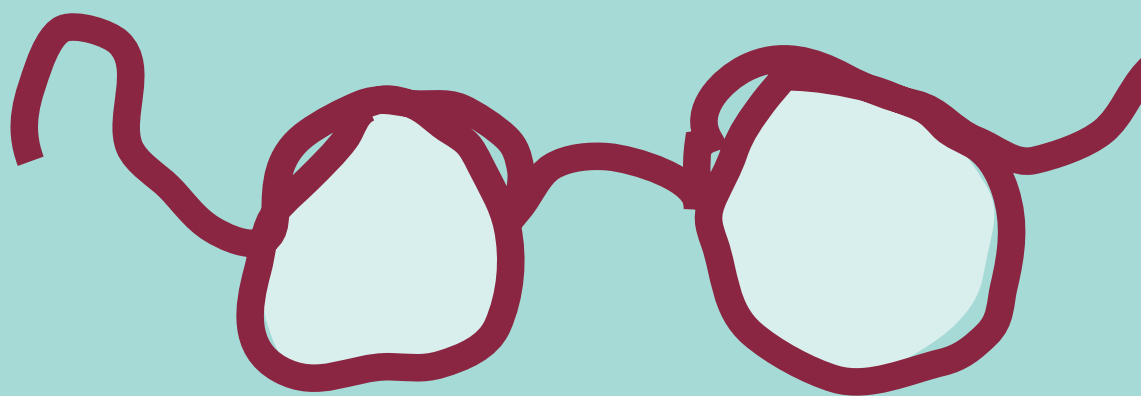


# Latinwatch

Servicio de Estudios

Junio 2004



América Latina: después del rally

Materias Primas: el petróleo muestra sus dientes

Brasil: demanda interna al fin despierta

México: a paso firme

Venezuela: ¡hay referendo!



# Indice

Fecha de cierre: 14 de junio de 2004

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

## Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios BBVA

David Taguas

Javier Santiso, Economista Jefe para América Latina  
Alejandro Neut, Economista Senior  
Juan Antonio Rodríguez, Economista  
Luciana Taft, Economista

[javier.santiso@grupobbva.com](mailto:javier.santiso@grupobbva.com)  
[alejandro.neut@grupobbva.com](mailto:alejandro.neut@grupobbva.com)  
[ja.rodriguez@grupobbva.com](mailto:ja.rodriguez@grupobbva.com)  
[lucia.taft@grupobbva.com](mailto: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](mailto:carmen.hernan@grupobbva.com)

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

### Crecimiento PIB América Latina (%)



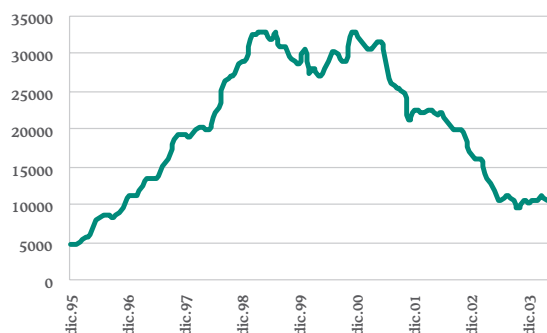
Fuente: BBVA

### Crecimiento del PIB por países (% anual)

	Trimestres 2002				Trimestres 2003				Trim. 2004
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Argentina	-16,3	-13,5	-9,8	-3,4	5,4	7,7	10,2	11,3	10,4
Brasil	-0,5	1,4	3,0	3,9	1,9	-1,1	-1,5	-0,1	2,7
Chile	1,1	1,5	2,7	3,5	3,7	3,0	3,1	3,3	4,8
Colombia	-0,1	2,3	2,0	2,2	4,1	2,2	4,1	4,3	3,8
México	-2,4	1,9	1,6	1,9	2,5	0,1	0,6	2,0	3,7
Perú	3,2	6,3	5,0	4,7	6,3	3,7	3,5	2,8	4,6
Venezuela	-3,8	-9,1	-5,6	-16,7	-27,9	-9,6	-7,2	9,0	29,9
Uruguay	-10,9	-5,8	-13,4	-14,0	-8,1	-4,7	7,5	15,8	14,3
<b>LATAM</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>

Fuente: BBVA

### IED neta a Brasil (millones \$, acum. 12 meses)



Fuente: Banco Central do Brasil

## 1. Visión Regional

### La vida después del rally

El año 2003 fue sin duda un *millésime* excepcional en los mercados de renta fija latinoamericanos, destacando en particular la cepa brasileña. Con el fin del rally, 2004 presenta una cata diferente, trasladándose los datos positivos de la economía financiera a la economía real.

Desde principios de año, las principales economías de la región están registrando tasas de crecimiento importantes. Así, por ejemplo, México consolidó su recuperación con un sobresaliente crecimiento en el primer trimestre del año (3,8% con respecto al mismo período el año anterior, la cifra más elevada en lo que lleva esta nueva década) (ver sección sobre México). Igualmente, Perú registró un crecimiento de 4,6% del PIB en el primer trimestre del año. En ambos países, el comercio exterior ha sido uno de los principales canales del repunte. Para ambos también hemos revisado a la alza las tasas de crecimiento, ahora iguales o superiores a 4%. Otras economías, como la venezolana por ejemplo, se están beneficiando de un importante efecto rebote con un crecimiento en el primer trimestre 2004 de 30% (ver tabla y gráfico).

Excluyendo a Venezuela, el crecimiento de la región, en el primer trimestre, alcanza 4,3% del PIB regional. Estos datos favorables, y la perspectiva de crecimiento de la demanda estadounidense y asiática para 2004, nos llevó a revisar el crecimiento agregado de la región, situándolo ahora cerca de 4,5%. Más significativo todavía: en 2004, todos los países de la región estarán creciendo. De mantenerse esta tendencia para todos los países en 2005, la región estaría consiguiendo crecer de manera sincronizada por primer vez en los últimos 35 años.

### La vida después de la bonanza

Sin embargo, será importante vigilar a lo largo del año la evolución de los déficits fiscales y de las necesidades de financiación. La historia latinoamericana fue, con frecuencia, la de una región volcada en políticas fiscales pro-cíclicas. En 2004 sin embargo, un año con un calendario electoral reducido y por lo tanto menor riesgo de ciclo fiscal, esperamos que los déficits públicos se reduzcan. Esto también sería una buena noticia, lo que permitiría a las economías de la región aprovechar la actual bonanza y prepararse para tiempos que serán menos favorables para los emergentes, en términos de condiciones de financiamiento internacional, cuando se consolide el ciclo alcista de los tipos de interés en EE.UU.

A corto plazo, si bien los flujos de cartera se están recomponiendo y reduciendo, las inversiones extranjeras directas (IED) parecen haber tocado un piso en 2003. Ese año, y con la excepción de China, primer receptor en el mundo de IED, los países emergentes registraron casi todas reducciones (-23% en promedio). En América latina, la contracción de la IED con respecto al año anterior alcanzó 19%, totalizando los flujos netos recibidos apenas 36,5 m.M. de dólares según la CEPAL. Algunos países, como Chile, Ecuador o Venezuela, registraron incrementos. Estos fueron sin embargo excepciones. De México a Brasil, todos los demás registraron descensos. Ahora bien, los datos del primer trimestre 2004 parecen confirmar que la erosión de la IED se ha interrumpido.

Algunos países incluso, como México por ejemplo, registraron alzas significativas, con unos flujos de IED de 7,4 m.M. de dólares en el primer trimestre, el triple de lo recibido durante el mismo período el año anterior. Si bien estos montos están vinculados a algunas operaciones específicas, no deja de suponer una mejoría con respecto a 2003 donde el total de la IED neta recibida por México alcanzó apenas 10,7 m.M. de dólares. A estos volúmenes se suman los derivados de los flujos de remesas que siguen aumentando: estas transferencias aumentaron un 22% durante el primer trimestre del año con respecto al mismo período el año anterior. Sumaron en los tres primeros meses del año 3,35 m.M. de dólares.

Otra tendencia es la actividad internacional de las propias empresas latinoamericanas que están buscando expandirse más allá de sus fronteras al imagen del grupo mexicano Telmex en Brasil. Sobre todo destaca la actividad internacional de las empresas de Brasil, un país receptor de IED pero ahora también emisor como lo muestra la oferta por casi 5 m.M. de dólares de la brasileña Vale do Rio Doce por la canadiense Noranda.

## 2. Materias Primas

### Las materias primas aumentan por el crudo

El índice de precios de exportaciones netas de materias primas latinoamericanas aumentó un 4% mensual en mayo. Este incremento es el reflejo del aumento del 12% en el precio del crudo. De hecho, nuestro índice BBVA-MAP sin petróleo mostró un retroceso del 1%, liderado por una caída en el precio del cobre en torno al 7%.

Así, Venezuela sigue siendo el país más favorecido, con un aumento de 10% en su índice BBVA-MAP. Por el contrario, Chile, país en el que el cobre representa el 40% de sus exportaciones totales, ha visto reducido su índice en torno a un 6%. Sin embargo, el precio de este metal (125 cents/libra) continúa en niveles elevados, lo que favorece el crecimiento chileno.

### OPEP ajusta su cuota en 10,6%

De acuerdo a lo acordado en la última reunión de la OPEP, se decidió incrementar el total de la producción en 2,5 millones de barriles diarios (2 millones de bd a partir del 1 de julio y 500 mil bd a partir del 1 de agosto). Arabia Saudita es el país que tendrá el mayor incremento en su cuota de producción ubicándola en 8,45 millones bd (812.000 bd adicionales), le sigue Irán con un incremento de 367.000 bd y luego Venezuela con un incremento en su cuota de 288 mil de bd. Los países que han liderado dentro de la OPEP el incremento de cuota del cartel han sido Arabia Saudita, Kuwait y Emiratos Árabes Unidos, mientras países como Venezuela, Iran y Nigeria no apoyaban el incremento de cuota.

Si bien el anuncio puede lucir tímido de cara al nivel actual de producción de la OPEP-10, que se ubica para el mes de mayo en 26,28 millones de barriles diarios (nivel similar a la cuota pactada para el mes de agosto) genera incertidumbre sobre la capacidad de producción y la capacidad de producción adicional con que cuenta la OPEP.

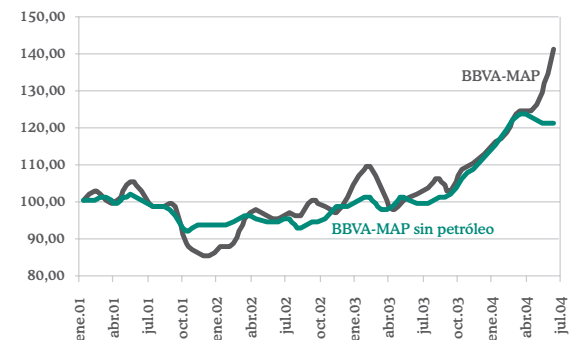
La tensión que viene mostrando los precios del crudo también incorpora un elemento especulativo vinculado a la actividad de los hedgefunds. Se estima que el volumen de contratos en el New York Mercantile Exchange alcanza 1 m.M. de barriles de crudo y productos petroleros, que ante las expectativas de incremento de la oferta pueden deshacer posiciones largas en el mercado de crudo. La reacción del mercado ante el anuncio de la OPEP fue ajustar hacia la baja en más de 3 dólares la cotización de la cesta OPEP, movimiento que fue acompañado por los principales crudos marcadores. Por su parte, la producción registrada en mayo por los países OPEP se ubicó en 26,28 millones de bd, incrementándose en 530.000 bd con respecto a la registrada en abril. La principal causa de este incremento fue el impulso que Arabia Saudita y los Emiratos Árabes dieron a sus exportaciones.

### Capacidad de Producción de la OPEP

La producción de mayo de la OPEP-10 se ubica en un 92% de la capacidad máxima de producción del cartel. El crudo adicional que pueden incorporar al mercado es de 2,1 millones de barriles diarios, de los cuales un 88% corresponde a Arabia Saudita. Es por ello que los incrementos de producción se convierten en un tema unilateral dentro de la OPEP. Sin embargo a pesar de que la OPEP con la nueva cuota ha confirmado el nivel actual de producción, la baja capacidad de producción adicional, limita la capacidad de reacción del cartel ante potenciales hechos futuros de incremento de riesgo geopolítico que afecten la producción. Por ello los potenciales ataques terroristas en Arabia Saudita o relevo en el poder de facciones fundamentalistas ante la debilidad de la monarquía son amplificadas por el mercado. La variable clave a monitorear es la capacidad de generación de inventarios en los países de la OECD con los niveles actuales de sobreoferta.

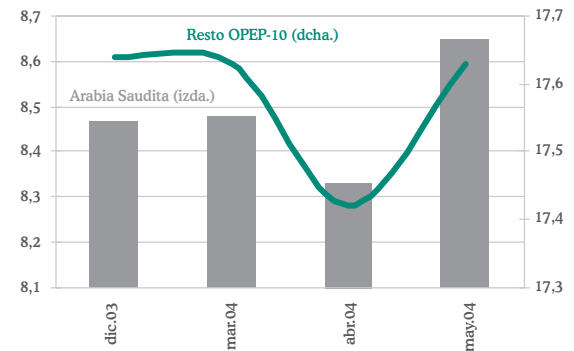
Servicio de Estudios BBVA Banco Provincial, Venezuela  
Giovanni di Placido, Economista Jefe  
giovanni\_diplacido@provincial.com

### Índice BBVA-MAP (enero 2001 = 100)



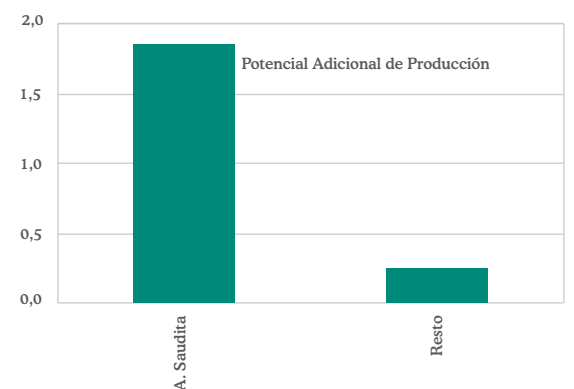
Fuente: BBVA

### Producción OPEP (mb/d)



Fuente: Reuters

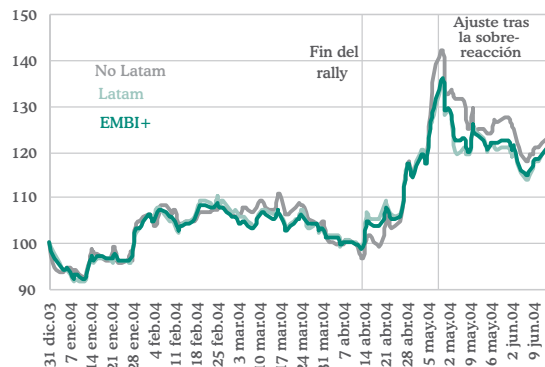
### Capacidad adicional de producción OPEP (mb/d)



Fuente: EIA

### Spreads soberanos

(puntos básicos: 31 dic.03=100)



Fuente: BBVA en base a JP Morgan

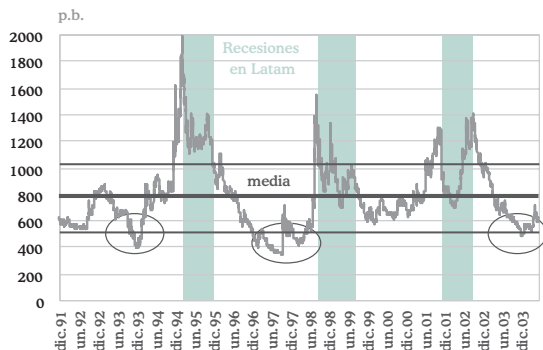
### Comportamiento de divisas y bolsas latinoamericanas desde el fin del rally

	Divisas (var. % vs dólar)			Bolsas (var. %)		
	Fin del rally hasta actualidad	Fase sobre-reacción	Fase ajuste	Fin del rally hasta actualidad	Fase sobre-reacción	Fase ajuste
Argentina	5,9%	4,5%	1,1%	-26,4%	-26,0%	-0,5%
Brasil	9,6%	11,3%	-2,0%	-12,3%	-19,4%	8,7%
Chile	7,2%	7,9%	0,4%	-2,7%	-4,6%	2,0%
Colombia	3,0%	4,8%	-1,2%	-10,6%	-12,5%	2,2%
México	1,2%	3,0%	-2,0%	-4,4%	-8,2%	4,1%
Perú	0,5%	0,8%	-0,4%	-2,9%	-6,0%	3,4%
Venezuela*	—	—	—	-7,3%	-9,7%	2,7%

\* Tipo de cambio fijo

Fuente: BBVA en base a Bloomberg y JP Morgan

### Spread EMBI+ en América Latina



Fuente: BBVA en base a JP Morgan

## 3. Panorama de Mercados

### Ajuste tras la sobre-reacción post-rally

El *rally* en los mercados emergentes es historia pasada. Como decíamos en la edición anterior, el fin del *rally* se desencadenó cuando los mercados comenzaron a descontar, a mediados de abril, el inicio del ciclo alcista en la política monetaria estadounidense (1). Actualmente, la probabilidad de una subida de 25 puntos básicos en la reunión de la Fed el próximo 30 de junio, descontada en los futuros de los Fondos Federales, es del 100%.

Desde que finalizó el *rally* emergente, el *spread* soberano en América Latina ha aumentado alrededor de 115 p.b. El comportamiento en los *spreads* denota una sobre-reacción inicial. A partir de mediados del mes de mayo, éstos han ajustado a la baja, sin alcanzar los reducidos niveles, no sostenibles, existentes durante el *rally*. Un comportamiento similar se puede observar, a su vez, en las divisas y bolsas latinoamericanas.

Esta sobre-reacción puede considerarse normal tras un largo período de mejora de las variables financieras. El fin del *rally* supuso una oleada generalizada de toma de ganancias en los mercados emergentes. Ello se explica por las dudas sobre el gradualismo de la Fed, en un entorno de elevados precios del crudo que podrían afectar negativamente a la inflación. De hecho, la probabilidad que otorgaba el mercado a un movimiento de 50 p.b en junio ha llegado a alcanzar niveles del 70%, lo cual se corresponde con un escenario de restricción monetaria agresiva, en contraste con una política gradual. Más tarde, las sucesivas declaraciones de Greenspan a favor de un ciclo gradual de subidas de tipos (aduciendo, principalmente, ausencia de riesgos inflacionistas), generaron una caída en la probabilidad descontada de un aumento de 50 p.b hasta niveles del 50%. Esto, a su vez, propició un ambiente más tranquilo en los mercados emergentes.

En las próximas semanas el mercado permanecerá expectante, a la espera de la reunión de la Fed a finales de mes. Sólo una sorpresa (aumento de 50 p.b), a la cual otorgamos una probabilidad reducida, podría generar un aumento brusco de las rentabilidades de la deuda emergente.

### La historia no se repite

Una vez finalizado el *rally*, surge el interrogante de si estamos a las puertas de una nueva crisis financiera en América Latina. En la última década, los períodos de recesión en la región han coincidido con niveles de *spreads* soberanos por encima de 1000 p.b. En 1995 dichos niveles fueron el reflejo del contagio de la crisis mexicana, mientras que en 1998 se desató el *default* ruso. Por su parte, las elevadas rentabilidades de 2001-02 se explican por el *default* argentino y, principalmente, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda brasileña. Además, el entorno macroeconómico era de recesión mundial y elevada aversión al riesgo global.

Es decir, la evolución de los tipos estadounidenses constituye un factor importante que influye sobre las rentabilidades de la deuda emergente, tal y como quedó demostrado en el año 1994. Pero no es el único factor. América Latina presenta mejores fundamentos económicos en la actualidad que en recesiones anteriores. Los desequilibrios externos en la región se han reducido, lo que la hace menos vulnerable ante un nuevo choque negativo externo. Además, nos encontramos en un contexto de alto crecimiento mundial y elevados precios de las materias primas. Finalmente, como se ha explicado anteriormente, haría falta un "gatillo" que desate un final brusco. El ejemplo claro en América Latina sería una crisis de deuda en Brasil que, sin dudas, generaría un significativo contagio financiero en la región. Sin embargo, ello no forma parte de nuestro escenario central.

(1) Ver Panorama de Mercados, *Latinwatch*, mayo 2004.

## 4. Panorama Bancario

### Las remesas de emigrantes,.....

Las diferentes crisis económicas experimentadas por las economías latinoamericanas en la última década provocaron un aumento de la emigración de América Latina hacia países desarrollados. Ello, ha supuesto un incremento de los envíos de dinero por parte de los emigrantes a sus países de origen. Durante los últimos siete años, los flujos de remesas a Latinoamérica se han triplicado, alcanzando los 32 mil millones de dólares en 2003 (casi el 2% del PIB de la región). De esta forma, las remesas se han convertido en uno de los flujos de capitales más importantes hacia la región, superando con creces la ayuda oficial al desarrollo recibida por estas economías. Por país, destacan las economías centroamericanas donde los flujos llegan a alcanzar el 30% del PIB. En el resto de países se observan importantes divergencias en la relevancia de este tipo de flujos de capital, siendo especialmente importantes en Colombia, México y Perú.

Los beneficios económicos de las remesas de emigrantes son numerosos. Entre los más importantes cabe destacar el hecho de que las remesas se destinen a las capas de la sociedad más desfavorecidas, lo que provoca que, además de constituir una importante aportación al crecimiento económico, también sean un factor de desarrollo social.

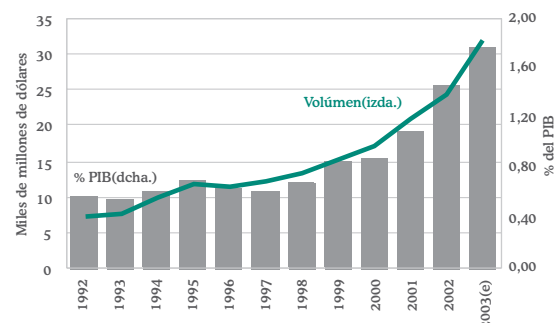
Otro aspecto destacable es que las remesas han demostrado ser un flujo de capitales muy estable. De hecho, incluso durante la desaceleración económica de Estados Unidos (origen del 80% de las remesas hacia América Latina), los envíos de remesas continuaron incrementándose. Esto es especialmente relevante en economías como las latinoamericanas, donde las entradas de capitales acostumbran a ser volátiles.

### ...una oportunidad para aumentar la bancarización

El incremento de los envíos de remesas y, sobre todo, su estabilidad, representa una importante oportunidad para fomentar la inclusión financiera de las capas sociales más desfavorecidas en las economías latinoamericanas. No obstante, es importante fomentar la canalización de estos envíos a través de las entidades bancarias. La utilización de estas instituciones no sólo incrementa la seguridad de la transferencia sino que además brinda la posibilidad a los estratos de rentas más bajas de instituir una relación bancaria estable y acceder al resto de servicios que ofrecen las entidades financieras. Esto es de especial importancia en América Latina, donde el grado de bancarización es muy bajo y además, como se observa en el gráfico, es la única región que ha experimentado un retroceso en los últimos siete años. El aumento de volumen de negocio bancario tiene efectos positivos sobre el desarrollo financiero que repercute a su vez en el desarrollo económico de un país. Por tanto, es necesario realizar un esfuerzo tanto en el país de origen como en el de destino de las remesas para fomentar el uso de las entidades bancarias. Este aspecto es particularmente importante en el caso de los emigrantes latinoamericanos ya que, según un informe de la Reserva Federal de los Estados Unidos, tan sólo la mitad de los remitentes utilizan este canal. Además, como refleja un estudio de la FED de Chicago(1), la propensión de los inmigrantes en Estados Unidos a utilizar los servicios financieros está estrechamente relacionada con su experiencia financiera en el país de origen. Por lo tanto, es necesario incrementar la cultura financiera de los inmigrantes en los países de acogida a través de políticas de información de los servicios bancarios y sus beneficios. La existencia en algunos países latinoamericanos del impuesto sobre el débito bancario, que desincentiva el uso de canales formales, es otro de los factores que puede incidir en la decisión de canalizar o no los envíos de remesas a través de entidades bancarias.

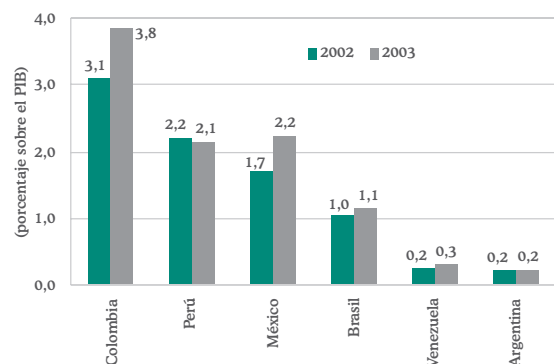
(1) Osli, Una y Paulson (2003), "Institutional Quality and Financial Market Development: Evidence from International Migrants in the U.S.", *Federal Reserve Bank of Chicago*, febrero 2004.

### Remesas de emigrantes a Latinoamérica



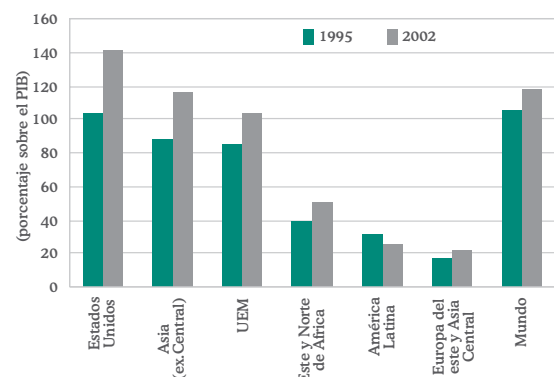
Fuente: Banco Mundial, BID y BBVA

### Remesas por país



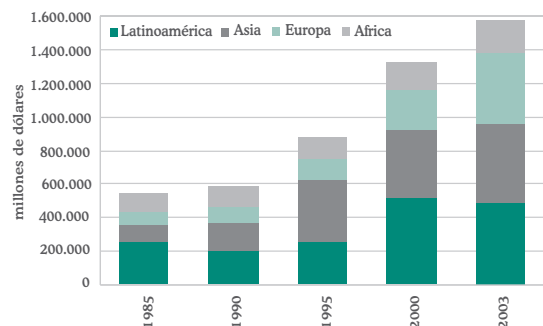
Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo

### Crédito al sector privado sobre PIB



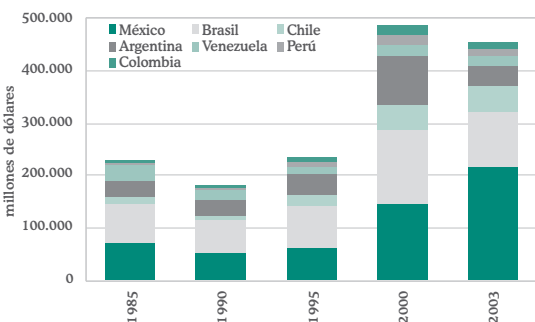
Fuente: Banco Mundial

### Inversión de la banca internacional en las regiones emergentes



Fuente: BIS

### Evolución de la inversión de la banca internacional por país



Fuente: BBVA

## 5. Artículo: Un índice de riesgo latinoamericano para la banca internacional

A pesar de la caída como destino de la inversión de la banca internacional de los últimos tres años (6%), Latinoamérica continúa siendo la región emergente a la que se encuentran más expuestos los bancos internacionales. Esto se debe principalmente a la fuerte expansión que experimentó la inversión en la región en la segunda mitad de la década pasada cuando los bancos extranjeros duplicaron su saldo de activos frente a estos países. A diciembre de 2003, los activos extranjeros de la banca internacional invertidos en América Latina ascendían a 484 mil millones de dólares, lo que representa un 31% del total de los activos en países emergentes.

La apertura de las economías latinoamericanas, su elevado crecimiento potencial, su bajo grado de bancarización y el amplio margen de mejora de la eficiencia de estos sistemas financieros dotan a las inversiones bancarias en esta región de un potencial de generación de beneficios superior incluso al de otros países desarrollados. Sin embargo, como región emergente, Latinoamérica presenta una mayor volatilidad económica y financiera que la de las economías más ricas, lo que aumenta la vulnerabilidad de los sistemas financieros a los shocks que sufren estas economías.

### Metodología del IRLB

Con el fin de evaluar cómo ha afectado la evolución económica de estos países al sistema bancario en los últimos años, se ha elaborado un índice de riesgo latinoamericano (IRLB) para los bancos de los países que reportan al Banco Internacional de pagos de Basilea (BIS) (1). El IRLB, se calcula multiplicando la ponderación de los activos bancarios en cada país latinoamericano sobre el total de los activos que ostentan en la región ( $\omega_i$ ) por la probabilidad de *default* (PD) asociada. De manera que siendo  $a_i$  el activo de los bancos internacionales en el país latinoamericano  $i$  y  $A_{LATAM}$  el volumen total de activos consolidados de los bancos en la región, el indicador se define como:

$$\omega_i = a_i / A_{LATAM}$$

$$IRLB = \sum \omega_i * PD_i$$

Como medida de exposición bancaria en cada uno de los países se han utilizado las estadísticas de activos en el exterior consolidados publicados por el BIS. Así, el IRLB mide el riesgo de la exposición del conjunto de sistemas bancarios que reportan al BIS a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos siete países concentran el 93% de los activos consolidados de este grupo de sistemas bancarios en América Latina.

Para calcular la probabilidad de *default* se ha empleado el rating soberano en moneda extranjera de la agencia de calificación Standard and Poor's. El uso del rating soberano, aunque constituya un techo para el resto de emisiones en moneda local, supone cierta simplificación. Por una parte, las inversiones de la banca en Latinoamérica en el sector privado (60% del total) son muy superiores a las del sector público (21%). Además, en los activos en el exterior se incluyen tanto los créditos como los bonos, por lo que se está suponiendo que la calidad de la totalidad de la cartera de los préstamos y los créditos es igual al riesgo de los bonos soberanos. No obstante, el aspecto que interesa destacar del índice, más que su nivel absoluto, es su evolución temporal, por lo que la utilización del rating soberano como medida de riesgo de la cartera de activos bancarios no invalida las conclusiones del análisis.

Otro aspecto que afecta al índice es el tipo de cambio, ya que el BIS expresa estos activos en dólares con independencia de la moneda en la que estén originados. Por ello, una depreciación de la divisa puede propiciar la pérdida de importancia de un país en el IRLB. Este factor es relevante, principalmente, en aquellos países en los que la exposición está denominada mayormente en moneda local.

(1) La metodología de este indicador se basa en la utilizada en "Average sovereign rating: calculation and discussion", BIS Quarterly Review, septiembre de 2003 (páginas 22-23).



En lo que respecta al plazo, según las estadísticas del BIS, el 45%(1) de los activos de los bancos internacionales en Latinoamérica son a corto plazo (inferiores a 1 año), mientras que casi el 47% son a largo plazo. No obstante, puesto que la deuda y los crédito de estos países acostumbra a presentar un vencimiento relativamente corto, se ha estimado un plazo medio de 2 años para la exposición de la banca a la región.

### Evolución del IRLB

En el gráfico adjunto se presenta la evolución del índice desde 1995. El IRLB se mantuvo en una banda bastante estable hasta el comienzo del deterioro de la situación argentina. De hecho, si se excluye este país, se observa que habría continuado contenido, mostrando incluso una tendencia claramente descendente. Este hecho contrasta con el creciente aumento de la exposición de la banca internacional a la región y con los diferentes episodios de volatilidad financiera experimentados durante ese periodo. La principal razón de este comportamiento ha sido el cambio de composición de la inversión internacional en los distintos países de la región, que han permitido aumentar la exposición sin un fuerte deterioro del riesgo.

Si se analiza el índice temporalmente se observan cuatro momentos que han marcado la evolución del IRLB. El primero, sería a mediados de 1997, cuando la mejora de la calificación crediticia de Brasil, que era en esos momentos el principal destino de inversión (34% del total) redujo el índice un 24%. El segundo, en la primera mitad de 1999 se debió en parte al deterioro de la calificación de Brasil al nivel anterior. No obstante, tan sólo supuso un deterioro del IRLB del 18% debido al crecimiento de la exposición de la banca internacional a Argentina y Chile.

El tercer momento sería la crisis Argentina (diciembre de 2001) que incrementó más de 170% el nivel del índice. No obstante hay que tener en cuenta que el efecto de la crisis Argentina puede estar sobrestimado ya que la deuda se encuentra en *default selectivo* y se ha utilizado para el cálculo del índice el importe de la quita anunciada por el gobierno. Es decir, no se ha tenido en cuenta que parte de la deuda ya se ha reestructurado y que se están emitiendo bonos con calificación CCC. De hecho, una elevación a la calificación mínima (CCC) con los datos actuales, provocaría una reducción del nivel actual del IRLB del 39%.

Al excluir Argentina del índice se observa que el nivel del IRLB habría experimentado una mejora en este periodo debido principalmente al aumento de la inversión en México y a la elevación de la calificación de la deuda de este país a "grado de inversión". A partir de ahí, la pérdida de peso de Argentina en el IRLB en beneficio de las inversiones más seguras ha sido el principal factor explicativo de la caída del IRLB.

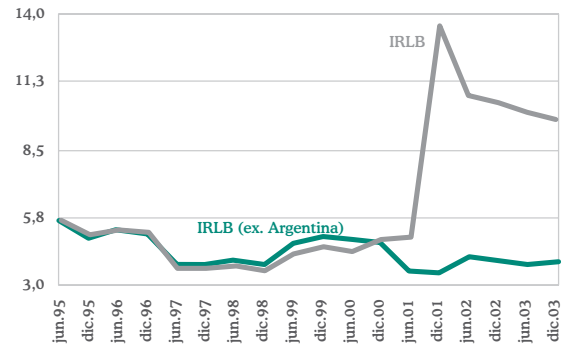
De hecho, los países que más peso han ganado en los últimos diez años han sido México y Chile, al pasar de representar el 37% del índice en 1995 al 58% actual. Estos países son los que tienen actualmente la calificación más alta lo que ha permitido que el aumento de exposición no se haya transmitido en un incremento del riesgo.

### Diferentes estrategias de expansión mismo riesgo

El sistema bancario español, con un 33% del total de los activos de la banca internacional en Latinoamérica, y el de Estados Unidos (con un 23%) son los más expuestos a la región. Al analizar el índice construido para los dos países se observa que aunque el IRLB se ha comportado de manera mucho más volátil a lo largo del tiempo en Estados Unidos (debido principalmente al elevado peso de la inversión en Brasil durante la segunda mitad de los 90), a diciembre de 2003 los dos sistemas bancarios presentaban un nivel de IRLB casi idéntico.

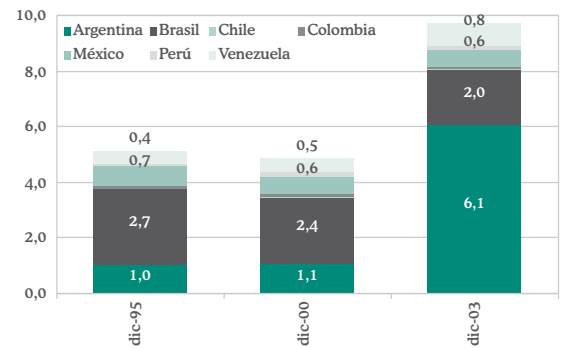
(1) El porcentaje total no suma 100 debido a que existe una parte no clasificada en las estadísticas

### Índice de riesgo Latam de la banca internacional



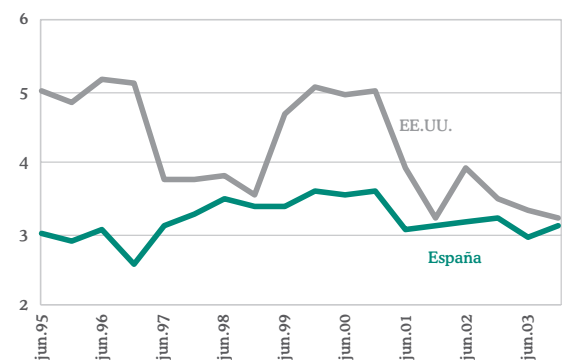
Fuente: BBVA en base a datos del BIS

### Contribuciones de cada país al índice



Fuente: BBVA

### IRLB en España y Estados Unidos



Fuente: BBVA

## Impacto de la Crisis Energética sobre la Balanza Comercial

Concepto	Volumen mill. m <sup>3</sup>	Precio \$/m <sup>3</sup>	Monto mill. \$
Gas de Bolivia 1/	480	0,059	28,2
Fuel oil de Venezuela 2/	1,1	230,0	253,0
<b>Mayores Importaciones</b>			<b>281,2</b>
Gas a Chile 3/	600	0,052	31,0
<b>Menores Exportaciones</b>			<b>31,0</b>
<b>Efecto Total</b>			<b>312,2</b>

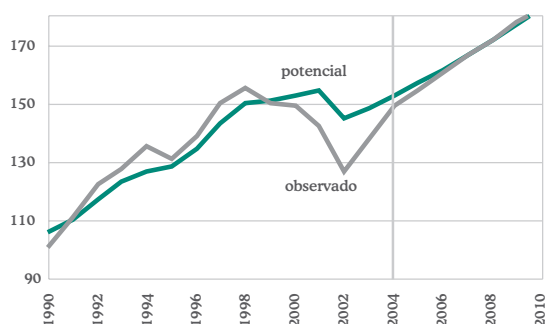
1/ Suponiendo importaciones de gas de Bolivia 4 mill m<sup>3</sup> diarios por 4 meses

2/ Suponiendo importaciones de 6 mill de barriles de fuel oil de Venezuela en total. Las cifras están expresadas en millones de toneladas y el precio en \$/ton.

3/ Suponiendo menores exportaciones de gas a Chile de 4 mill m<sup>3</sup> diarios por 5 meses.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos periodísticos.

## PIB observado y potencial (mM de pesos de 1993)



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del Inec

## Argentina: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
Producción industrial (EMI % a/a)	12,6	12,2	14,2	15,6	9,3	n.d.
Inflación (% anual)	3,7	2,7	2,3	2,3	3,1	4,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	15,6	14,9	14,6	14,2	14,4	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	14,1	14,7	15,0	15,0	15,8	16,7
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2,96	2,90	2,93	2,90	2,83	2,92
Tasa depósitos a 30 días en pesos *	3,6	2,7	2,2	2,4	2,1	2,4
Spread soberano (Global 2008) *	6095	6085	6353	6271	6208	6670
Base Monetaria (% anual)	59,1	59,3	55,5	48,8	49,5	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	52	52	52	53	55	55
BBVA-MAP Argentina (jun-95=100)	122	125	126	133	135	134

\* Media mensual

## 6. Argentina

### La actividad y la crisis energética.

En el primer trimestre del año, la actividad económica continuó creciendo a un ritmo similar al del 2003. Los datos conocidos del EMAE indican que aún si la actividad se estancara a partir de marzo, el PIB presentaría un crecimiento promedio de 6,4% este año. Las caídas de actividad industrial (-3,9% desestacionalizado) y construcción (-4,9%) de abril despertaron temores de un impacto mayor al esperado de la crisis energética. Sin embargo, parte de esta baja se debió a feriados y a problemas climáticos, a la vez que consideramos que el faltante de gas tendrá un impacto marginal sobre la producción industrial y se manifestará principalmente en un deterioro de la balanza comercial por menores exportaciones de gas a Chile e importaciones de gas de Bolivia y fuel-oil de Venezuela. Los indicadores de consumo como supermercados y centros de compra muestran que la demanda mantiene su dinamismo. Los aumentos anunciados en salarios públicos y jubilaciones junto con la caída del desempleo contribuirán a sostener el impulso del consumo. A la luz de estos indicadores, nuestra proyección de gradual desaceleración de la actividad que resulta en un 7,8 % de crecimiento del PIB en el año no resulta excesivamente optimista.

### ¿Hay contagio desde Brasil?

Durante el mes de mayo se intensificaron las dudas sobre la solvencia del sector público brasileño y Argentina que parecía estar desligada del comportamiento de los mercados internacionales, no salió ileso y comenzó a evidenciar turbulencias. El contagio se manifestó principalmente en el mercado de acciones y de bonos donde se observó una alta correlación entre los mercados de Brasil y Argentina. En el mercado de cambios la correlación no fue significativa. En Argentina el tipo de cambio real, que había venido apreciándose hasta abril, recortó esta apreciación, ya que la mayor demanda neta originó que el peso se depreciara un 4% en términos nominales. Comparativamente, el Real brasileño registró una depreciación más fuerte del 8% en mayo.

### Posibles ajustes en los precios

Todavía subsisten potenciales recomodamientos en los precios que tienen que ver con aspectos de la oferta y la demanda agregada. A pesar de la fuerte recuperación del PIB, observada el año pasado, la inflación continuó siendo baja en un contexto de caída del tipo de cambio nominal, fuerte aumento de la demanda de dinero y de no ajuste de precios regulados.

Creemos que en lo que resta del 2004 y 2005, la inflación se acelerará ya que hay un derrame de la mejora salarial hacia otros sectores, los comercios minoristas están comenzando a recomponer sus márgenes y la brecha del producto que terminará de cerrarse durante el 2005, empezarán a presionar sobre los precios a la vez que la crisis energética obligará a adelantar algunos ajustes de precios relativos y de tarifas. Bajo este escenario, subimos nuestra previsión de inflación a 7,5% para el 2004 y 8% para el 2005.

## 7. Brasil

### El sector externo ya no está solo

A finales de mayo el Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgó los datos de crecimiento correspondientes al primer trimestre del año. El dato de PIB mostró un crecimiento del 2,7% en tasa interanual, siendo ésta la primera tasa de crecimiento interanual positiva de los últimos cuatro trimestres. Lo más significativo del crecimiento es su composición. Tal como puede apreciarse en el gráfico, por fin la demanda interna comienza a dar muestras de solidez, contribuyendo al crecimiento del trimestre con 1,4 p.p. (el sector externo aporta los restantes 1,3 p.p.), algo inédito en los últimos tres años, en los que sólo el buen comportamiento del sector externo impidió que la debilidad del consumo y la inversión llevaran a la economía brasileña a una recesión permanente desde el tercer trimestre de 2001.

El sector externo continúa mostrando un desempeño positivo, favoreciéndose de una buena evolución tanto de los precios como de las cantidades. Del lado de los precios, los términos de intercambio siguen mostrando una tendencia positiva desde el mínimo que alcanzaban en diciembre de 2002. Por otro lado, el volumen de exportaciones se mantiene creciendo a buen ritmo (20% en el primer trimestre), ayudado, además de por unos precios favorables, por la mejor situación económica mundial. De esta manera no sólo el saldo comercial es positivo, sino que las exportaciones mantienen un crecimiento superior al de las importaciones, a pesar de la recuperación de la demanda interna. El resultado es una balanza comercial récord tras los primeros cinco meses del año: 11,2 m.M.\$, un 40% superior a la cifra que acumulaba el año pasado en esa fecha.

### Pisando el acelerador

El consumo privado parece dejar atrás la peor evolución de su historia: después de diez trimestres consecutivos sin un desempeño positivo, creció un 1,2% en tasa interanual. La inversión creció a una tasa mayor (2,2%) abandonando también las tasas negativas de 2003. Así, el componente más importante del producto brasileño, la demanda interna, vuelve a convertirse en motor del crecimiento.

En lo que llevamos de año la demanda interna no sólo ha dado muestras de recuperación, sino que su crecimiento se está acelerando. Los últimos datos de los indicadores de actividad parecen indicar que el segundo trimestre será mejor que el primero. De esta forma, los datos de ventas al por menor mostraban a comienzos de año crecimientos del 5%, habiéndose acelerado en los últimos dos meses hasta el 10%, liderados por el consumo de bienes duraderos. Algo similar ocurre en el caso de la producción industrial, que también ha acelerado su crecimiento como muestra el gráfico.

Dada esta evolución, la demanda interna debería sustituir a lo largo del año al sector externo como responsable principal del crecimiento del 3% que esperamos en 2004.

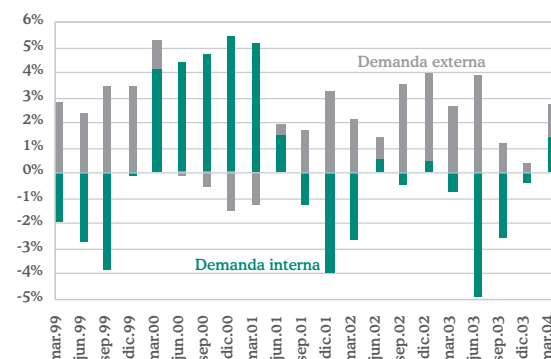
### Brasil: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
Producción industrial (% anual)	4,4	3,5	1,6	12,4	6,7	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	9,3	7,7	6,7	5,9	5,3	5,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	24,8	25,3	26,1	27,2	27,4	28,0
Reservas internacionales (m.M. \$)	49,3	53,3	53,0	51,6	50,5	50,5
Tipo de cambio (Real vs US\$) *	2,92	2,85	2,93	2,91	2,91	3,10
Tasa SELIC *	16,9	16,3	16,3	16,2	16,0	15,8
Spread soberano (Brady C-Bond 2014) *	505	459	570	575	592	721
M4 (% anual)	18,9	19,2	19,9	20,5	20,7	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	60	60	59	60	60	57
BBVA-MAP Brasil (jun-95=100)	83	83	83	83	83	80

\* Media mensual

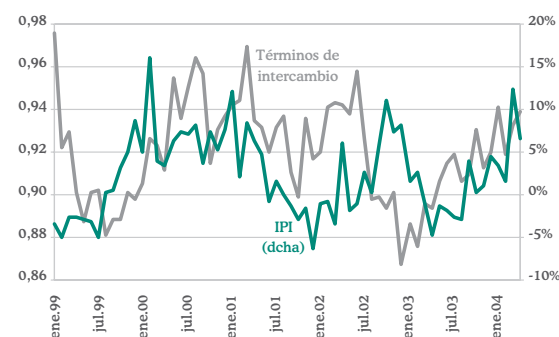
Servicio de Estudios BBVA  
Juan Antonio Rodríguez, Economista  
ja.rodriguez@grupobbva.com

### Contribuciones al crecimiento interanual del PIB



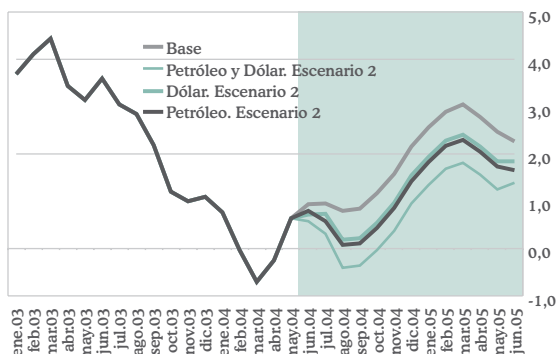
Fuente: BBVA en base a IBGE

### Crecimiento de la producción industrial y términos de intercambio



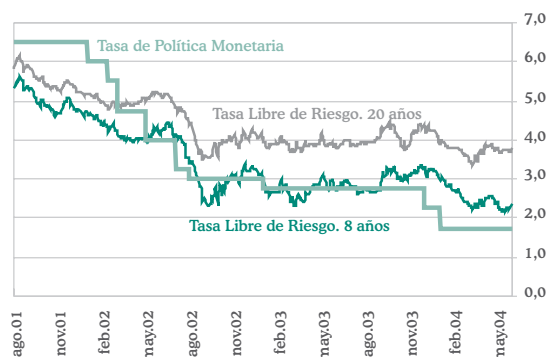
Fuente: IBGE y FUNCEX

### Proyecciones de inflación bajo distintos escenarios de tipo de cambio y precio de petróleo (% anual)



Fuente: Banco Central

### Tipos de interés de instrumentos del Banco Central



Fuente: BBVA Chile

### Chile: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
IMACEC (% anual)	3,2	3,0	4,2	6,3	5,0	n.d.
Producción industrial INE (% anual)	1,2	1,8	8,0	7,8	4,9	n.d.
Inflación (% anual)	1,1	0,8	0,0	-0,7	-0,3	0,6
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	3,0	3,2	3,6	4,3	5,1	5,8
Reservas internacionales (m.M. \$)	15,9	16,0	16,1	16,0	16,0	16,1
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	601	574	584	605	608	637
Tasa de Instancia Monetaria *	2,4	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Spread soberano (Global 2009) *	66	64	67	68	66	76
M2A (% anual)	-1,6	-0,5	-0,3	-1,1	2,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	84	87	85	83	83	80
BBVA-MAP Chile (jun-95=100)	76	80	87	90	89	84

\* Media mensual

## 8. Chile

### Informe de Política Monetaria confirma proyecciones

El Banco Central dio a conocer nuevas proyecciones para la economía en su Informe de Política Monetaria de Junio. Ellas son muy similares a las del BBVA, por lo que no las discutiremos en detalle. Sus principales novedades son las siguientes:

**Inflación:** si bien mantuvo su proyección de inflación efectiva para 2004 (2,1%) y 2005 (3,1%), revisó a la baja la proyección de inflación subyacente en 2004 (desde 2,7% en Enero a 1,8% ahora).

**Crecimiento:** mantuvo su proyección anterior para 2004 (4,5% - 5,5%) aunque revisó a la baja la proyección del crecimiento de la demanda interna (desde 7,1% a 5,7%), señalando eso sí que existe una probabilidad significativa de que la inversión crezca más que lo anticipado.

**Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos:** se cambió la proyección de un saldo negativo de \$ - 344 millones realizada en Enero por un superávit de \$ 1000 millones. Esto es una consecuencia de mejores términos de intercambio y una recuperación algo más lenta de la demanda interna.

Un aspecto importante de destacar es que el Banco Central afirma que la política monetaria en Chile es “extraordinariamente expansiva”, indicando además que incluso es una de las más expansivas cuando se la compara con la de países desarrollados. Aún así, y coincidiendo con nuestras proyecciones, se estima que la inflación recién tocará el piso de la banda-meta (2%) a fines de 2004, ubicándose entre el piso y el centro de la banda (3%) en 2005. En estas circunstancias, lo más probable es que el Banco Central comience a subir sus tipos de interés a niveles más normales durante el último trimestre de 2004. Nuestros cálculos muestran una gran sensibilidad de la inflación frente a variaciones en el tipo de cambio y el precio del petróleo, de manera que este escenario podría cambiar drásticamente dependiendo de su evolución futura. Los supuestos detrás de nuestra proyección son que el precio del petróleo (Brent) se mantiene en torno a \$ 38 el barril en 2004 S2, bajando hasta \$ 33/b en 2005. Respecto del dólar se supone una apreciación gradual del peso, para terminar en torno a 590 pesos/\$ a fines de 2004. Si el petróleo baja más rápido o el peso se aprecia en los meses que vienen, entonces la inflación se mantendrá por un tiempo más largo en torno al piso de la banda, postergándose así el alza de tipos de interés por el Banco Central.

La sensación general que da el informe es una de tranquilidad con la marcha actual de la economía y de la inflación y su tono sugiere que el BC no va a ajustar la TPM en el corto plazo, excepto que vea un mayor peligro de inflación que el que se desprende de su proyección.

## 9. Colombia

### Después de la tempestad reina la calma

Finalmente fueron publicadas las cifras oficiales de crecimiento de la economía en el primer trimestre del año. Fueron favorables, pero no tanto como se esperaba. El PIB trimestral creció 3.8% interanual y todos los sectores lo hicieron vigorosamente, por encima del 4% interanual, excepto el agrícola. Con un crecimiento tan fuerte y balanceado, es difícil interpretar el resultado. El efecto más importante es el de moderar unas expectativas excesivamente optimistas. Nuestra proyección de crecimiento de 4% para 2004 no se modifica.

La inflación sigue bajo control, por debajo de la meta de 5.5% que el Banco de la República tiene para el año. Dado que las presiones inflacionarias tienden a concentrarse en Colombia en el primer semestre, hay buenas posibilidades de que la meta se logre. Sin embargo, tanto los altos precios del petróleo, que por política interna se traducen directamente a los de la gasolina, afectando los costos de transporte, como el aparente fin del ciclo apreciador del peso, sugieren que la inflación básica debe empezar a repuntar en el segundo semestre. Por el momento creemos que esta amenaza no compromete la meta de inflación para 2004.

En ausencia de malas noticias adicionales, la crisis que del mes pasado en los precios de los activos financieros se detuvo, e incluso se corrigió parcialmente. Los mercados financieros ya parecen haber descontado los efectos de incrementos moderados en los tipos de interés de la Fed en Estados Unidos y ahora reina cierta calma, mientras se produce la próxima reunión del Federal Open Market Committee de la Fed a finales de junio.

Colombia mantiene algunas vulnerabilidades frente a un cambio adverso en el entorno financiero internacional. En primer lugar, aparece la vulnerabilidad misma de Brasil. La experiencia reciente demuestra que Colombia no puede librarse fácilmente de un cambio de percepción internacional frente a Brasil. En segundo lugar, las vulnerabilidades fiscales permanecen. A pesar que el Gobierno ha tratado de evitarlo, es improbable que la agenda legislativa de reformas fiscales no sufra atrasos ante la prioridad que el tema de la aprobación de la reelección ha recibido en el Congreso. A la hora de escribir estas notas, han surgido noticias de que uno de los proyectos de reforma fiscal, la reforma al Estatuto Orgánico de Presupuesto, sobre la cual había consenso político y altas esperanzas de éxito en el primer semestre, ha sufrido tropiezos que podrían impedir su aprobación. Dado que esta era la reforma "fácil", está claro que el camino no está despejado para las reformas "difíciles".

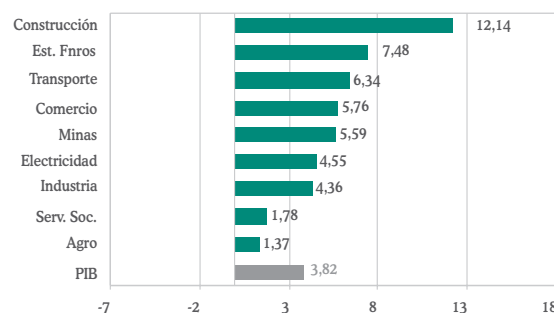
Por último, Colombia, acompañada de Perú y Ecuador, avanza en la negociación de un Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos. Según el cronograma previsto, las negociaciones deberán haber concluido para febrero de 2005, con el fin de que el Tratado quede cobijado por las facultades que el Congreso de EUA otorgó al ejecutivo de ese país para negociarlo, que expiran en junio de 2005.

### Variación interanual del PIB



Fuente: DANE

### Variación interanual del PIB por sectores



Fuente: DANE

### Colombia: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
Producción industrial DANE (% anual)	3,8	-0,1	6,5	7,1	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	6,5	6,2	6,3	6,2	5,5	5,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,0	0,3	0,2	0,1	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,9	11,2	11,3	11,3	11,4	11,4
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2804	2752	2715	2671	2640	2726
Tasa DTF 90 días *	7,9	8,0	7,9	7,8	7,8	7,8
Spread soberano (Global 2027) *	403	365	432	409	392	533
M3 (% anual)	12,1	12,4	11,6	12,6	11,5	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	71	73	75	78	79	77
BBVA-MAP Colombia (jun-95=100)	91	93	94	96	95	99

\* Media mensual

## Producción manufacturera de México y de EUA

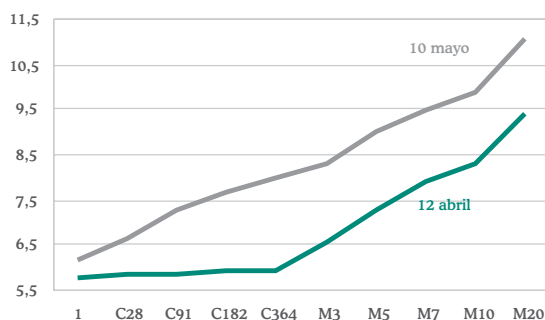
(Var. % anual, ae)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

## Curva de rendimiento equivalente 28 días

(mercado secundario, %)



Fuente: BBVA Bancomer

## México: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
Producción industrial (% anual)	2,4	0,6	2,5	6,5	4,0	n.d.
Inflación (% anual)	4,0	4,2	4,5	4,2	4,2	4,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-5,7	-5,7	-6,1	-6,0	-5,7	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	56,1	58,7	59,2	58,4	58,4	58,5
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	11,26	10,93	11,03	11,01	11,27	11,52
Tasa Cetes 28 días *	6,0	5,1	5,5	6,2	6,0	6,7
Spread soberano (Global 2026) *	224	208	206	196	185	237
M4a (% anual)	13,3	12,0	12,5	14,2	13,8	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	105	108	107	108	105	102
BBVA-MAP México (jun-95=100)	125	126	126	129	128	135

\* Media mensual

## 10. México

### Crecimiento económico más vigoroso en 2004

La evolución del PIB durante el primer trimestre de 2004 apunta hacia una recuperación económica durante el año más firme que la originalmente prevista. Con base en datos ajustados por estacionalidad, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2004 fue 5.4% en términos trimestrales anualizados, lo que correspondió a una variación de 3.8% respecto a igual periodo del año anterior, la más alta desde finales de 2000. Esta tendencia favorable fue generalizada en todos los sectores y subsectores de la economía. Destaca, la recuperación del sector manufacturero con una variación anual de 2.8%, la primera positiva en cuatro trimestres y la más alta desde fines de 2000.

El comercio exterior ha sido el principal canal por el cual la economía de México se ha visto favorecida por la de EEUU, al crecer las exportaciones no petroleras arriba de 7% en mayo, continuando la tendencia de mayor dinamismo iniciada en el cuarto trimestre de 2003. La recuperación del sector manufacturero de México revela una realineación con este mismo sector en EEUU, lo que acota el impacto de la pérdida de competitividad de México frente a otros competidores en el mercado estadounidense. Dos indicadores, anteriormente negativos, ya empezaron a mostrar signos favorables durante el año. La inversión fija bruta en maquinaria y equipo se incrementó 7.9% anual en marzo mientras en abril, el empleo registró su tercer variación anual positiva de manera consecutiva.

Ante la expectativa de que la economía de EEUU mantendrá su favorable tendencia durante el presente año, hemos revisado al alza nuestra previsión de crecimiento económico para 2004 a 4% anual.

### El peso moderadamente más débil

El fin del rally en los mercados emergentes provocó la debilidad de las monedas locales frente al dólar y el aumento de los spreads de los bonos negociados internacionalmente. El impacto fue menor en México y ha empezado a frenarse. No consideramos que estas presiones aumenten de forma notable sobre las variables financieras de México, principalmente por el beneficio de la economía ante la reactivación industrial en EEUU. Por lo tanto, nuestra revisión del tipo de cambio es moderada: para el cierre de 2004 prevemos una paridad de 11.6 ppd.

Por otra parte, mantenemos nuestra estimación de inflación de 4.1%, así como nuestro sesgo al alza ante los posibles riesgos como es la mayor inflación en EUA, los incrementos en los precios internacionales de las materias primas y la posibilidad de registrar un pass-through más alto ante un mayor crecimiento económico.

Finalmente, nuestras previsiones de los tipos de interés domésticos sólo varían ante las modificaciones menores del tipo de cambio. Al cierre de 2004 esperamos que el tipo de interés de referencia TIIE 28 días y la del bono de 10 años se ubiquen en 7.3 y 10%, respectivamente.

## 11. Perú

### Indicadores positivos a pesar de lo político

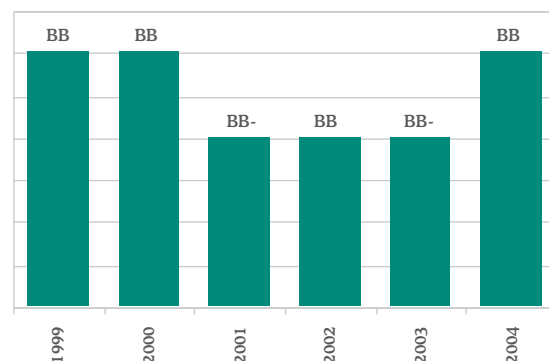
Como corolario a una sucesión de datos económicos positivos, la clasificadora Standard & Poor's elevó el *rating* de Perú de BB- a BB, retornándolo a la clasificación del año 2000. Asimismo, el FMI aprobó el programa *Stand-by* para el Perú por US\$ 438 millones por 24 meses. En ambos casos, los respectivos organismos alabaron los importantes logros alcanzados, en cuanto a mejoras en el plano fiscal y externo, así como al mantenimiento del crecimiento económico en un escenario estable de precios. Todo ello a pesar de un persistente y agudo ruido político, que paradójicamente, se ha incrementado, configurando un contexto que precisamente no es el más indicado para generar confianza a los agentes económicos.

Uno de los resultados más sorprendentes ha sido el de actividad económica, que muestra un crecimiento acumulado de 4,6% al primer trimestre. Analizando los componentes de la demanda agregada, destaca el repunte del consumo privado y, sobre todo, de la inversión privada con un crecimiento de 8,0% no observado desde 1997. Diversos aspectos explican el actual desempeño económico a pesar de la crisis política. Por un lado, está el gran dinamismo mostrado por las exportaciones, no sólo en el rubro primario sino también en el manufacturero. Este último ha mostrado tasas de crecimiento por encima del 30% como promedio mensual. Lo importante de este comportamiento es su trascendencia hacia la economía real, a través de nuevas inversiones, mayor empleo y mayor consumo.

Las inversiones que han reaccionado fueron las de aquellos sectores orientados hacia el mercado externo, lo cual ha permitido que este indicador se encuentre "divorciado" de lo político. Las mayores inversiones en estos sectores han inducido simultáneamente un incremento de la demanda hacia el mercado interno, a través de mayores insumos requeridos, y del repunte observado en el empleo en el último trimestre, hecho no presenciado el año anterior. Todo ello ha contribuido a que el consumo privado vuelva a impulsarse y que la actividad manufacturera presente crecimientos prácticamente en todos los sectores (la rama no primaria creció 9,6% en marzo y 8,0% en abril), reflejándose también en el fuerte rebote de los sectores de comercio y servicios.

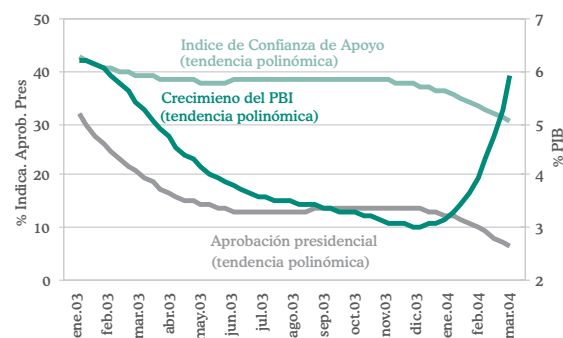
Existe evidentemente, en el corto plazo, un desacople entre lo político y lo económico, y todo indica que en los siguientes meses este contexto podría mantenerse. Sin embargo, es imprudente hablar de "blindajes" a un mayor plazo, considerando que los problemas estructurales aún permanecen y que son justamente la solución de éstos los que permitirán que la economía tome una senda de crecimiento sostenible. Reformas profundas en el plano laboral, sistema judicial, reforma del Estado, concesiones y verdaderos planes de educación y salud, son por ejemplo las cosas que debieron haberse empezado a implementar hace bastante tiempo.

### Clasificación Standard & Poor's: evolución Perú



Fuente: Standard & Poor's

### ¿Desacople entre política y economía?



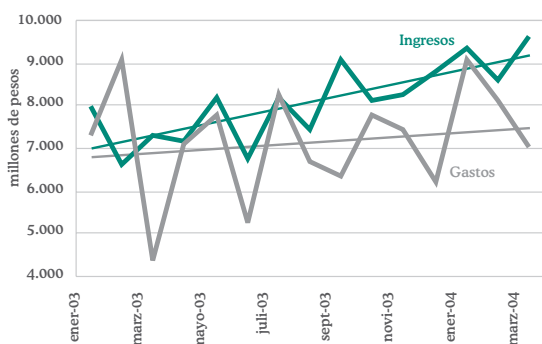
Fuente: BCRP y Apoyo S.A.

### Perú: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
PIB real (% anual)	3,1	3,6	4,6	5,5	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	2,5	2,8	3,4	2,8	2,8	3,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,7	0,9	1,0	1,3	1,4	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,2	10,6	10,5	10,4	10,5	10,8
Tipo de cambio (Sol vs US\$) *	3,47	3,47	3,48	3,46	3,47	3,49
Tasa interbancaria *	2,6	2,6	2,7	2,7	2,5	2,5
Spread soberano (Brady PDI 2017) *	315	291	355	349	348	491
Liquidez (% anual)	12,3	14,2	11,5	12,4	12,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	89	89	89	90	90	91
BBVA-MAP Perú (jun-95=100)	98	100	104	104	102	98

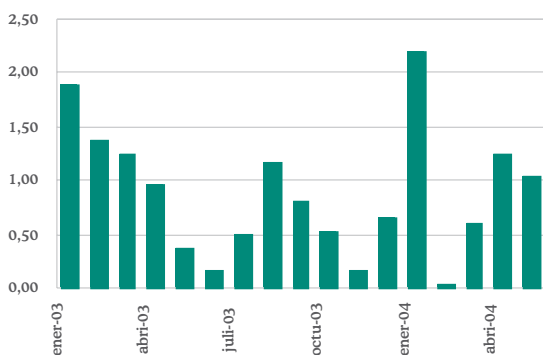
\* Media mensual

## Gastos e ingresos públicos



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCU

## Inflación mensual



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del INE

## 12. Uruguay

### Las cuentas públicas continúan evolucionando positivamente

Los últimos datos publicados por el Banco Central del Uruguay (BCU) confirman que el Gobierno continuó mostrando una sensible mejora en sus cuentas durante el primer trimestre del año. Efectivamente, en dicho período el superávit primario del sector público total alcanzó a \$3.173 millones (27% de lo comprometido con el FMI para todo el año). Es, por lo tanto, altamente factible que Uruguay cumpla con la meta fiscal de mantenerse la misma tendencia. De hecho, los datos preliminares del Gobierno Central para el mes de abril confirman lo señalado. Adicionalmente se destaca que los datos expuestos excluyen el resultado de los Gobiernos departamentales que habrían mostrados resultados positivos como consecuencia de la buena temporada turística en Uruguay.

La mejora fiscal viene dada por el constante aporte de las empresas públicas, tal como lo hicieron durante el año 2003, sumado a la mayor contribución del Gobierno Central. En este sentido, los mayores ingresos del Gobierno fueron generados por un importante incremento tanto en la recaudación del IVA como en los impuestos al Comercio Exterior, ambos influidos positivamente por el mayor nivel de actividad, según lo indican algunos indicadores adelantados, y el impacto que esto tuvo sobre las importaciones. Ahora bien, dado que nuestras estimaciones indican que el dinamismo del crecimiento se mantendrá a mediano plazo esperamos que la tendencia observada en la evolución de los ingresos fiscales continúe. En cuanto al gasto, si bien se observa un ligero crecimiento, este continúa siendo contenido por el Gobierno a favor de mejorar la performance fiscal. Este esfuerzo tiene una particular importancia por tratarse de un año en el cual se llevarán a cabo las elecciones presidenciales.

### Hay señales de aceleración en los precios

Durante el mes de mayo, los precios registraron una variación superior al 1% al igual que lo hicieron durante el mes de abril, superando a todas las previsiones realizadas por el consenso. Alimentos y Energía, fueron los rubros más volátiles y principales determinantes del mayor nivel inflacionario relativo a los últimos meses (con excepción de un atípico enero) ya que el componente subyacente de la inflación se mantuvo en los niveles previos. El aumento de los precios internacionales se trasladó a los combustibles y a los alimentos y bebidas. Dentro de este último el subrubro más afectado fue Carnes que, a su vez, se encuentra influido por la mayor demanda externa y la retención de los stocks. A pesar de esto, las autoridades monetarias ratificaron sus metas de inflación de entre 7% y 9%. Sin embargo, manifestaron que ante un leve desvío no realizarán una política monetaria más contractiva con el fin de alcanzar la meta establecida. Tomando en cuenta lo dicho anteriormente, y los incrementos de tarifas de los servicios públicos anunciados para los próximos meses, hemos modificado al alza nuestra previsión de inflación, ubicándola en 11,5% para el año 2004.

## Uruguay: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
Producción industrial (% a/a)	37,3	43,8	40,3	42,0	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	10,2	10,5	9,1	8,4	8,7	9,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	29,19	29,36	29,49	29,62	29,63	29,73
Tasa de interés Letras 30 días en pesos *	12,5	13,1	15,0	11,3	11,3	16,3
Spread soberano (Global 2027) *	678	590	698	721	542	524
Base Monetaria (% anual)	15,8	2,4	6,0	5,8	1,7	12,6
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	75	75	75	75	76	78
BBVA-MAP Uruguay (jun-95=100)	114	111	106	105	104	99

\* Media mensual



## 13. Venezuela

### Revocatorio será el 15 de Agosto

El directorio del Consejo Nacional Electoral (CNE) aprobó que el referendo revocatorio presidencial se celebre el domingo 15 de agosto. La convocatoria del referendo revocatorio fue respaldada por 2.553.051 firmas válidas, 116 mil 968 rúbricas adicionales al mínimo exigido por el artículo 72 de la Constitución. En el proceso de reparo se ratificaron 733.755 firmas y fueron excluidas 91.699 rúbricas. El total de firmas que activan el referendo revocatorio del mandato presidencial representan el 20,7% de los electores inscritos, siendo el nivel mínimo requerido para activar el proceso el 20%. La totalidad de firmas entregadas al CNE fueron de 3.479.120, es decir el 28% de los electores. De ese total se determinó como válidas 1.910.964 (55% de las firmas), se envió a reparo 1.192.846 (34%) y se anuló por razones varias el 11% de las firmas. En el proceso de reparo se convalidaron el 63% de las firmas a reparo, quedando un 37% sin reparar.

Se requieren 3.757.587 votos +1 para que el Presidente sea revocado, representando el 30% de los electores. Con una abstención del 35%, se requieren del 47% de los votos para que el Presidente sea revocado.

Las implicaciones económicas de corto plazo del proceso de referendo, será una profundización de la política fiscal expansiva y una mayor flexibilidad cambiaría dentro del control.

Adicionalmente, el Gobierno comenzó con un plan de financiamiento a programas mediante recursos de carácter pre-fiscal. De hecho, el Presidente de PDVSA reconoció que la petrolera estatal recibió instrucciones del Ejecutivo, a través de una asamblea de accionistas, de solicitar autorización en el Banco Central, a objeto de ampliar el fondo rotatorio, que hasta la fecha era de 600 millones de dólares para las compras en dólares de la industria petrolera en el exterior, y elevar el monto hasta 2.000 millones de dólares para financiar proyectos del Ejecutivo Nacional. Esto ha comenzado a afectar a las Reservas Internacionales que se ubican en 23.869 millones de dólares, registrando una caída de 852 millones de dólares con respecto al nivel alcanzado el 14 de mayo de este año.

### PIB Primer trimestre crece 29,8%

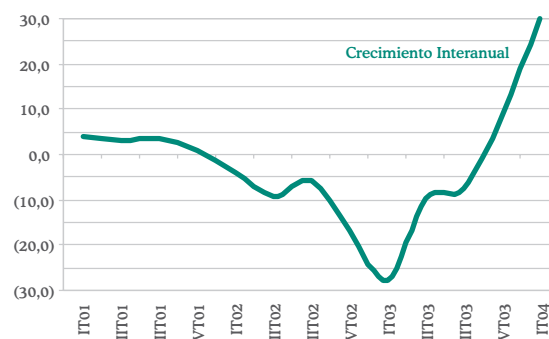
La economía creció un 29,8%, según cifras publicadas por el Banco Central. El sector petrolero creció en 72,5%, mientras que el no petrolero lo hizo en 18,9%. Este crecimiento, obedece básicamente al "rebote estadístico" ocasionado por la paralización de actividad del primer trimestre del año anterior. La caída con respecto al cuarto trimestre del año anterior fue de 6,5%, experimentando un crecimiento de 0,2% en términos desestacionalizados. Sin embargo el rebote observado en el primer trimestre fue mayor a lo esperado (23,9%), por lo que se eleva nuestro pronóstico de crecimiento para el año de 8,2% a 8,7%, correspondiendo al sector petrolero 11% y el resto de la economía 7,9%.

### Venezuela: últimos datos mensuales

	dic-03	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04
Inflación (% anual)	27,1	26,6	21,9	23,6	23,1	21,8
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	5,3	5,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	8,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	20,7	21,6	21,9	22,6	23,6	23,4
FIEM (m.M.\$)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio (Bolívar vs US\$) *	1598	1598	1838	1918	1918	1918
Tasa Certificado de Participaciones 30 días *	17,5	12,5	9,5	10,4	11,3	11,6
Spread soberano (Global 2027) *	530	516	571	592	566	599
M2 (% anual)	57,5	61,2	65,9	65,3	57,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	98	99	87	85	86	87
BBVA-MAP Venezuela (jun-95=100)	171	176	175	186	188	207

\* Media mensual

### Crecimiento PIB total interanual



Fuente: BBVA Banco Central de Venezuela

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>EE.UU.</b>	2,2	3,1	4,1	3,3	2,4	1,9	2,7	2,0
<b>UEM</b>	0,9	0,5	1,7	2,3	2,3	2,0	2,2	1,9
<b>Japón</b>	-0,3	2,5	3,7	2,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	14/05/04	sep-04	dic-04	mar-05	14/05/04	sep-04	dic-04	mar-05
<b>EE.UU.</b>	1,00	1,25	1,50	2,00				
<b>UEM</b>	2,00	2,00	2,00	2,00	1,20	1,18	1,18	1,17
<b>Japón</b>	0,10	0,10	0,10	0,10	122	110	108	106

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina</b>	-10,9	8,7	7,8	4,0	41,0	3,7	7,5	8,0
<b>Brasil</b>	1,9	-0,2	3,0	2,5	12,5	9,3	7,0	6,0
<b>Chile</b>	2,0	3,3	5,3	5,5	2,8	1,1	2,2	2,4
<b>Colombia</b>	1,7	3,7	4,0	4,0	7,0	6,5	5,5	5,0
<b>México</b>	0,7	1,3	4,0	3,8	5,7	4,0	4,1	3,7
<b>Perú</b>	5,2	4,0	4,3	3,9	1,5	2,5	3,0	2,3
<b>Uruguay</b>	-10,8	2,5	10,5	4,5	25,9	10,2	9,0	10,0
<b>Venezuela</b>	-8,9	-9,2	8,2	2,1	31,2	27,1	28,2	26,4
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>13,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,2</b>

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina<sup>2</sup></b>	-1,4	0,5	1,6	1,8	9,8	6,3	2,9	1,1
<b>Brasil</b>	-10,3	-3,7	-5,0	-4,0	-1,7	0,8	-1,1	-1,4
<b>Chile<sup>2</sup></b>	-0,8	-0,8	1,0	1,0	-0,7	-0,8	0,6	-1,4
<b>Colombia</b>	-3,6	-2,8	-2,5	-2,5	-2,0	-1,8	-1,8	-2,7
<b>México</b>	-1,2	-0,6	-0,3	-0,3	-2,2	-1,5	-2,3	-2,9
<b>Perú</b>	-2,3	-1,9	-1,7	-1,5	-1,9	-1,8	-1,1	-1,4
<b>Uruguay</b>	-4,0	-3,2	-2,8	-2,5	2,0	1,7	3,0	4,9
<b>Venezuela<sup>2</sup></b>	-3,0	-5,1	-5,1	-4,3	8,1	10,3	11,9	7,4
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	<b>-4,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (% frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de año) <sup>3</sup>			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina</b>	3,40	2,96	2,95	3,12	30,0	3,8	3,1	5,0
<b>Brasil</b>	3,53	2,89	3,20	3,40	25,0	16,5	15,0	14,0
<b>Chile</b>	702	599	590	596	3,0	2,3	2,5	4,3
<b>Colombia</b>	2865	2778	2812	2900	7,7	7,9	7,7	8,0
<b>México</b>	10,31	11,24	11,61	11,85	7,0	6,0	6,9	7,4
<b>Perú</b>	3,51	3,46	3,49	3,53	3,8	2,5	3,0	4,5
<b>Uruguay</b>	27,22	29,34	31,40	33,60	69,9	4,0	n.d.	n.d.
<b>Venezuela</b>	1387	1598	2136	2875	26,8	15,1	12,4	16,3

<sup>3</sup> 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	7,5	8,0
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	3,0	3,1
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,5	1,6	1,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	3,8	3,1	5,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	56	57

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

## Brasil

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	-0,2	3,0	2,5
Inflación (% , fin de año)	9,3	7,0	6,0
Balanza comercial (m.M. \$)	24,8	19,0	18,0
Cuenta corriente (% PIB)	0,8	-1,1	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	49,3	53,0	55,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,89	3,20	3,40
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,7	-5,0	-4,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	16,5	15,0	14,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	60	57	58

## Chile

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,3	5,3	5,5
Inflación (% , fin de año)	1,1	2,2	2,4
Balanza comercial (m.M. \$)	3,0	5,7	3,7
Cuenta corriente (% PIB)	-0,8	0,6	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,9	17,0	17,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	599	590	596
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,8	1,0	1,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,3	2,5	4,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	86	87

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

## Colombia

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,7	4,0	4,0
Inflación (% , fin de año)	6,5	5,5	5,0
Balanza comercial (m.M. \$)	0,2	0,1	-1,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,8	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,9	12,3	12,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2778	2812	2900
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-2,8	-2,5	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,9	7,7	8,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	71	74	76

## México

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	1,3	4,0	3,8
Inflación (% , fin de año)	4,0	4,1	3,7
Balanza comercial (m.M. \$)	-5,7	-8,4	-12,5
Cuenta corriente (% PIB)	-1,5	-2,3	-2,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	56,1	62,5	64,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,24	11,61	11,85
Saldo sector público (% PIB)	-0,6	-0,3	-0,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,0	6,9	7,4
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	105	104	103

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

## Perú

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	4,0	4,3	3,9
Inflación (% , fin de año)	2,5	3,0	2,3
Balanza comercial (m.M. \$)	0,7	1,7	1,8
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,1	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,2	10,8	11,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,46	3,49	3,53
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	-1,7	-1,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,5	3,0	4,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	89	90	91

## 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) <sup>1</sup>	-3,2	-2,8	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	4,0	n.d.	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	75	77

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
PIB (%)	-9,2	8,2	2,1
Inflación (% , fin de año)	27,1	28,2	26,4
Balanza comercial (m.M. \$)	14,8	14,7	10,2
Cuenta corriente (% PIB)	10,3	11,9	7,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,3	20,6	18,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1598	2136	2875
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-5,1	-5,1	-4,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	15,1	12,4	16,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	98	92	85

## 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.