6	3,7	1,8	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	14,0	11,0	9,3	7,7	6,7	5,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. $)	23,4	23,9	24,8	25,3	26,1	27,2
Reservas internacionales (m.M. $)	54,1	54,3	49,3	53,3	53,0	51,6
Tipo de cambio (Real vs US$) *	2,86	2,91	2,92	2,85	2,93	2,91
Tasa SELIC *	19,5	18,3	16,9	16,3	16,3	16,2
Spread soberano (Brady C-Bond 2014) *	630	576	505	459	570	575
M4 (% anual)	14,8	16,5	18,9	19,0	19,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	61	60	60	60	59	n.d.
BBVA-MAP Brasil (jun-95=100)	82	83	83	83	83	83

* Media mensual

Gerencia de Estudios Económicos BBVA Chile
Joaquín Vial, Economista Jefe
jvial@bbva.cl

8. Chile

Primer Trimestre Auspicioso

La economía chilena, luego de un comienzo lento en enero, ha acelerado su crecimiento en febrero y marzo, de manera que el PIB crecería 4,6% en 2004 T1 en comparación con 2003 T1 en 2003. Entre los sectores se destaca el fuerte crecimiento del sector industrial (8% interanual en febrero).

El hecho más destacable del trimestre es la extraordinaria mejoría en los términos de intercambio, que han elevado las exportaciones a US $ 6500 millones (39% de aumento respecto de 2003 T1). Las importaciones también han crecido, aunque a un ritmo menor (14% est.), debido a que sus precios se han movido en línea con la inflación del resto del mundo, con la excepción del petróleo. La balanza comercial del primer trimestre terminará con un saldo positivo récord del orden de US $ 2500 millones. Otra variable que ha aumentando a un ritmo importante es el empleo (superior al 2%), lo que sigue acompañado por un crecimiento sostenido de los salarios reales en torno a 3% anual.

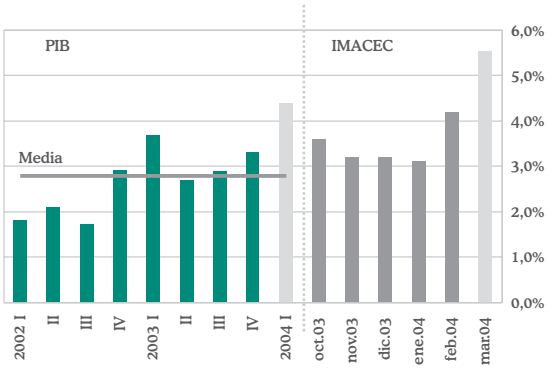
Panorama para el año

Las cifras anteriores se traducen en un superávit final en cuenta corriente considerable (1% del PIB). Hasta el momento, los efectos en la paridad cambiaria han pasado desapercibidos y, por el contrario, el peso se ha depreciado desde los niveles de $ 560 en enero, a valores en torno a $ 620 a fines de marzo. Esta depreciación se explica principalmente por una salida de capitales neta en el periodo, provocada por la recomposición de carteras por parte de las AFP y la retención de los retornos de exportaciones fuera del país. Después de varios años de crecimiento insatisfactorio, la situación ha comenzado a cambiar hacia un desempeño más positivo. Atrás está quedando la trayectoria de crecimiento sostenida sólo por las exportaciones: los mayores niveles de confianza y la fuerte inyección de ingresos proveniente de la mejora en los términos de intercambio se están manifestando en una aceleración del crecimiento de la demanda interna, con un repunte importante del consumo, especialmente de durables, y un mayor dinamismo de la inversión.

Hasta la fecha, la inflación ha seguido la trayectoria prevista por el Banco Central. Sin embargo el escenario descrito antes implica una fuerte presión a la baja en el tipo de cambio, la que se traduciría en una baja adicional en la inflación. En este escenario habría una rebaja adicional de los tipos de interés del Banco Central e intervenciones en el mercado cambiario para ayudar al ajuste acumulando reservas .

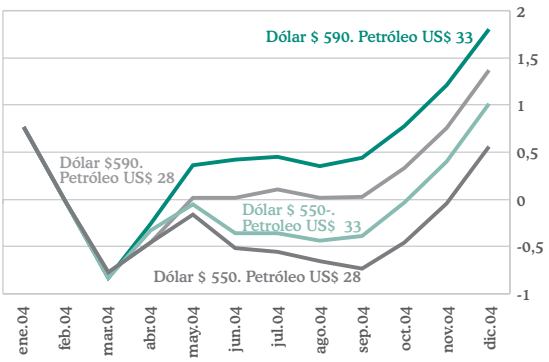
Tasas de interés más bajas, mejores términos de intercambio y una apreciación del peso, en medio de un favorable ambiente internacional, encauzarán a la economía chilena en un sólido ciclo expansivo, que podría llegar a superar las actuales proyecciones de crecimiento para el año (5,2%).

Crecimiento PIB trimestral 2002-2003 y crecimiento mensual IMACEC 2004



Fuente: Banco Central y BBVA Chile

Escenarios alternativos de inflación 2004



Fuente: BBVA Chile

Chile: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
IMACEC (% anual).	3,6	3,2	3,2	3,0	4,2	n.d.
Producción Industrial INE (% anual)	1,9	1,5	1,2	1,8	8,0	n.d.
Inflación (%)	1,2	1,0	1,1	0,8	0,0	-0,7
Balanza Comercial Acumulada en 12 m (m.M.$)	2,7	2,8	3,0	3,2	3,6	n.d.
Reservas Internacionales (m.M.$)	15,6	15,8	15,9	16,0	16,1	16,0
Tipo de cambio (Peso vs US$)	644	625	601	574	584	605
Tasa de instancia monetaria *	2,8	2,8	2,4	1,9	1,8	1,8
Spread soberano (Global 2009) *	69	68	66	64	67	68
M2A (% anual)	0,4	-2,5	-1,6	-0,3	0,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	80	82	84	87	85	n.d.
BBVA-MAP Chile (jun-95=100)	70	73	76	80	87	90

* Media mensual

9. Colombia

Análisis Económico BBVA Banco Ganadero, Colombia
Daniel Castellanos, Economista Jefe
daniel.castellanos@bbvaganadero.com

Se acelera el crecimiento, se estabiliza la inflación y se aprecian los activos domésticos

El crecimiento del PIB en 2003 (3,74%, la tasa más alta en los últimos ocho años) fue revisado 10 puntos básicos al alza, estimulado por la recuperación de la inversión y basado en un crecimiento generalizado a todos los sectores de la economía. El buen desempeño de 2003 ayuda a consolidar las perspectivas favorables de crecimiento para 2004. En la actualidad estimamos que el PIB debe crecer no menos de 4% en 2004.

La mayor actividad ha dinamizado la generación de empleo, con un incremento de 2,8% anual en la ocupación y una disminución de 115 puntos básicos en la tasa de desempleo nacional, que se redujo a 15,4% en febrero de 2004.

El mejor desempeño económico también ha venido acompañado de una apreciación importante de algunos activos financieros, dentro de los que se destacan las acciones, los títulos de deuda pública (sobre todo interna) y el COP con respecto al USD (casi 4% en lo corrido del año y casi 10% en 12 meses). El aumento de precio de los activos financieros hasta el momento no ha estado acompañado de un aumento generalizado de precios en la economía, por lo que la inflación se mantiene todavía bajo control (6,28% en febrero, con tendencia a la baja en la inflación básica).

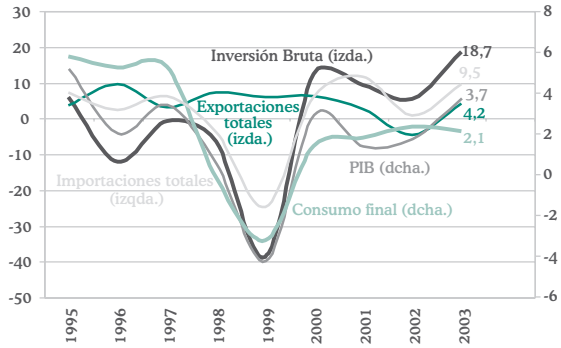
A pesar de la mejora en expectativas de crecimiento, pero debido a la apreciación del peso y a la estabilidad de la inflación, el Banco de la República decidió reducir otros 25 puntos básicos sus tasas de intervención (50 en lo corrido del año), para colocar la mínima de expansión en 6,75%. Así mismo, anunció subastas para acumulación de reservas internacionales entre abril y julio hasta por USD 700 millones (entre diciembre de 2003 y enero de 2004 se hicieron subastas de acumulación por USD 500 millones), y ventas de títulos de deuda pública hasta por el 50% de la suma anterior para esterilizar la expansión monetaria que se cause.

Las medidas buscan reducir la rentabilidad de los activos domésticos para desestimular los influjos de capital y suavizar la apreciación del COP. Con esto se espera reducir la volatilidad de la tasa de cambio, ya que para el mediano plazo se proyecta un COP más depreciado.

Sin embargo, los efectos de las medidas probablemente no serán contundentes, porque no han cedido las causas internas ni, particularmente, las externas de la fortaleza del COP. En este sentido, la política monetaria expansiva de la zona Euro y, particularmente, de Estados Unidos, está imponiendo una presión muy fuerte sobre la política monetaria doméstica en el corto plazo. La reducción de tipos, por el contrario, podría tener un efecto colateral indeseable: alimentar una burbuja en ciernes en los precios de los activos domésticos.

Para terminar, el avance del acuerdo político para facilitar el paso de reformas estructurales claves en el Congreso hace prever que habrá reformas de alguna importancia en materia pensional y presupuestal. En materia tributaria, en cambio, el camino adelante parece más accidentado. La discusión de estas reformas debe tomar todo el año 2004.

PIB demanda 2003
(Var. % anual)



Fuente: DANE

Colombia: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Producción industrial DANE (% anual)	2,0	4,9	3,6	n.d.	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	6,6	6,1	6,5	6,2	6,3	6,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. $)	-0,1	0,0	0,0	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	10,6	10,7	10,9	11,2	11,3	n.d.
Tipo de cambio (Peso vs US$) *	2876	2844	2804	2752	2715	2671
Tasa DTF 90 días *	7,8	7,9	7,9	8,0	7,9	7,8
Spread soberano (Global 2027) *	402	426	403	365	432	409
M3 (% anual)	11,3	11,2	12,1	12,4	11,6	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	70	71	71	73	75	n.d.
BBVA-MAP Colombia (jun-95=100)	90	90	91	93	94	96

* Media mensual

Estudios Económicos BBVA Bancomer, México
Manuel Sánchez, Economista Jefe
manuel.sanchez@bbva.bancomer.com

10. México

Crecimiento económico impulsado por la demanda externa

Indicadores oportunos confirman que la economía mexicana se encuentra en un proceso dinámico de recuperación. En enero de 2004 el indicador global de la actividad económica y el índice de producción industrial ajustados por estacionalidad registraron una variación trimestral del promedio móvil tres meses de 1,8 y 1,9% respectivamente, las tasas más altas desde julio de 2000 para ambas variables; en términos anuales los crecimientos fueron de 2,6 y 1,5% cada uno. Lo anterior obedece principalmente a la recuperación del sector industrial en Estados Unidos y a su impacto favorable en el sector manufacturero de nuestro país. De hecho, en enero-febrero las exportaciones no petroleras ajustadas por estacionalidad crecieron 4,3% con respecto a octubre-noviembre del año anterior.

La demanda interna se mantiene con una tendencia positiva moderada. En enero, las ventas al menudeo ajustadas por estacionalidad presentaron una variación trimestral del promedio móvil tres meses de 1,1%, similar al promedio anual de 2003. En contraste, en el cuarto trimestre de 2003, la inversión privada ajustada por estacionalidad registró una variación anual de –6,9% y de –6,3% respecto al trimestre anterior. Al cierre de 2003, esta variable presentó su nivel más bajo desde el primer trimestre de 1997.

En los próximos meses, la recuperación más vigorosa del empleo y el sólido dinamismo del crédito bancario apoyarán el crecimiento del consumo privado. La recuperación del sector industrial permitirá también una mayor inversión. Por estas razones sostenemos nuestra expectativa de crecimiento de 2,5% para 2004.

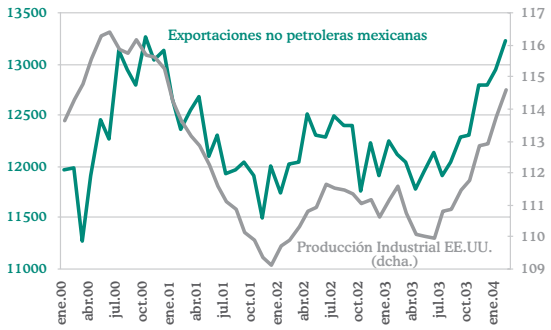
Se mantienen las presiones inflacionarias

Durante 2004 la liquidez internacional continuó favoreciendo un menor riesgo-país. El 30 de marzo este indicador se ubicó en 177 puntos base, lo que representó su nivel histórico más bajo. En la primera quincena de marzo la inflación anual fue de 4,3%, 1,4 veces la meta del Banco de México. Además, la inflación acumulada en el año alcanzó 1,4%; por tanto, para que la inflación sea de 3% al cierre de 2004 ésta deberá tener un aumento quincenal no mayor a 0,08% en promedio en lo que resta del año.

Ante las presiones inflacionarias el Banco de México incrementó el corto de 29 a 33 millones de pesos diarios el 12 de marzo. El mercado ya había descontado la medida, por lo que su impacto en las tasas de interés fue limitado y transitorio. Al cierre de ese mes la curva de rendimiento fue menor a la de febrero.

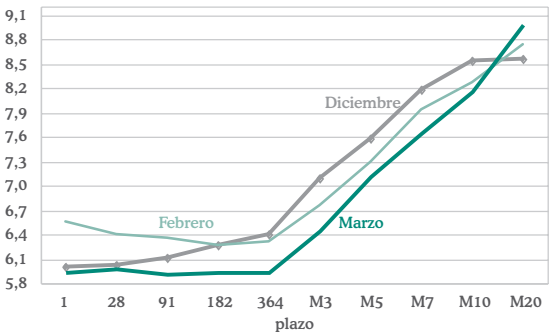
En los próximos meses, factores estacionales propiciarán una menor inflación mensual, lo que inducirá una baja en las tasas de interés; sin embargo, al fin del verano se podría revertir esta tendencia, por tanto no descartamos una mayor restricción monetaria en los meses venideros.

Exportaciones no petroleras de México y producción industrial de EE.UU
(m.M.$. e índice, series ae)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Fed

Curva de rendimiento mercado secundario, fin de periodo (%)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

México: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Producción industrial (% anual)	-0,8	-0,5	2,4	0,7	2,2	n.d.
Inflación (% anual)	4,0	4,0	4,0	4,2	4,5	4,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. $)	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-5,9	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	53,6	55,4	56,1	58,7	59,2	58,4
Tipo de cambio (Peso vs US$) *	11,17	11,15	11,26	10,93	11,03	11,01
Tasa Cetes 28 días *	5,1	5,1	6,0	5,1	5,5	6,2
Spread soberano (Global 2026) *	220	220	224	208	206	196
M4a (% anual)	11,6	12,3	12,8	11,5	12,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	105	106	105	108	107	n.d.
BBVA-MAP México (jun-95=100)	126	125	125	126	126	129

* Media mensual

Gerencia de Estudios Económicos BBVA Banco Continental, Perú
David Tuesta, Economista Jefe
davidtuesta@continental.grupobbva.com

11. Perú

Pese a la incertidumbre política ...

En la segunda mitad de marzo la mayor presencia del ruido político, el cual ha sido generado en buena parte por las pugnas internas del partido oficialista, ha tenido como resultado que la aprobación del presidente Toledo se mantenga, por segundo mes consecutivo, en un solo dígito. A ello, se le debe sumar las constantes críticas por parte de los principales partidos de oposición, tanto a las políticas económicas y fiscales como a la capacidad del Gobierno para manejar el país. En este escenario, el Gobierno tendrá que realizar denodados esfuerzos para evitar que las condiciones actuales se deterioren aún más.

... la economía sigue creciendo

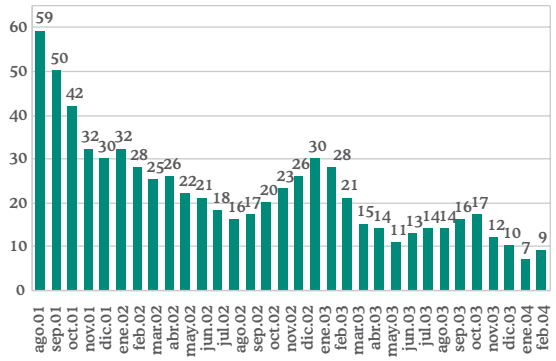
En enero la actividad económica en el Perú continuó registrando tasas positivas, aunque mostrando una desaceleración, alcanzó una variación de 3,01%. Este resultado se explica por la recuperación experimentada en los sectores primarios, en especial, la minería y la pesca, los cuales se expandieron por encima del 11% Asimismo, debe destacarse el impulso proveniente por parte del sector externo, que sigue siendo el principal motor del crecimiento económico. Para el primer mes del 2004 el saldo comercial alcanzó un balance positivo de 140,3 millones de dólares, con lo que el saldo acumulado en los últimos 12 meses se ubica en 872,6 millones de dólares. Ello se explica por las mayores exportaciones de productos mineros tales como el oro y el cobre, que responden al actual *rally* que experimentan los *commodities*, permitiendo que las cotizaciones alcancen niveles máximos en los últimos 10 años; así como a los no tradicionales, más específicamente, los textiles.

Sobre las últimos datos de la inflación, la variación anualizada alcanza el 2,76%, situándose por encima de la meta inflacionaria, lo cual generó cierta preocupación en algunos agentes económicos. Sin embargo, se estima que esta tendencia se revertirá a partir del segundo trimestre, debido a que el aumento de los precios se viene explicando por problemas de oferta en algunos productos puntuales

¿El inicio de las negociaciones del TLC?

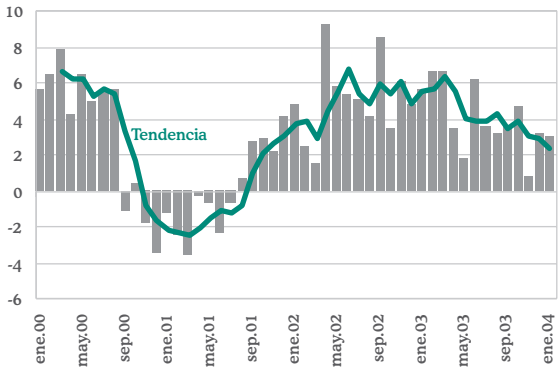
Luego de que Estados Unidos anunciará que Colombia es el único país perteneciente a la Comunidad Andina, que tiene una fecha definida para el inicio de las negociaciones de un Tratado de Libre Comercio (18 de mayo), el ministro de Comercio Exterior señaló que el Perú hará todo lo posible por llegar también a dicha cita. Por lo pronto, se están haciendo los mayores esfuerzos para la resolución de los temas pendientes, la mayoría de los cuales se encuentran en el ámbito judicial. Respecto a este álgido punto, se indica que el Gobierno se encuentra brindando una hoja de ruta adecuada que permita que los litigios sigan un curso más claro, aunque la solución corresponderá al propio poder judicial. En general, se ha dejado entrever que se está avanzando y, que por tanto, hay buenas expectativas de llegar a la reunión a celebrarse en Colombia.

Aprobación presidencial (%)



Fuente: APOYO, S.A.

Producto Interno Bruto
(% anuales)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Perú: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
PIB real (% anual)	4,6	0,8	3,1	3,0	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	1,3	1,9	2,5	2,8	3,4	2,8
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. $)	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	9,8	10,3	10,2	10,6	10,5	10,4
Tipo de cambio (Sol vs US$) *	3,48	3,48	3,47	3,47	3,48	3,46
Tasa interbancaria *	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7
Spread soberano (Brady PDI 2017) *	316	304	315	291	355	349
Liquidez (% anual)	10,8	11,6	12,3	14,2	11,5	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	90	90	89	89	89	n.d.
BBVA-MAP Perú (jun-95=100)	93	95	98	100	104	104

* Media mensual

Departamento de Research BBVA Banco Francés, Argentina
Ernesto Gaba, Economista Jefe
egaba@bancofrances.com.ar

El cumplimiento de la meta fiscal durante el año 2003

Proyección de la evolución del PIB 2004 - 2005

	Arrastre estadísito	Crecimiento marginal*	Proyección del PIB
2003	-6,7%	3,6%	2,5%
2004	5,3%	1,7%	10,5%
2005	1,9%	1,0%	4,5%

* Se refiere al crecimiento entre el cuarto trimestre del año t y el cuarto trimestre del año t-1, trimestralizado.

Fuente: BBVA Banco Francés

12. Uruguay

Escenario favorable para el PIB de los próximos años

Finalmente el crecimiento uruguayo durante el año 2003 ascendió a 2,5%, cifra que superó todas las previsiones, tanto privadas como oficiales, incluyendo la nuestra que ya era optimista (1%). Según el último informe de actividad económica publicado por el Banco Central de Uruguay, el fuerte aumento del PIB del cuarto trimestre (15,2%), junto con la revisión al alza de las cifras de los trimestres anteriores, determinaron este sorprendente resultado. En este sentido, las buenas políticas internas como el canje de la deuda pública y el acuerdo logrado con el FMI, así como las buenas condiciones internacionales, impulsaron esta mejora.

El sector que lideró el crecimiento durante 2003 fue el Agropecuario (14,4%) como resultado del incentivo producido por un contexto de suba generalizada de los precios internacionales de estos bienes. Adicionalmente, la industria manufacturera dio cuenta de un incremento del 4,6% como resultado de las mayores exportaciones del sector y una incipiente recuperación de la demanda interna.

De esta manera, el efecto arrastre positivo que dejó el año 2003 se torna mucho más importante del previsto originalmente. Ello, junto con la favorable dinámica de crecimiento observada en los últimos períodos, ha impulsado una revisión al alza de nuestra proyección de PIB para el año 2004 hasta el 10,5% (6,9% anterior).

Con respecto a 2005 proyectamos que las tasas de crecimiento irán convergiendo a las potenciales. De este modo, las mismas podrían ubicarse en torno al 4,5%, dado un efecto arrastre positivo que dejaría el año 2004 y que calculamos cercano al 2%.

Se van disipando dudas en el frente fiscal

Tal como habíamos previsto, durante 2003 no se alcanzó la meta de superávit primario comprometido con el FMI. Sin embargo, el desvío fue de tan solo 228 millones de pesos (8 millones de $), es decir un 2% respecto a la cifra pactada. Es por ello que el Fondo podría conceder el *waiver* solicitado por el gobierno uruguayo en la última carta de intención. Creemos que el FMI priorizará los esfuerzos que el gobierno viene realizando para mejorar la recaudación, contener el gasto y, principalmente, incrementar los superávit primarios de las empresas públicas.

A la luz del auspicioso escenario señalado anteriormente en materia de actividad económica, creemos que el país está en condiciones de alcanzar las metas de superávit primario tanto en el año 2004 (3,2% del PIB) como en el año 2005, despejándose paulatinamente la incertidumbre que meses atrás se abría sobre frente fiscal.

Uruguay: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Producción industrial (% a/a)	n.d.	36,3	37,3	43,8	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	11,1	10,8	10,2	10,5	9,1	8,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. $)	0,1	0,0	0,0	0,0	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	1,8	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2
Tipo de cambio (Peso vs US$) *	28,19	28,83	29,19	29,36	29,49	29,62
Tasa de interés Letras 30 días en pesos *	4,1	8,7	12,5	13,1	15,0	11,3
Spread soberano (Global 2027) *	749	719	678	590	698	721
Base Monetaria (% anual)	20,8	12,8	15,8	2,4	6,0	9,0
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	78	76	75	75	75	n.d.
BBVA-MAP Uruguay (jun-95=100)	111	115	114	111	106	105

* Media mensual

13. Venezuela

Servicio de Estudios BBVA Banco Provincial, Venezuela
Giovanni di Placido, Economista Jefe
giovanni_diplacido@provincial.com

Cubiertas el 34% de las Necesidades de Financiación del año

En 2004 se concentra el 36% del vencimiento total del stock de deuda pública interna, de los cuales un 33% se concentraba en el primer semestre y un 18% específicamente en el mes de marzo. En este sentido el Ministerio de Finanzas realizó un programa de pagos anticipados de deuda pública interna, donde amortizó el 50% del stock de deuda interna que vence en el año. Los fondos que se destinaron a esos fines provienen de un programa de colocación de Unidades de Inversión que esta compuesta por un tercio en Notas en dólares a 6 meses y 2/3 de Bonos en bolívares que vencen en 2008, 2009 y 2010. En total se colocaron Notas equivalentes a 1.000 millones de dólares, 960 m.M. de bolívares a 2008, 1.920 m.M. a 2009 y 960 m.M. a 2010.

Estas emisiones han extendido la vida media del promedio del stock de deuda interna ubicando en el período 2008-2010 el 26% del monto total de deuda interna. Si se excluyen las Letras del Tesoro, se tendría que el 30% del stock de bonos de la deuda se concentran en dicho período. Por su parte, las Notas en dólares representan un incremento del 4% en el stock de deuda interna.

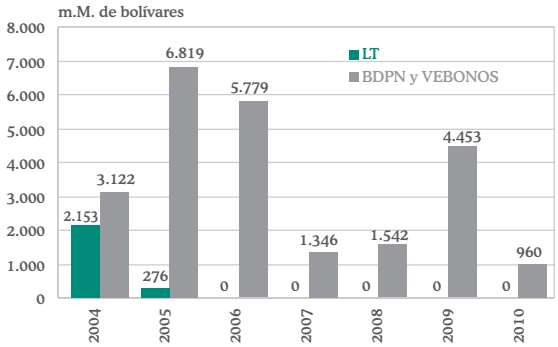
Estas Unidades de Inversión se colocaron a un valor promedio del 107,5%, permitiendo recoger fondos por 6.228 m.M. de bolívares de los cuales fueron utilizados un 46% en la recompra y el resto de los recursos están disponible por el Gobierno en el BCV para continuar con su política fiscal expansiva que ha sido el tono de la política económica en los últimos nueve meses. Con estas operaciones se han cubierto el 34% de las necesidades de financiamiento estimadas para el año. Luego de realizadas estas operaciones, el stock de la deuda interna se ha incrementado en un 8,5% en el primer trimestre.

Mayor flexibilidad cambiaria

Se espera que continúen estas modalidades de colocación que cumplen con el doble objetivo de cubrir las necesidades de financiamiento y otorgarles dólares a un mercado controlado ávido de divisas. El efecto en el mercado paralelo fue de una corrección hacia la baja del 10% en la cotización del dólar, demostrando la poca profundidad que tiene ese mercado en la actualidad. El tipo de cambio medio implícito en las dos operaciones realizadas fue de 3.080 bolívares por dólar con lo que el Ministerio de Finanzas está convalidado un tipo de cambio que supera en un 60% la cotización oficial. Este elemento impactará las expectativas de los agentes factor que tendría un impacto de 120 pb adicionales de inflación. El comienzo de la política de colocaciones en dólares en el mercado doméstico constituye en la práctica una especie de “mercado dual” que convalida al mercado paralelo.

Este elemento aunado al incremento de los códigos arancelarios que pueden tener acceso a los dólares oficiales, es un signo que se estaría transitando hacia una mayor flexibilidad del control.

Perfil deuda interna



Fuente: BBVA Banco Provincial

Venezuela: últimos datos mensuales

	oct-03	nov-03	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04
Inflación (% anual)	25,7	26,1	27,1	26,6	21,9	23,6
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.$)	5,6	5,6	5,5	5,8	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.$)	8,0	8,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	19,7	20,6	20,7	21,6	21,9	22,6
FIEM (m.M.$)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio (Bolívar vs US$) *	1598	1598	1598	1598	1838	1918
Tasa Certificado de Participaciones 30 días *	17,9	17,8	17,5	12,5	9,5	10,4
Spread soberano (Global 2027) *	660	620	530	516	571	592
M2 (% anual)	57,4	54,9	57,5	61,2	65,9	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	95	97	98	99	87	n.d.
BBVA-MAP Venezuela (jun-95=100)	168	168	171	176	175	186

* Media mensual

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (%, fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	2,2	3,1	4,1	3,3	2,4	1,9	2,3	2,0
UEM	0,9	0,4	1,7	2,3	2,3	2,0	2,0	1,9
Japón	0,4	2,7	2,4	1,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1

	Tasa oficial (%, fin de período)				Tipo de cambio (frente $, fin de período)			
	07/04/04	jun-04	sep-04	dic-04	07/04/04	jun-04	sep-04	dic-04
EE.UU.	1,00	1,00	1,00	1,50				
UEM	2,00	1,75	1,75	1,75	1,22	1,20	1,18	1,18
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	105	110	110	108

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (%, fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	-10,9	8,7	7,8	4,0	41,0	3,7	6,0	5,8
Brasil	1,9	-0,2	3,0	2,5	12,5	9,3	7,0	6,0
Chile	2,0	3,3	5,2	5,5	2,8	1,1	1,8	2,1
Colombia	1,7	3,7	4,0	4,0	7,0	6,5	5,5	5,0
México	0,7	1,3	2,5	3,3	5,7	4,0	3,9	3,7
Perú	5,2	4,0	3,5	3,5	1,5	2,5	2,3	2,5
Uruguay	-10,8	2,5	10,5	4,5	25,9	10,2	9,0	10,0
Venezuela	-8,9	-9,2	8,2	2,1	31,2	27,1	34,5	28,3
LATAM [1]	**-0,5**	**1,3**	**4,0**	**3,3**	**13,2**	**7,1**	**6,9**	**6,1**

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina [2]	-1,4	0,5	1,5	2,1	9,8	6,3	2,9	1,1
Brasil	-10,3	-3,7	-5,0	-4,0	-1,7	0,8	-1,1	-1,4
Chile [2]	-0,8	-0,8	0,6	0,7	-0,7	-0,8	1,0	-1,8
Colombia	-3,6	-2,8	-2,5	-2,5	-2,0	-1,8	-2,6	-2,7
México	-1,2	-0,6	-0,5	-0,5	-2,2	-1,5	-2,1	-2,5
Perú	-2,3	-1,9	-1,8	-1,7	-1,9	-1,8	-1,5	-1,8
Uruguay	-4,0	-3,2	-2,9	-2,9	2,0	1,7	3,0	4,9
Venezuela [2]	-3,0	-5,1	-5,1	-4,3	8,1	10,3	7,7	7,4
LATAM [1]	**-4,3**	**-1,9**	**-2,2**	**-1,7**	**-0,6**	**0,7**	**-0,2**	**-1,1**

[1] Media de los 8 países mencionados. [2] Gobierno Central

	Tipo de cambio (%, frente $, fin de año)				Tasas de Interés (%, fin de año)[3]			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	3,40	2,96	3,00	3,17	30,0	3,8	4,0	5,0
Brasil	3,53	2,89	3,20	3,40	25,0	16,5	15,0	14,0
Chile	702	599	575	575	3,0	2,3	2,3	3,7
Colombia	2865	2778	2834	3174	7,7	7,9	7,7	8,0
México	10,31	11,24	11,43	11,85	7,0	6,0	6,5	7,4
Perú	3,51	3,46	3,48	3,54	3,8	2,5	3,0	4,0
Uruguay	27,22	29,34	31,40	33,60	69,9	4,0	n.d.	n.d.
Venezuela	1387	1598	2460	3012	26,8	15,1	13,6	16,3

[3] Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

Argentina

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	8,7	7,8	4,0
Inflación (%, fin de año)	3,7	6,0	5,8
Balanza comercial (m.M. $)	15,5	11,9	9,8
Cuenta corriente (% PIB)	6,3	2,9	1,1
Reservas (m.M. $, fin de año)	14,1	16,5	18,3
Tipo de cambio (fin de año vs US$)	2,96	3,00	3,17
Saldo sector público (% PIB) [1]	0,5	1,5	2,1
Tasa de interés (fin de año) [2]	3,8	4,0	5,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	54	54
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	120	112	98

1/ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones
2/ Argentina: depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

Brasil

2003	2004p	2005p
-0,2	3,0	2,5
9,3	7,0	6,0
24,8	19,0	18,0
0,8	-1,1	-1,4
49,3	53,0	55,0
2,89	3,20	3,40
-3,7	-5,0	-4,0
16,5	15,0	14,0
60	57	57
84	84	81

Chile

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,3	5,2	5,5
Inflación (%, fin de año)	1,1	1,8	2,1
Balanza comercial (m.M. $)	3,0	5,6	3,6
Cuenta corriente (% PIB)	-0,8	1,0	-1,8
Reservas (m.M. $, fin de año)	15,9	17,0	17,5
Tipo de cambio (fin de año vs US$)	599	575	575
Saldo sector público (% PIB) [1]	-0,8	0,6	0,7
Tasa de interés (fin de año) [2]	2,3	2,3	3,7
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	89	90
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	78	84	80

1/ Chile: Gobierno Central
2/ Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

Colombia

2003	2004p	2005p
3,7	4,0	4,0
6,5	5,5	5,0
0,2	-0,7	-0,8
-1,8	-2,6	-2,7
10,9	11,7	12,0
2778	2834	3174
-2,8	-2,5	-2,5
7,9	7,7	8,0
71	75	69
87	86	87

México

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	1,3	2,5	3,3
Inflación (%, fin de año)	4,0	3,9	3,7
Balanza comercial (m.M. $)	-5,6	-7,9	-8,7
Cuenta corriente (% PIB)	-1,5	-2,1	-2,5
Reservas (m.M. $, fin de año)	56,1	59,8	61,9
Tipo de cambio (fin de año vs US$)	11,24	11,43	11,85
Saldo sector público (% PIB)	-0,6	-0,5	-0,5
Tasa de interés (fin de año) [2]	6,0	6,5	7,4
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	105	106	104
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	122	121	124

2/ México: Cetes a 28 días; Perú: tasa interbancaria

Perú

2003	2004p	2005p
4,0	3,5	3,5
2,5	2,3	2,5
0,7	1,5	1,5
-1,8	-1,5	-1,8
10,2	10,7	11,0
3,46	3,48	3,54
-1,9	-1,8	-1,7
2,5	3,0	4,0
89	91	91
99	100	96

Uruguay

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	2,5	10,5	4,5
Inflación (%, fin de año)	10,2	9,0	10,0
Balanza comercial (m.M. $)	0,0	0,4	0,4
Cuenta corriente (% PIB)	1,7	3,0	4,9
Reservas (m.M. $, fin de año)	2,1	n.d.	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US$)	29,34	31,40	33,60
Saldo sector público (% PIB) [1]	-3,2	-2,9	-2,9
Tasa de interés (fin de año) [2]	4,0	n.d.	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	76	79
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	115	103	103

1/ Venezuela: Gobierno Central
2/ Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Certificado de Participaciones a 30 días
3/ Venezuela: incluye FIEM

Venezuela

2003	2004p	2005p
-9,2	8,2	2,1
27,1	34,5	28,3
14,8	11,9	10,2
10,3	7,7	7,4
21,3	18,3	17,1
1598	2460	3012
-5,1	-5,1	-4,3
15,1	13,6	16,3
98	84	88
161	144	140

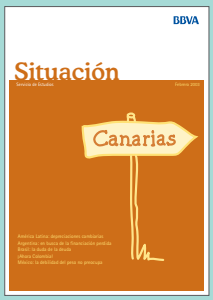
BBVA

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31252-2000

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.