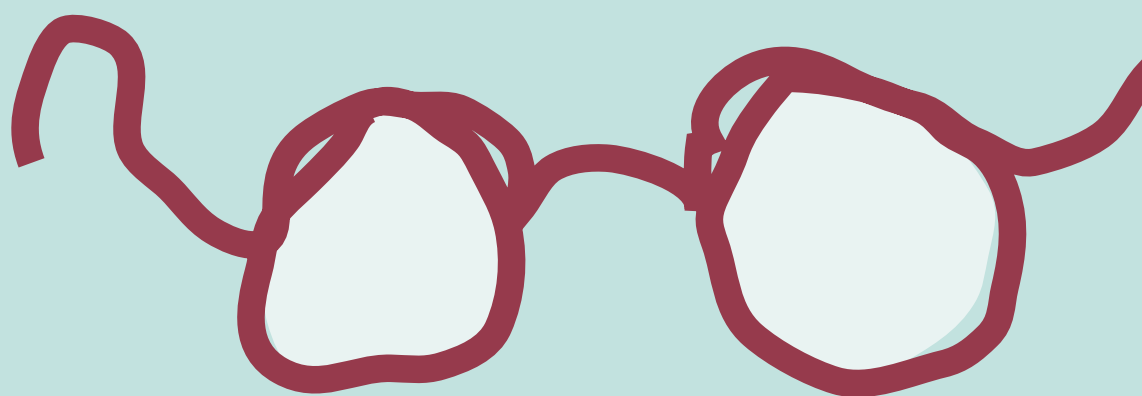


Latinwatch

Servicio de Estudios

Julio-Agosto 2004



América Latina: aprovechando la bonanza

Argentina: primeros síntomas de desaceleración

Chile: esperando un repunte del empleo

México: atentos a la inflación

Perú: a pleno sol

Indice

Fecha de cierre: 23 de julio 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
Alejandro Neut, Economista Senior
Juan Antonio Rodríguez, Economista
Luciana Taft, Economista

javier.santiso@grupobbva.com
alejandro.neut@grupobbva.com
ja.rodriguez@grupobbva.com
lucia.taft@grupobbva.com

Con la colaboración de:

Servicio de Estudios BBVA

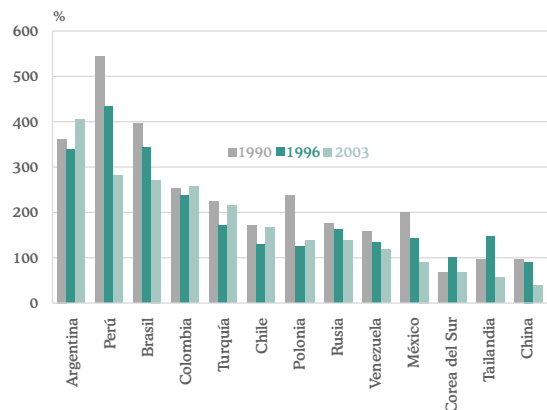
Carmen Hernansanz

Economista Jefe de Banca y Nueva Economía

carmen.hernan@grupobbva.com

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

Deuda externa (% sobre exportaciones)



Fuente: BBVA en base a datos del Institute of International Finance (IIF)

1. Visión Regional

Aprovechar la bonanza

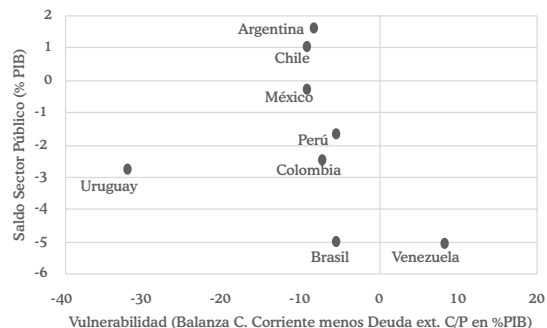
Desde principios de año, las principales economías de la región están registrando tasas de crecimiento importantes y sólidos datos macro-económicos. En México, por ejemplo, los datos reales no dejan de corroborar el vigor del repunte, alejando incluso algunos de los retos que brotaron en 2003, como el de la competencia china. Así, el sector maquilador está mostrando un nuevo dinamismo, con exportaciones aumentando a tasas de 21% en los cinco primeros meses del año. Igualmente, el empleo repunta, situándose en abril en niveles no vistos desde 2001. Incluso, algunas empresas manufactureras que entre 2001 y 2003 habían deslocalizado hacia China, están ahora regresando a México (unas 300 en total). En los últimos meses, gigantes como Motorola, General Electric o Electrolux han reanudado sus inversiones en las fábricas mexicanas. Claramente, para México y la mayoría de los países de la región, el año 2004 debería ser un gran año macroeconómico.

Desde el punto de vista de los inversores parece dominar una mayor diferenciación entre los países. Si bien en 2003, el rally en la renta fija fue indiscriminado, los gestores de cartera tienden ahora a visualizar de manera más discriminada los riesgos y rendimientos dentro de la clase de activos de Latinoamérica. Así, en cuanto a Brasil, las posiciones de *underweight* de los gestores de fondos dedicados a renta fija emergente se han incrementado en los últimos meses, situándose en mayo en los niveles más altos desde agosto 1999. A pesar de ello, y capitalizando sobre los datos positivos de comercio exterior, el avance de reformas y la aprobación por el Congreso brasileño de mantener el superávit fiscal primario en 4,25% del PIB hasta 2007, Brasil ha conseguido emitir en los mercados de capitales internacionales en dos ocasiones, la última con un bono a diez años por un monto de 750 millones de dólares y un spread de 632 pbs (sobre Brasil ver la sección más adelante).

De manera general, la aversión al riesgo se ha incrementado como lo reflejan las posiciones *cash* de los gestores de activos de renta fija emergente que se sitúan en niveles superiores al 7,5%. Si bien estos son inferiores al pico de abril (11%), están todavía muy por encima del promedio histórico (3,8%). Las expectativas de mayor gradualismo en las alzas de los tipos en EE.UU. llevaron a las salidas de flujos de cartera a desacelerarse en las últimas semanas. Los niveles de spreads reflejan ahora también una relativa "normalización" con respecto a los niveles de principios de año, anormalmente bajos. Igualmente, la volatilidad de los bonos latinoamericanos de menor calidad es ahora mayor que la de los bonos de países con grado de inversión. Por último, las emisiones de bonos de los países emergentes se han reducido también de manera significativa. En junio, apenas superaron los 2,2 m.M. de dólares, un monto cuatro veces inferior al registrado en enero 2004 (8,4 m.M.\$).

La actual bonanza macroeconómica y el cambiante entorno internacional con las alzas de tipos en EE.UU. ya iniciadas y la liquidez global hacia emergentes reduciéndose, invitan sin embargo a cierta cautela prospectiva. Como lo muestran los gráficos adjuntos, si bien algunos países registran claras mejoras en los saldos del sector público, con el repunte económico algunos también registraran mayores presiones sobre sus cuentas corrientes mientras seguirán teniendo importantes necesidades de financiación. Es cierto que la mayoría de los emergentes, y de los latinoamericanos en particular, han conseguido mejorar sus ratios de deuda externa (ver gráfico). Sin embargo, si comparamos las posiciones relativas de unos y otros tomando en cuenta los saldos del sector público, por un lado, y la suma del saldo de la cuenta corriente y de la deuda externa a corto plazo en porcentaje del PIB, por otro lado, la situación es más contrastada. De cara al futuro, será por lo tanto importante que los países, y algunos más que otros, consigan capitalizar la actual bonanza.

Vulnerabilidad a flujos externos y Saldo del sector público (2004 p)



Fuente: BBVA e Institute of International Finance

2. Materias Primas

Demanda crece a mayor ritmo de lo esperado

La Agencia Internacional de Energía (AIE) ha corregido por cuarta vez en lo que va de año su estimación de demanda mundial de petróleo hasta un nivel de 81,4 MMBD (millones de barriles diarios) representando un alza de 1,9 MMBD en los últimos seis meses. Cabe resaltar que al analizar los factores que están detrás de este incremento de la demanda se tiene que en un 80% proviene de los mayores requerimientos de energía de los países emergentes, fundamentalmente China.

La demanda de crudo importado en China se ha incrementado en el primer semestre en un 39%, ubicándose en el mes de junio en 2,8 millones de barriles diarios, un incremento de 300 mil barriles diarios con respecto al mes de mayo. Este ritmo de crecimiento de la demanda China puede estar indicando que ese país está incrementando inventarios, dada su dependencia creciente a petróleo foráneo.

El crecimiento de la demanda mundial se ubicará en el año en un 3,2% contra el 2,1% que se esperaba a comienzos del año. Este mayor dinamismo ha explicado el menor ritmo, con respecto a lo esperado, de construcción de inventarios que se ha experimentado en Estados Unidos, luego del anuncio de la OPEP de incrementar la cuota de los diez principales países en 2,5 MMBD, que está –vía expectativas– impulsando los precios.

Sin embargo, el principal factor que impacta de manera directa en las expectativas de precios del mercado, es que a pesar de contar un balance petrolero donde la oferta supera a la demanda, este superávit es inferior a la producción iraquí, factor que hace que posterior a la última reestimación de la demanda por parte de la AIE se tenga que los factores de riesgo geopolítico del Medio Oriente hayan incrementado su impacto en los precios.

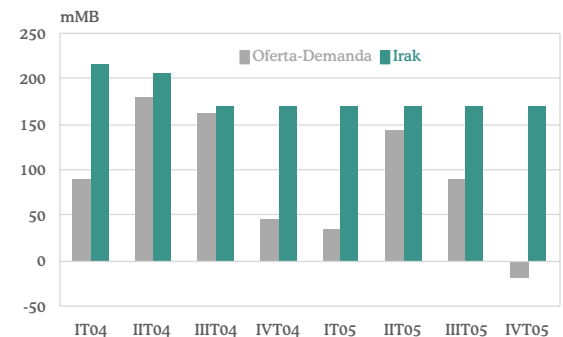
Este frágil balance energético, caracterizado por un bajo margen de maniobra por parte de la OPEP de incrementar su capacidad de producción en el corto plazo, contrasta con el mercado petrolero observado en los 80's y 90's donde existía una holgura que llegó a ubicarse sobre los 10 MMBD a comienzo de la primera de estas décadas.

Capacidad de Producción de la OPEP

La revisión de las variables claves y el precario balance energético, donde a pesar de estimarse una construcción de inventarios de 729 MMBD, para el período 2004-2005 estos representan el 50% de la producción iraquí, elemento que amplifica los impactos del riesgo geopolítico, factor que está impactando los precios en el corto plazo llegando a ubicarse sobre los 40 dólares en las últimas cotizaciones, mientras que de cara al mediano plazo la debilidad de la oferta y el mayor dinamismo de la demanda, fundamentalmente de los países emergentes, va a condicionar la presencia de un cambio estructural que ubica el precio del petróleo liviano en términos reales alrededor de los 30 dólares.

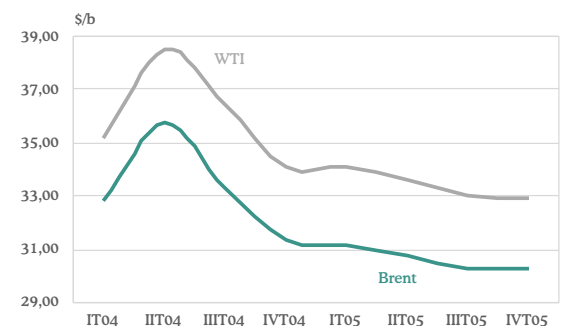
Todos estos factores hacen que se convalide el escenario de riesgo, pero no por el lado de la oferta (que ha reaccionado al alza) sino por un crecimiento mayor de lo esperado de la demanda. Se estima que la cotización media del WTI para el año será de 36,1 \$/B, mientras que para el Brent será de 33,3 \$/b. Para 2005 se estima una cotización de 33,4 y 30,6 \$/b para el WTI y el Brent respectivamente.

Balance petrolero estimado



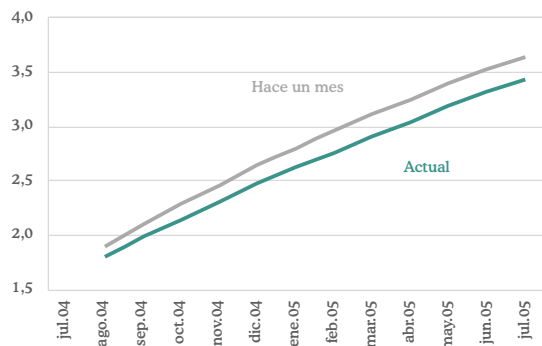
Fuente: BBVA, Banco Provincial y AIE

Capacidad Adicional de Producción OPEP



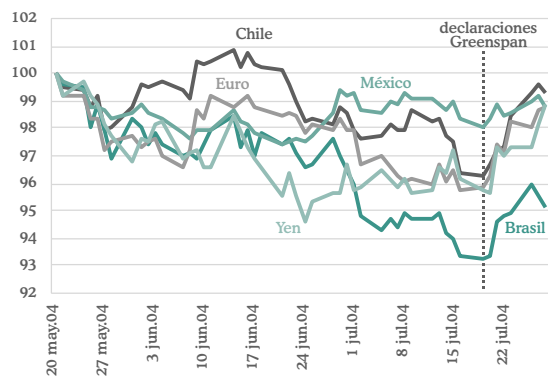
Fuente: BBVA Banco Provincial

EE.UU. Tipos de interés a 3 meses descontados por el mercado de futuros



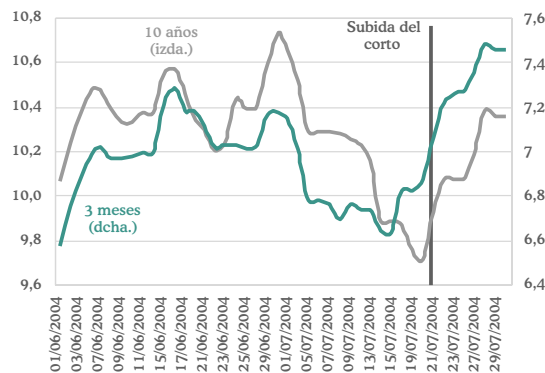
Fuente: Bloomberg

Divisas frente al dólar (20 may. 04 = 100)



Fuente: Bloomberg

Tipos de interés a 3 y 10 años en México



Fuente: Bloomberg

3. Panorama de Mercados

La Fed se ciñó al guión...

A finales de junio, la Reserva Federal subió la tasa de los fondos federales en 25 puntos básicos, situándola en el 1,25%. Como se mencionaba en la edición anterior, este hecho estaba ampliamente descontado por los mercados (1). Así, las expectativas de subidas de tipos se han moderado (ver gráfico) y, de esta manera, el escenario de política monetaria gradual en Estados Unidos parece consolidarse.

En este contexto, esperamos que la Reserva Federal continúe aumentando los tipos, hasta situarlos en niveles de 1,75% a finales de año y en 2,25% en marzo del año próximo.

Este escenario de gradualismo, en el que la liquidez mundial continúa relativamente elevada, es positivo para los mercados emergentes, en contraposición con un escenario de subidas bruscas de tipos de interés. En este último caso, la corrección de los tipos largos generaría un aumento en el coste de financiación externa para los países emergentes.

... sin sorpresas para los mercados emergentes

El anticipo de la subida de la Fed por parte de los agentes hizo que las variables financieras latinoamericanas mostraran cierta estabilidad en el último mes.

El *spread* soberano en América Latina se ha situado en torno a los 590 p.b durante el último mes, mostrando una leve tendencia bajista que se inició a finales de mayo, luego de la sobrerreacción post-rally. Hacia finales de julio, sin embargo, se observa un leve deterioro, reflejo de las declaraciones de Greenspan en su testimonio ante el Congreso el día 20 de julio. En dichas declaraciones, manifestó las favorables expectativas para la economía estadounidense. Ello propició un mejor sentimiento en los mercados, lo cual provocó un aumento de las rentabilidades de la deuda norteamericana, quitando atractivo a la deuda emergente.

Una evolución similar siguieron las divisas latinoamericanas. Éstas se apreciaron frente al dólar desde finales de mayo, para depreciarse tras las declaraciones de Greenspan a finales de julio. Sin embargo, es importante destacar que no sólo las monedas latinoamericanas sufrieron una depreciación frente al dólar en la última semana del mes, sino también las divisas fuertes a nivel internacional (ver gráfico). La corrección al alza de los tipos de interés y las expectativas de un crecimiento fuerte de la productividad en Estados Unidos serían los factores que están detrás de esta apreciación generalizada del dólar.

A pesar de la peor evolución marginal observada hacia finales de mes, la situación financiera en América Latina podría calificarse, en general, de estable.

México: subiendo el corto

En línea con la política monetaria seguida por la Reserva Federal, el Banco de México (Banxico) aumentó el corto el 23 de julio. Esto se tradujo en un aumento de los tipos de interés a 3 meses de aproximadamente 20 puntos básicos, mientras que la rentabilidad a 10 años aumentó en torno a 30 p.b. (ver gráfico).

Este movimiento por parte de Banxico, además de reflejar una alineación con la política implementada por la Fed, se explica tanto por la consolidación de la recuperación económica, respaldada por los últimos datos publicados de exportaciones y de empleo, como por las sorpresas al alza en los datos inflación. La inflación general de junio (4.4%) sorprendió al alza, mientras que la inflación subyacente se elevó hasta el 3,6% tras varios meses estancada en el 3,5%.

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

4. Panorama Bancario

Sistemas bancarios más concentrados

Durante la última década se ha experimentado un importante proceso de consolidación en los sistemas bancarios internacionales. En Latinoamérica, ello ha sido más acusado como resultado de las reestructuraciones bancarias tras las diversas crisis financieras acaecidas y de unos sistemas bancarios fragmentados a priori. Así, en general, el número de entidades ha venido reduciéndose de manera importante.

Como resultado, en la región (excluyendo Colombia) se observa una tendencia común de aumento de la concentración de los sistemas bancarios durante los últimos cuatro años, siendo destacable el aumento en el sistema bancario chileno provocado por dos importantes fusiones. A pesar de ello, el grado de concentración bancaria muestra cierta divergencia entre países. En América Latina, el índice Herfindahl (1) oscila entre los 634 de Colombia y los 1900 de Perú. No obstante, este rango es inferior al que se aprecia en otras áreas económicas como la Unión Europea, donde la concentración oscila entre los 185 de Alemania y los 2186 de Finlandia,

La principal motivación para la consolidación de las entidades financieras es la consecución de una masa crítica que permita alcanzar mayores economías de escala o buscar complementariedades entre entidades con nichos de mercado diferentes. En América Latina la caída de negocio tras las diferentes crisis financieras llevó a los sistemas financieros a un exceso de capacidad que fomentó la consolidación bancaria. Este proceso se ha visto facilitado en los últimos años por las mejoras en las tecnologías de la información, la desregulación financiera y la globalización.

¿Qué efectos tiene esto?

La consolidación bancaria tiene varios efectos potenciales sobre el sistema financiero. Por un lado, debería ir asociada a una mejora de la eficiencia procedente de una racionalización de los gastos. Por otro, el aumento de poder de mercado de algunas instituciones puede conllevar una reducción de las presiones competitivas. Por último, la literatura económica (2) muestra que el aumento de la concentración está asociado a una menor probabilidad de crisis bancarias. Esto se ve reforzado, en el caso de Latinoamérica, por la entrada de entidades extranjeras en los sistemas bancarios (3).

El efecto potencial que la concentración bancaria tiene sobre los *spreads* bancarios (medidos como el tipo de interés de los préstamos menos el tipo de interés de los depósitos) es mixto. Por un lado, las ganancias de eficiencia tenderían a presionar esta variable a la baja mientras que, por otro, la posible menor competencia podría favorecer un aumento de márgenes.

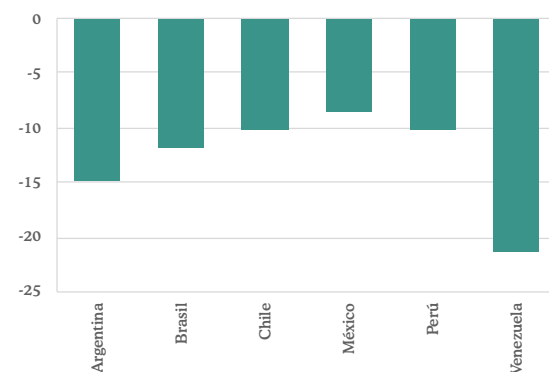
Aunque, existen factores como el coeficiente de liquidez, los costes de administración, la morosidad, etc.(3), que hacen que el *spread* no sea un indicador óptimo de los factores citados, se observa una reducción en todos los países a excepción de Argentina (debido a la reciente crisis financiera) y de Chile (que presenta los *spreads* más bajos de la región).

De cara al futuro, todavía existe margen para un incremento de la concentración bancaria en algunos países de la región. Ello es especialmente así en sistemas bancarios en proceso de reestructuración y entre entidades medianas y pequeñas que requieran alcanzar un tamaño óptimo para competir.

- (1) Calculado como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado de activos de todos los bancos. Oscila entre 0 (menor concentración) y 10.000 (monopolio).
- (2) Véase Beck et al. (2003), "Bank Concentration and Crises", World Bank Policy Research Working Paper 3041, mayo 2003.
- (3) Véase Martínez Peria, María Soledad, Ashoka Mody (2004), "How Foreign Participation and Market Concentration Impact Bank Spreads: Evidence from Latin America", World Bank Policy Research Working Paper 3210, febrero 2003.

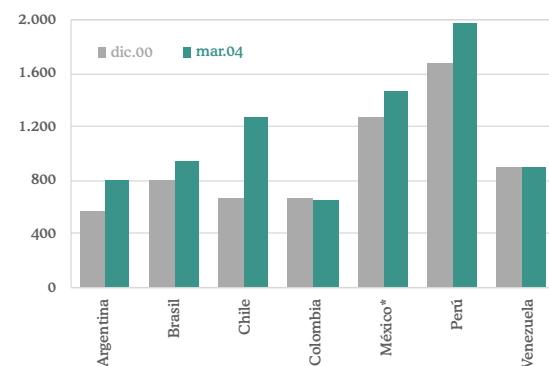
Número de entidades entre 2000 y 2003

% variación



Fuente: Banco Mundial, BID y BBVA

Índice Herfindahl de concentración bancaria

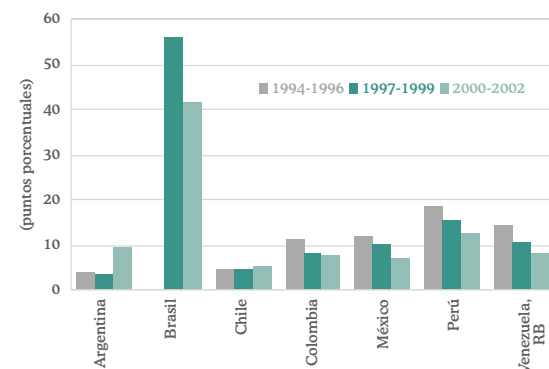


* Datos a marzo de 2000.

Suma del cuadrado de las cuotas de mercado de todos los bancos. Oscila entre 0 (menor concentración) y 10.000 (monopolio).

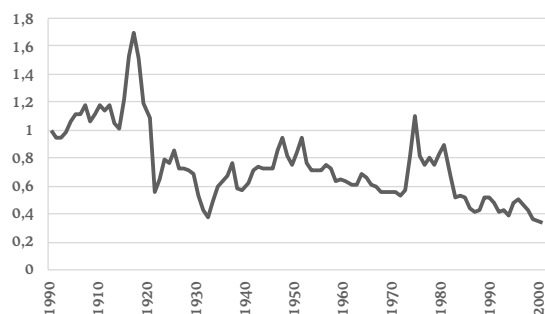
Fuente: BBVA en base a la información de las superintendencias y los bancos centrales de la región.

Spreads bancarios promedio



Fuente: Banco Mundial

Índice del Precio Real de Materias Primas (1990 = 1)



Fuente: Latin American Centre at Oxford University

5. Artículo: El Rally en Materias Primas

Tras el fin del rally por bonos soberanos en mayo de 2004, observamos la persistencia de otro “rally” de igual o más importancia: El precio de las materias primas. En el último año los precios, tanto en metales como en productos agrícolas, han subido de forma acelerada. Respecto a un año atrás, en Julio de 2004 el precio del cobre ha subido 64%, el de la soja 40%, el del zinc 19% y el del oro 14%. En el mismo período, nuestro índice de materias primas BBVA-MAP (1) ha subido 25%, donde destaca el aporte de Chile (BBVA MAP Chile creció 31%). Argentina (BBVA MAP Argentina creció 19%) y Brasil (BBVA MAP Brasil creció 5%).

Dejando fuera el petróleo y los metales ferrosos (mercados atípicos con características muy particulares), las materias primas pueden desglosarse en cuatro grandes categorías: agrícolas, metales, alimentos y bebidas. Aunque en el último año, cada uno de estos cuatro grupos presenta una trayectoria de precios diferente, todos comparten una desaceleración importante en la caída de los precios.

Al comprar el primer semestre de 2004 con el mismo período de 2003, el cambio más débil se produjo en el sector bebidas, donde el precio no varió significativamente. En el sector agrícola se produjo una leve alza mientras que en alimentos, y en especial en el sector metales, la subida en los precios es cuantiosa (10% y 36% respectivamente). El sector metales explica más del 70% de la subida observada en el precio total de materias primas.

Este aumento en el precio de materias primas ha beneficiado a los países de Latinoamérica vía una significativa mejora en sus términos de intercambio. Por ello LatAm continúa experimentando crecimiento sin sufrir de desequilibrios externos. Por otro lado, el aumento del precio de materias primas perjudica a los países de la OCDE ya que ejerce presiones inflacionarias importantes.

¿Cambio cíclico o tendencial?

La duración de los altos precios observados no está garantizada. Por el contrario, al observar la trayectoria exhibida por el precio real de materias primas durante el siglo XX, se aprecia un progresivo deterioro en el valor de estos bienes. Esta caída de precios ha sido fuente de una fuerte polémica y de importantes políticas económicas, muy especialmente en Latinoamérica. Prebisch y Singer (1950) analizaron tanto el deterioro del precio de materias primas como el perjuicio que esté reportaba a países especializados en producción de materias primas. Las causas del deterioro explicitadas por Prebisch y Singer son:

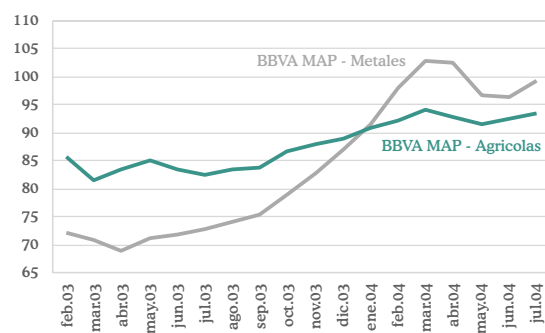
- Una baja elasticidad de la demanda por materias primas.
- Mejora en la productividad total de los factores mayor que en bienes manufacturados.

Pero la evolución de los precios en el último año permite a las economías latinoamericanas ser más optimistas que Prebisch y Singer. La razón es que las últimas alzas muestran ciertas características que sugieren que los altos precios perdurarán por algún tiempo. Al descomponer la trayectoria en su componente tendencial y cíclico, se observa que el incremento en el precio de los metales está fuertemente impulsado por un alza en la trayectoria tendencial, y por ende no atribuible a un shock transitorio. Un análisis más estructural, basado en la demanda tanto de países industrializados como de emergentes avala dicha presunción.

El alto crecimiento de Estados Unidos, importante fuente de demanda mundial, no explica por sí sólo el presente rally. Es más, en los últimos 30 años la demanda de países OCDE ha perdido poder explicativo.

Hasta los 80 el crecimiento en el ingreso de los países OCDE impulsaba significativamente el precio de las materias primas explicando más

Índice de precios de Materias Primas



Fuente: BBVA

(1) BBVA MAP es un promedio de índices de precios de materias primas ponderado por el tamaño de exportaciones de cada producto en las cuentas de los países LatAm.

del 50% de su varianza. Pero todas las estimaciones de la relación precio - PIB de la OECD, no fueron capaces de predecir el precio de materias primas en los 90. Todos ellos sobrestimaron por un amplio margen el precio en esa década.

Diversos estudios explican las razones de la sobrestimación en los precios de los 90. A pesar del fuerte crecimiento de Estados Unidos durante gran parte de esa década, los precios sufrieron un importante shock adverso por el lado de la oferta. Como muestra un estudio de Borensztein y Reinhart (1994), la caída de la Unión Soviética trajo consigo un cambio estructural en el mercado de materias primas. Esto último debido a la liberación de amplios recursos que hasta ese entonces se encontraban altamente controlados por el estado y destinados a satisfacer demanda interna.

En los modelos, una *dummy* para incorporar el fin de la Unión Soviética resuelve la sobrestimación de los 90 pero no explica otros cambios en estos mercados. Existe otra caracterización del vínculo entre materias primas y la demanda de la OCDE que también ha perdido fuerza. Al utilizar sólo la componente cíclica de PIB, se obtiene que la elasticidad del precio de materias primas a cambios en el ciclo de la OCDE ha caído significativamente. Mientras que entre 1957 y 1972 la anterior elasticidad era igual a 9,9 para productos agrícolas, entre 1989 y 2003 ésta llegó a sólo 3,4. En el mercado de metales pasa algo similar y la elasticidad cae de 16,4 a 5,9. Mientras que en alimentos, la elasticidad cae de un alto 30,4 a sólo 1,4.

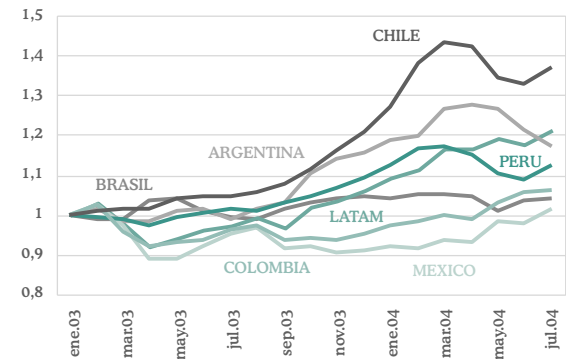
Para explicar el debilitamiento de la relación entre precio de materias primas y PIB de países OCDE no basta señalar el mayor crecimiento del PIB de otros países. Si bien es cierto que otras regiones han crecido, los países OCDE mantienen su importancia como fracción del PIB mundial: esta fracción a caído del 60% en 1980 al 55% en 2003. Pero, aunque el argumento de menor ingreso relativo no es suficiente, el pensar en pérdida de demanda si es correcto. A pesar de mantener su poder adquisitivo, los países OCDE se orientan cada vez más, tanto en su producción como en su demanda, a productos y servicios de alto valor agregado. Joaquín Vial (2004) nos muestra como la intensidad de uso del cobre (consumo por unidad de PIB producido) evoluciona de forma diferente en países desarrollados y países emergentes. En general se obtiene que para diversos metales la intensidad de uso disminuye en países desarrollados y aumenta en países emergentes. El efecto neto es una participación cada vez mayor de estos últimos países en el agregado de demanda de materias primas.

China destaca entre todos los países emergentes no sólo por su alto nivel de crecimiento pero por el ritmo al que devora materias primas. De ser el sexto país importador de cobre en 1993, desplazó a Estados Unidos y pasó a ser el primer importador en 2003. Esta trayectoria se repite en otros metales. A pesar que parte del flujo hacia China corresponde a insumos de productos que tienen su consumo final en Estados Unidos, una importante fracción de estos sirve a la masiva construcción y proceso de industrialización/urbanización por la que atraviesa el país asiático.

Independientemente de cual es la fuente de demanda por importaciones chinas, prevemos que los altos precios se prolongaran a 2005. Los fundamentos son un sólido crecimiento esperado de 3,8% en Estados Unidos y un crecimiento en China que será algo menor a lo exhibido en 2003 y 2004 pero que sigue siendo envidia de todos: 8% de crecimiento anual.

- Borensztein, E. and C.M. Reinhart 1994, "The Macroeconomic Determinants of Commodity Prices," WP/94/9, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Singer, H.W. 1950. "U.S. Foreign Investment in Underdeveloped Areas: The Distribution of Gains Between Investing and Borrowing Countries", American Economic Review, Papers and Proceedings 40, (May), pp. 473-485
- Prebisch, Raúl. 1950. "The Economic Development of Latin America and its Principal Problems". United Nations, Department of Economic Affairs.
- Vial, Joaquin ,2004 "Modeling Commodity Markets in the Global Economy: Familiar findings and new challenges", Draft.

Indice de Precios de Materias Primas (Enero 2003 = 1)



Fuente: BBVA

Consumo mundial de metales en 1994: participación en %

	U. Europea	NAFTA	China	Resto
Aluminio	24	31	8	38
Cobre	28	27	7	38
Plomo	27	33	6	34
Estaño	24	24	14	37
Zinc	27	20	11	42

Fuente: World Bureau of Metal Statistics

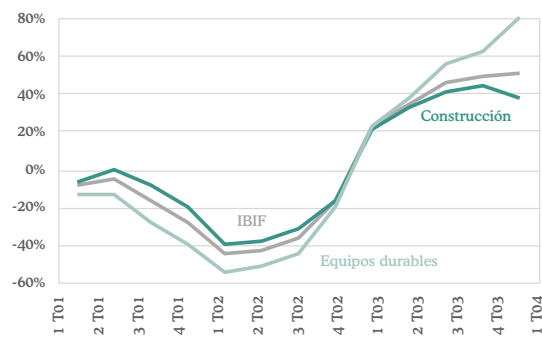
Consumo mundial de metales en 2003: participación en %

	U. Europea	NAFTA	China	Resto
Aluminio	21	24	19	36
Cobre	23	19	20	38
Plomo	23	27	17	33
Estaño	21	16	24	39
Zinc	24	16	21	40

Fuente: World Bureau of Metal Statistics

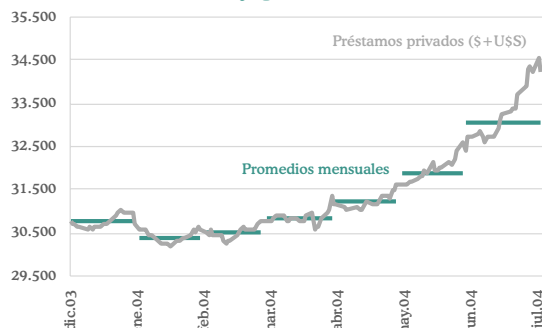
Composición de la inversión a precios del '93

Variaciones interanuales %



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC)

Evolución diaria del Stock de Préstamo al Sector Privado y promedio mensual



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCRA

Argentina: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Producción industrial (EMI % a/a)	12,2	14,2	15,6	9,3	11,0	n.d.
Inflación (% anual)	2,7	2,3	2,3	3,1	4,3	4,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	14,9	14,6	14,2	14,4	14,2	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	14,7	15,0	15,0	15,8	16,7	17,6
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2,90	2,93	2,90	2,83	2,92	2,96
Tasa depósitos a 30 días en pesos *	2,7	2,2	2,4	2,1	2,4	2,5
Spread soberano (Global 2008) *	6085	6353	6271	6208	6670	6954
Base Monetaria (% anual)	59,3	55,5	48,8	49,5	39,5	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	52	52	53	55	55	54
BBVA-MAP Argentina (jun-95=100)	125	126	133	135	134	128

* Media mensual

6. Argentina

Revisamos ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento

La caída de la actividad económica de abril, según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), fue superior a lo esperado y refleja que la mala performance excedió a la caída de industria y construcción. Aunque esperamos recuperación de la actividad tanto en mayo como junio, como lo confirman los datos publicados de Estimador Mensual Industrial (EMI) y el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el PIB desestacionalizado prácticamente no crecería en el segundo trimestre. En el segundo semestre, la economía retomaría un sendero de crecimiento de la mano de la expansión del crédito, si bien a tasas sustancialmente menores que en 2003 con lo cual el PIB real aumentaría un 7,2% en el año, ligeramente por debajo de nuestra estimación anterior del 7,8%.

Por el lado de la demanda, el consumo privado crecería por encima del PIB, mientras que las exportaciones de bienes y servicios mantendrían el aumento tendencial del 6% observado en 2003. Se destaca otro año de incremento fuerte en la inversión, si bien esta vez liderado por Equipo Durable en lugar de Construcción. El menor crecimiento esperado en el nivel de actividad conjuntamente con una ligera disminución en la elasticidad empleo/PIB nos lleva a elevar nuestra proyección de tasa de desocupación promedio para el año, de 12,6% a 13,5%.

El gasto público por detrás de la recaudación tributaria

Se registró en mayo un superávit primario récord de 4.378 millones de pesos, tanto por la fuerte recaudación tributaria como por el nivel de gasto primario que se mantiene relativamente contenido frente al crecimiento excepcional de recursos disponibles. Junio también habría sido muy positivo en términos fiscales dado el dato de recaudación de 9.470 millones de pesos. Las autoridades comentan que aparte de la estacionalidad de impuestos a las ganancias, la recaudación refleja mejoras en la actividad económica y mayor eficiencia recaudatoria.

De esta forma, la recaudación tributaria está creciendo en términos reales a tasas sustancialmente más altas que la actividad económica por lo que el superávit primario de este año podría llegar a alcanzar el 3,5% del PIB.

El crecimiento del crédito impulsa la monetización

En junio, la base monetaria se ubicaría ligeramente por encima de la banda inferior del programa monetario del Banco Central de la República Argentina (BCRA). A pesar de la escasa expansión primaria, los depósitos totales crecieron 2.200 millones de pesos en el mes por efecto del multiplicador bancario. La reactivación del mercado de crédito al sector privado, que creció más de 1.500 millones de pesos en junio, ha promovido la creación secundaria de dinero cuyos efectos favorables se reflejaron en un suave aumento de los depósitos del sector privado, pero que no compensa todavía la caída del mes anterior.

En este contexto y con menores presiones de liquidez por vencimientos impositivos, los tipos de interés comenzaron a ajustar a la baja aunque se mantienen por encima de los mínimos de abril.

7. Brasil

Cuentas fiscales reflejan crecimiento doméstico

El cuadro favorable de 2004 continúa afianzándose y las cifras del primer trimestre se ven confirmadas por un sostenido crecimiento en el segundo. El sector externo mantiene su dinamismo y el doméstico contribuye cada vez más a este positivo escenario. Este último factor ha permitido una mayor recaudación de impuestos, fuente de holgura para un fisco que necesita mantener un superávit primario de más de 4% del PIB para hacer frente al pago de su deuda.

Los números son optimistas: En junio de 2004 la recaudación llegó a 26,6 mM de reales lo que significó un crecimiento real de 11% respecto del mismo trimestre de 2003. Con ello se confirma el incremento real de 8% interanual observado en el primer trimestre del año.

Cabe notar que parte de este aumento está asociado a la entrada en vigor de impuestos a importaciones (Cofins y PIS/PASEP) que no perdurarán en el tiempo. Pero existen importantes indicios de que el efecto asociado a mayor riqueza está primando por sobre el efecto de los nuevos impuestos. Basta recordar que el 8% de crecimiento en el primer trimestre no estuvo asociado al cambio impositivo.

Por otro lado, tras presiones del empresariado y de diversos sectores políticos, el gobierno canceló el anunciado aumento de las contribuciones a la seguridad social. Para solventar la seguridad social el gobierno indicó su intención de disminuir el futuro paquete de reducción a la carga tributaria de las empresas.

Con todo, no se observan mayores riesgos en obtener el superávit primario acordado con el FMI.

IED se suma a la bonanza de cuentas externas

El sector externo sigue beneficiando a Brasil. La cuenta corriente continúa registrando un fuerte superávit comercial: Sólo en junio totalizó 3,8 m.M.\$. Con ello la cuenta corriente acumula un superávit de 4,4 m.M.\$ en el primer semestre de 2004.

Pero la noticia más positiva viene por el lado de la inversión extranjera directa que en junio alcanzó 740 millones de dólares. De concretarse cifras preliminares, en julio esta cifra sobrepasaría los mil millones. Más que su aporte a la balanza de pagos, esto no interesa por ser indicativo de mejores perspectivas estructurales. La concreción de varias iniciativas y avances a nivel microeconómico serán señales fuertes a observar en los próximos meses. Aunque la composición de la deuda continúa siendo el principal culpable tras los altos tipos de interés real en Brasil, varias reformas microeconómicas son clave para aliviar el alto coste de capital.

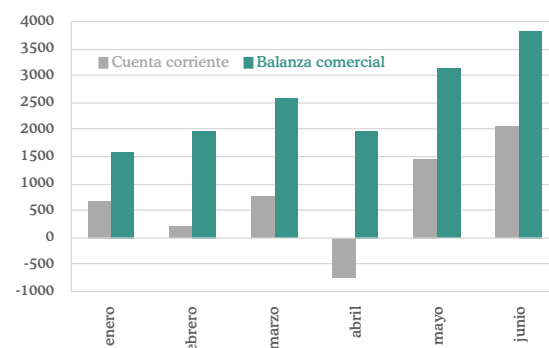
Aprovechando esta bonanza general y recordando las altas necesidades de financiación en 2004, el gobierno no tuvo problemas para emitir 750 M\$ a 10 años, sólo dos semanas después de haber emitido otro bono por la misma cantidad a 5 años plazo. Con ello sólo le queda captar 1 m.M\$ en el segundo semestre para completar los 4 m.M. del cronograma 2004.

Brasil: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Producción industrial (% anual)	3,5	1,6	12,4	6,7	7,8	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	7,7	6,7	5,9	5,3	5,2	6,1
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	25,3	26,1	27,2	27,4	28,0	25,7
Reservas internacionales (m.M. \$)	53,3	53,0	51,6	50,5	50,5	49,8
Tipo de cambio (Real vs US\$) *	2,85	2,93	2,91	2,91	3,10	3,13
Tasa SELIC *	16,3	16,3	16,2	16,0	15,8	15,8
Spread soberano (Brady C-Bond 2014) *	459	570	575	592	721	704
M4 (% anual)	19,2	19,9	20,5	20,7	21,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	60	59	60	60	57	57
BBVA-MAP Brasil (jun-95=100)	83	83	83	83	80	82

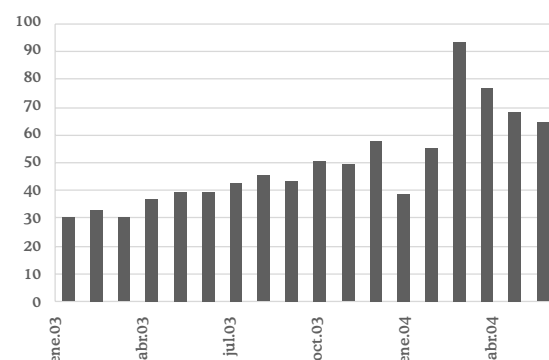
* Media mensual

Saldo de Cuenta Corriente 2004 (Millones de dólares)



Fuente: IBGE

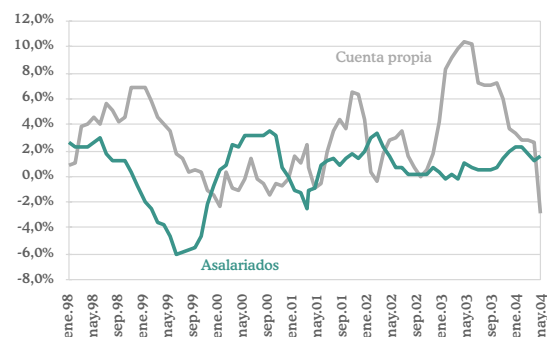
Cuenta de Capitales (Millones de dólares)



Fuente: IBGE

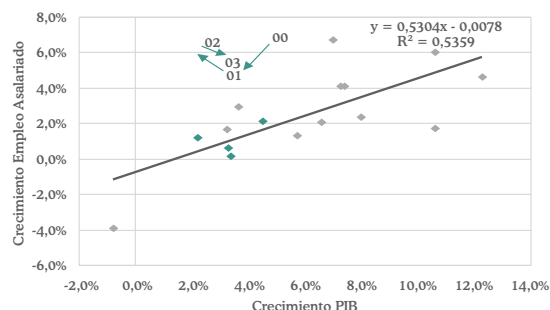
Evolución del empleo por categorías ocupacionales

Variación % anualizada



Fuente: Elaborado a partir de cifras del Instituto Nacional de Estadística (INE)

Relación entre crecimiento del empleo asalariado y del PIB



Fuente: Elaborado a partir de cifras de INE y Banco Central

8. Chile

Sólido crecimiento, en línea con proyecciones

Los datos más recientes, que han ido emergiendo, confirman un sólido crecimiento económico en el segundo trimestre, en línea con nuestra proyección de 5% de aumento interanual del PIB. Las exportaciones continúan mostrando un dinamismo, al que ahora se ha comenzado a agregar un impulso significativo del consumo de bienes durables y un mayor gasto en inversión. Incluso la construcción de viviendas, que se ha mantenido estancada en niveles muy bajos durante toda esta fase expansiva del ciclo, ha comenzado a dar señales incipientes de reactivación, con aumentos en los permisos de edificación aprobados de 18% en los primeros cinco meses del año, en relación con igual período del año pasado.

Cifras de empleo siembran dudas (injustificadas a nuestro juicio)

Las cifras sobre empleo y desocupación que dio a conocer el Instituto Nacional de Estadística (INE) a comienzos de Junio han sembrado algunas dudas respecto del curso futuro de la reactivación. El indicador que más llamó la atención fue la tasa de desocupación, que subió inesperadamente a 9,4% en mayo, desde 8,7% el mes anterior. Esta cifra es incluso superior a la del mismo período en 2003, cuando alcanzó a 8,8%.

Más allá del comportamiento de la fuerza de trabajo, que es relativamente volátil, lo que más preocupó fue la casi nula creación neta de empleos respecto del mismo mes del año anterior (0,3% de aumento solamente). Frente a esto se han levantado voces expresando preocupación por una supuesta "recuperación sin empleos" que estaría teniendo lugar también en Chile.

La realidad que muestran las cifras es algo distinta: la economía ha venido creando empleos a un ritmo anualizado entre 2% y 3% desde comienzos de 2002, cuando el PIB no aumentaba mucho más que eso, y sólo en los últimos tres meses se ha producido la desaceleración mencionada. Al examinar la composición del empleo por categorías ocupacionales se aprecia que el empleo asalariado está aumentando a un ritmo cercano a 2% anual, lo que es una cifra saludable, y plenamente consistente con informes sobre evolución de cotizantes activos en el sistema provisional y algunos indicadores de empleo sectorial de cámaras empresariales. La dificultad se circunscribe al empleo no asalariado (trabajadores por cuenta propia) donde se aprecia que después de un aumento anormalmente rápido en 2003, se produce una caída muy pronunciada en los últimos meses. Si bien es necesario esperar algunos meses hasta que nuevos datos confirmen o desmientan esta tendencia, lo más probable es que sea una situación transitoria, que no afectará el ritmo de la reactivación en curso.

Chile: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
IMACEC (% anual)	3,0	4,2	6,3	5,0	4,8	n.d.
Producción industrial INE (% anual)	1,8	8,0	7,8	4,9	4,5	n.d.
Inflación (% anual)	0,8	0,0	-0,7	-0,3	0,6	1,1
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	3,2	3,6	4,3	5,1	5,8	6,1
Reservas internacionales (m.M. \$)	16,0	16,1	16,0	16,0	16,1	15,9
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	574	584	605	608	637	643
Tasa de Instancia Monetaria *	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,6
Spread soberano (Global 2009) *	64	67	68	66	76	71
M2A (% anual)	-0,5	-0,3	0,2	1,6	5,7	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	87	85	83	83	80	80
BBVA-MAP Chile (jun-95=100)	80	87	90	89	84	83

* Media mensual

9. Colombia

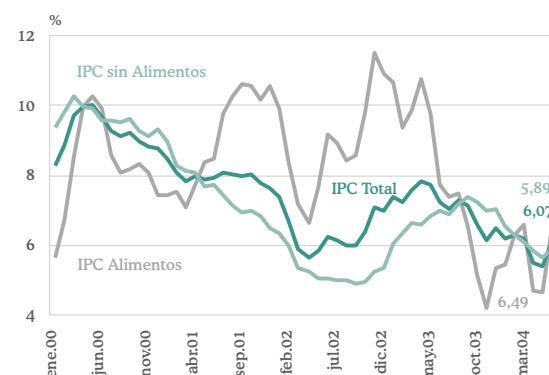
La economía atraviesa un buen momento, pero requiere reformas en las finanzas públicas

La corrección al alza del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2004, de 3,82% a 4,08% interanual, muestra el buen momento que atraviesa la economía colombiana, alcanzando durante tres trimestres consecutivos su tasa de largo plazo. Es un crecimiento sostenible porque es sectorialmente balanceado y se basa en el buen ritmo de la inversión privada y la recuperación, en el último trimestre, del consumo privado. Como persiste la confianza, las expectativas son favorables y la percepción sobre las condiciones para invertir altas, es probable que continúe la dinámica del crecimiento en los próximos trimestres y se cumpla nuestra previsión de un incremento del PIB de 4% en 2004. La elevada inflación de junio (0,6% mensual) causó un aumento, probablemente transitorio, en su tasa interanual, de 5,37% en mayo a 6,07% en junio. Como la mayor parte (2/3) se debió a incrementos en los costos de transporte y en los precios de los alimentos, originados en choques de oferta; como solamente una menor parte (1/3) responde a un exceso de demanda por vivienda; como existe exceso de capacidad; como las expectativas inflacionarias están dentro del rango meta; y como los tipos de interés externos se incrementaron moderadamente, no estimamos que se produzca todavía un aumento de tipos de interés del Banco de la República. Sin embargo, incrementamos nuestra previsión de inflación para 2004 a 6% interanual, coincidiendo con el límite superior del rango meta.

El entorno internacional continúa favorable. Los precios de las materias primas permanecen elevados. El incremento de tipos de interés en Estados Unidos comenzó de manera moderada y, aunque persiste el riesgo de incrementos más agresivos, éste ha disminuido, porque las presiones inflacionarias parecen transitorias. Ha aumentado de manera selectiva la demanda por deuda emergente, disminuido los spreads y apreciado sus monedas. En consecuencia, el peso colombiano se ha apreciado pronunciadamente y la deuda pública valorizado, aunque moderadamente.

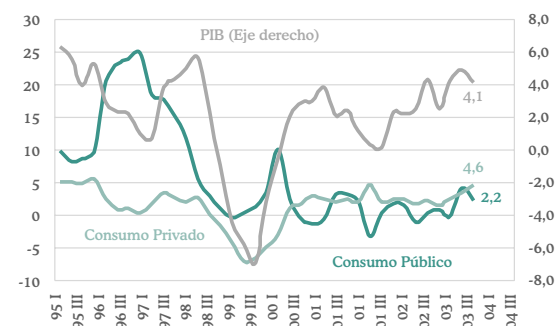
Se completó exitosamente la tercera revisión de su acuerdo stand-by a dos años con el FMI, aumentando la disponibilidad de recursos de esta fuente a 1,7 m.M. \$ Aunque se lograron las metas de balance del Sector Público Consolidado, las previsiones para 2005 muestran un deterioro sensible del déficit del Gobierno Nacional, originado fundamentalmente en las transferencias para atender las necesidades de caja del sistema público de pensiones, cuyas reservas se agotaron. Para lograr la meta sin recortar la inversión social o el gasto militar, la financiación de estas transferencias requerirá una nueva reforma tributaria, que gravará las pensiones más altas y extenderá la base del IVA sobre los bienes exentos (excluyendo, salud, educación y servicios públicos), a los cuales aplicará una tarifa de 4%. Para reducir el impacto de las transferencias en el largo plazo, el Gobierno propondrá una reforma que elimina los regímenes especiales de pensiones, fija a éstas un máximo y un mínimo y elimina el pago de una mesada.

Variación interanual del IPC



Fuente: DANE

Variación interanual del PIB por componentes de consumo final



Fuente: DANE

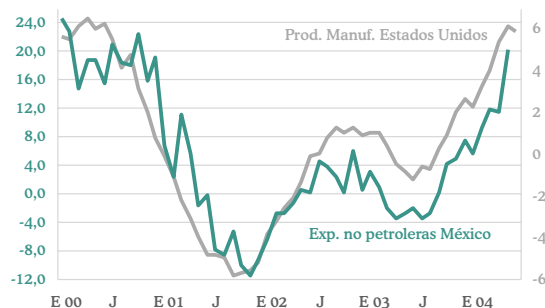
Colombia: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Producción industrial DANE (% anual)	0,1	6,1	6,7	3,8	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	6,2	6,3	6,2	5,5	5,4	6,1
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,3	0,2	0,1	0,1	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	11,2	11,3	11,3	11,4	11,4	11,6
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2752	2715	2671	2640	2726	2716
Tasa DTF 90 días *	8,0	7,9	7,8	7,8	7,8	7,8
Spread soberano (Global 2027) *	365	432	409	392	533	515
M3 (% anual)	12,4	11,6	12,6	11,5	11,3	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	73	75	78	79	77	78
BBVA-MAP Colombia (jun-95=100)	93	94	96	95	99	101

* Media mensual

Producción manufacturera de Estados Unidos y exportaciones no petroleras de México

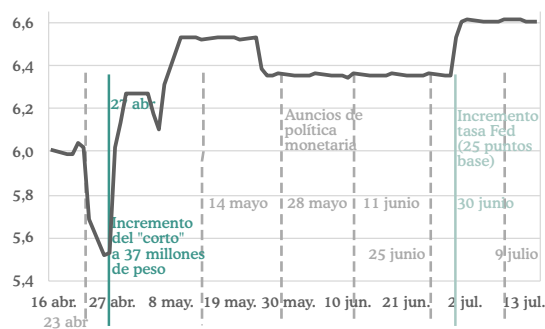
(Var. % anual, ae)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Reserva Federal

Tasa de Fondo Bancario

(%, promedio ponderado)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y Reserva Federal

10. México

Continúa la recuperación económica

En el segundo trimestre de 2004, la economía mexicana continuó aumentando su dinamismo. El comercio exterior se mantuvo como el principal impulso del crecimiento económico. Con base en datos ajustados por estacionalidad, en mayo las exportaciones no petroleras registraron una variación anual de 20,2% y de 14,4% en su promedio móvil de tres meses, las tasas más elevadas desde el cuarto trimestre de 2000. El vigor de las ventas externas fue semejante al de las importaciones, lo que refleja la reanimación del sector manufacturero de Estados Unidos y México.

También la demanda interna mostró signos positivos. En abril, las ventas al por menor, ajustadas por estacionalidad, presentaron una variación anual de 3,5%, ligeramente mayor al promedio anual de 2003. Además, en ese mes, la inversión fija bruta experimentó una expansión anual de 5,3%, la mayor en 40 meses. Ante nuestra expectativa de que la economía de Estados Unidos continuará su expansión, mantenemos una previsión de crecimiento de 4,0% para la actividad económica en México durante 2004.

¿Tasa de interés de referencia?

En el anuncio de política monetaria del 23 de abril, el Banco de México advirtió que "... frente al ciclo de mayores tasas de interés externas que probablemente ocurrirá, no sería deseable que se relajaran las condiciones monetarias internas". El día hábil siguiente, la tasa de fondeo bancario disminuyó 50 puntos base, por lo que el banco central aumentó la restricción monetaria argumentando la "marcada reducción de la tasa de fondeo de corto plazo". Quedó claro que, el término "condiciones monetarias" debe interpretarse como tasa de fondeo.

Del 26 de mayo al 29 de junio, el promedio ponderado de la tasa de fondeo se mantuvo estable en 6,35%. Después del incremento de 25 pb en la tasa de interés de los fondos federales en Estados Unidos, la tasa de fondeo se incrementó en la misma magnitud y desde entonces se ha estabilizado en 6,60%. La inmovilidad de esta tasa no tiene precedente y sugiere que su nivel refleja fielmente las directrices de Banxico.

Por otra parte, después de la mayor restricción monetaria en Estados Unidos el 30 de junio, el tipo de cambió alcanzó 11,56 pesos por dólar. No obstante, desde entonces el peso se ha apreciado, favorecido por la reactivación industrial de Estados Unidos, el bajo riesgo-país y las altas tasas de interés reales internas. Mantenemos nuestro pronóstico del tipo de cambió de 11,6 pesos por dólar para el cierre de 2004.

En junio la inflación general anual se ubicó en 4,4%, lo que implicó un aumento de 18 puntos base en la subyacente. Si bien no cambiamos nuestra previsión de 4,1% para fin de año, existen riesgos de desviaciones al alza, principalmente, por las presiones externas de precios y la posible mayor contaminación del tipo de cambió por la recuperación económica.

México: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Producción industrial (% anual)	0,6	2,5	6,5	3,9	2,1	n.d.
Inflación (% anual)	4,2	4,5	4,2	4,2	4,3	4,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-5,7	-6,1	-6,0	-5,6	-5,3	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	58,7	59,2	58,4	58,4	58,5	58,4
Tipo de cambió (Peso vs US\$) *	10,93	11,03	11,01	11,27	11,52	11,39
Tasa Cetes 28 días *	5,1	5,5	6,2	6,0	6,7	6,5
Spread soberano (Global 2026) *	208	206	196	185	237	234
M4a (% anual)	12,0	12,5	14,2	13,8	12	n.d.
Tipo de cambió efectivo real (dic-97=100)	108	107	108	105	102	103
BBVA-MAP México (jun-95=100)	126	126	129	128	135	135

* Media mensual

11. Perú

Inflación, choques de oferta y “efectos de segunda vuelta”

Al mes de junio, la inflación anualizada se ubicó en 4,3%. El resultado establece un escenario de precios preocupante, tomando en cuenta que el Banco Central (BCR) ha adoptado desde el 2002 un esquema de Meta de Explícitas de inflación (*Inflation Targeting*) para conducir la política monetaria. Cabe indicar que la meta de inflación plantea un nivel máximo de 3,5%, el cual ha sido sobrepasado por primera vez en junio.

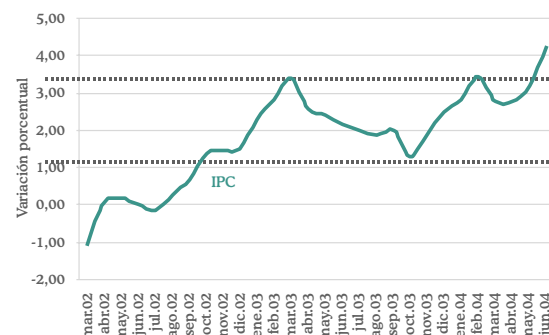
Es claro que el reciente aumento de los precios ha reflejado principalmente el impacto de varios choques de oferta: (i) sobre la producción interna de alimentos, debido a factores climáticos; (ii) sobre las cotizaciones internacionales de algunos alimentos que Perú importa, como granos y cereales, debido a una mayor demanda proveniente de China; y, (iii) el incremento en la cotización del petróleo.

No obstante la importancia de estos factores en la evolución reciente de la inflación, cabe preguntarse si una parte refleja presiones de demanda. Así, se empiezan a mostrar algunas tendencias que llaman la atención: (i) el indicador de demanda interna del Banco Central muestra un incremento superior al 4,0% en los dos últimos meses; (ii) los ingresos promedio en Lima Metropolitana vienen creciendo sostenidamente; (iii) se observa una clara recuperación en la creación de empleos de las empresas con más de 10 trabajadores desde que comenzó el año; (iv) el índice de precios al por mayor ha crecido en mayor magnitud que el de consumidores, lo que estaría reflejando que los mayoristas no han trasladado los incrementos de sus precios a los minoristas y consumidores finales, lo que podría empezar a suceder si la demanda continúa creciendo de manera sostenida.

Sea por oferta, o sea por demanda, un tema más importante es cómo se verán afectadas las expectativas inflacionarias ante el incremento de los precios de los últimos meses. Si éstas se exacerban, podrían generarse “efectos de segunda vuelta”, escenario ante el cual el Banco Central tendría que adoptar medidas más drásticas. Por ello, se esperarían algunas señales de la autoridad monetaria, en el corto plazo, para reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios. Más aún cuando es posible que la inflación permanezca varios meses por encima del nivel máximo establecido por el BCR. Las proyecciones de analistas y empresas para el cierre de año han sido corregidas al alza aunque todavía se mantienen dentro del rango del Banco Central (1,5% -3,5%).

En esta línea, el Banco Central ha dejado de defender, en el mercado cambiario, un “piso” para el tipo de cambio, permitiendo que el Sol se aprecie y que ello impacte a la baja los precios, a través de los bienes importados. La otra señal esperada por el mercado, es que el BCR incremente la tasa de interés de referencia, considerando el escenario mundial de tasas al alza y que el mercado ya ha anticipado este aumento hace varios meses.

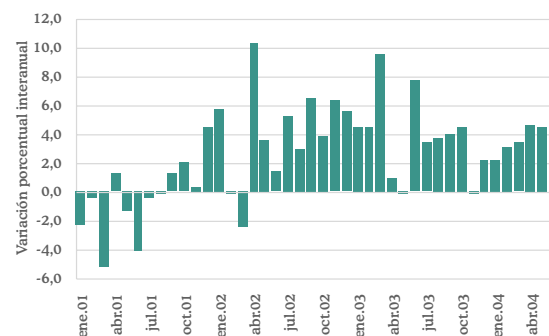
Inflación anualizada y rangos del objetivo inflación



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Indicador de demanda interna

(Var. % anual)



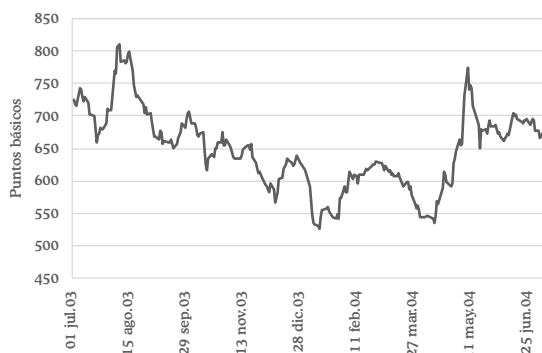
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Perú: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
PIB real (% anual)	3,6	4,7	5,5	3,3	4,2	n.d.
Inflación (% anual)	2,8	3,4	2,8	2,8	3,2	4,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,9	1,0	1,3	1,4	1,5	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,6	10,5	10,4	10,5	10,8	10,9
Tipo de cambio (Sol vs US\$) *	3,47	3,48	3,46	3,47	3,49	3,48
Tasa interbancaria *	2,6	2,7	2,7	2,5	2,5	2,6
Spread soberano (Brady PDI 2017) *	291	355	349	348	491	406
Liquidez (% anual)	14,2	11,5	12,4	12,2	n.d.	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	89	89	90	90	91	92
BBVA-MAP Perú (jun-95=100)	100	104	104	102	98	97

* Media mensual

Evolución del Riesgo País (Índice República AFAP)



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos de República AFAP

12. Uruguay

Las encuestas continúan favoreciendo al candidato del Encuentro Progresista-Frente Amplio

Las elecciones primarias, llevadas a cabo a fines de junio, terminaron de configurar el panorama político de cara a los próximos comicios, que tendrán lugar en octubre de este año. De esta forma, se conocieron los candidatos de las tres principales fuerzas partidarias: Tabaré Vázquez por el Encuentro Progresista - Frente Amplio (EP-FA), Jorge Larrañaga por el Partido Nacional y Guillermo Stirling por el partido Colorado. Asimismo, las últimas encuestas continúan mostrando una clara ventaja del candidato del EP-FA sobre su principal contrincante, el candidato del PN. Sin embargo, la actual intención de votos a favor de Vázquez no sería suficientes para acceder a la Presidencia en primera vuelta. Ante un eventual escenario de "ballottage", aún cuando el EP-FA continúe conservando la mayoría, las diferencias entre ambos candidatos se redujeron significativamente.

Esta coyuntura política, no obstante, no ha generado ruidos en los mercados como lo demuestra la evolución de los principales indicadores financieros como el riesgo país y tipo de cambio, entre otros.

La dinámica de la actividad se traduce en significativos aumentos de las importaciones

La evolución de la actividad económica en los primeros meses de este año está dando lugar a una creciente demanda de importaciones, destacándose en particular las de bienes de capital: con las cifras conocidas a abril, las importaciones totales crecen un 39%, mientras que las de bienes de capital lo hacen en un 162%. Esta situación nos llevó a revisar las cifras de comercio exterior: para este año proyectamos un crecimiento superior de las importaciones (+23%), mientras que realizamos un ligero ajuste al alza de las exportaciones, determinando una reducción en el superávit comercial respecto del estimado originalmente para el año 2004.

El BCU continuará con una política monetaria restrictiva

La variación de los precios de junio resultó considerablemente inferior a lo esperado por el consenso (0,3% contra 1,0%). Esta evolución estuvo influida por un patrón de estacionalidad mensual negativa y por una ligera baja del TC como resultado de la decisión del Banco Central (BCU) de no intervenir en el mercado cambiario. Adicionalmente, la desaceleración en la inflación puede ser explicada por la política monetaria más restrictiva que viene llevando adelante el BCU. En este sentido, el Comité de Política Monetaria acordó reducir la inflación esperada para los próximos 12 meses, ubicándola en un rango de 6%-8% cuando la meta para todo el año 2004 era de 7%-9%.

Sin embargo, creemos que la visión de la autoridad monetaria es optimista, dado la inercia inflacionaria y los aumentos en las tarifas que se proyectan, con lo cual nuestras previsiones de inflación se mantienen por encima de las estimaciones oficiales.

Uruguay: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Producción industrial (% a/a)	43,8	40,3	42,0	15,3	17,2	n.d.
Inflación (% anual)	10,5	9,1	8,4	8,7	9,4	9,6
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	2,2	2,2	2,3	2,4	2,2
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	29,4	29,5	29,6	29,6	29,7	29,6
Tasa de interés Letras 30 días en pesos *	13,1	15,0	11,3	11,3	16,3	19,2
Spread soberano (Global 2027) *	589,8	698,0	720,6	541,9	524,0	436,6
Base Monetaria (% anual)	2,4	6,0	5,8	1,7	12,6	-5,3
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	75	75	75	76	78	79
BBVA-MAP Uruguay (jun-95=100)	111	106	105	104	99	98

* Media mensual

13. Venezuela

Ciclo político condiciona política económica

La realización en los próximos días del Referendo Revocatorio del mandato del Presidente de la República ha generado expectativas de un cambio de política económica en el corto plazo, tanto en el escenario de continuidad del mandato del actual Presidente como en el de salida del poder del presidente Chávez.

Sin embargo existen elementos que hacen pensar que la tónica de la política económica caracterizada en la actualidad por una profundización de la política fiscal expansiva, una mayor flexibilidad dentro del control de cambios y una política monetaria restrictiva se mantendrá en cualquier escenario en el corto plazo.

La política fiscal expansiva se refleja en un ciclo de crecimiento sostenido del gasto primario real que comenzó en julio del año anterior y que ha significado un crecimiento de esta variable del 65% en ese período. Otra arista es la política cambiaria que ha experimentado, dentro de este ciclo electoral, un crecimiento en la adjudicación de divisas del 56% en el mes de junio registrándose además una flexibilización del régimen al incorporar una serie de rubros adicionales tanto de la cuenta corriente como de la cuenta de capital.

Los excesos de liquidez que se generan por la expansión de la oferta monetaria de origen fiscal han hecho que el Banco Central mediante su política de absorción de liquidez, tenga esterilizados el equivalente al 65% de la Base Monetaria bajo esa modalidad. Estos recursos están colocados en el BCV ha un plazo promedio de 70 días. Esta "burbuja" de liquidez va a condicionar cualquier cambio de política en el corto plazo en materia cambiaria.

Política Económica continuista en el corto plazo

Concluido el Referendo Revocatorio, la tónica de la política fiscal va a continuar siendo expansiva ya que el ciclo político electoral continúa por la realización de las elecciones regionales para el mes de septiembre y de la Asamblea Nacional, donde se escogerá el nuevo Parlamento, a mediados del próximo año. Adicionalmente los grupos de presión continuarán actuando en cualquier escenario (salida ó no del Presidente) que va a determinar que la política fiscal pese a pesar de contar con elevados ingresos petroleros corra un déficit del 5,1% y 4,3% para 2004 y 2005 respectivamente, con un fuerte componente de gasto social.

Esta expansión de la oferta monetaria de origen fiscal presionará sobre los agregados monetarios, que hará que se mantenga la tónica de la política monetaria restrictiva y por ende la burbuja de liquidez pase a niveles entre 75 y 80% de la Base Monetaria.

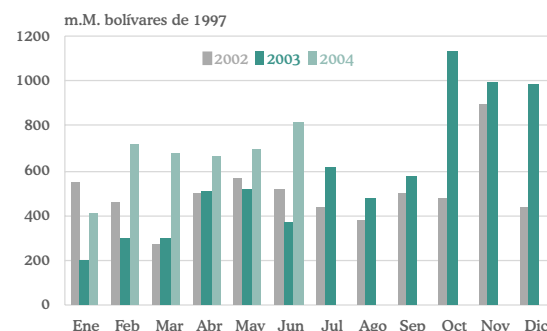
Es este factor el que en un ambiente de fragilidad política (en cualquier escenario) evita un desmontaje del control de cambios ya que constituiría un factor impulsor de una corrida contra el bolívar en el corto plazo, pero existiendo mucha holgura para flexibilizar y racionalizar el control.

Venezuela: últimos datos mensuales

	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04
Inflación (% anual)	26,6	21,9	23,6	23,1	21,8	22,4
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	5,8	6,3	6,7	n.d.	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	9,3	9,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	21,6	21,9	22,6	23,6	23,4	22,6
FIEM (m.M.\$)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio (Bolívar vs US\$) *	1598	1838	1918	1918	1918	1918
Tasa Certificado de Participaciones 30 días *	12,5	9,5	10,4	11,3	11,6	11,4
Spread soberano (Global 2027) *	516	571	592	566	599	554
M2 (% anual)	61,2	65,9	65,3	57,2	53,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	99	87	85	86	87	89
BBVA-MAP Venezuela (jun-95=100)	176	175	186	188	207	201

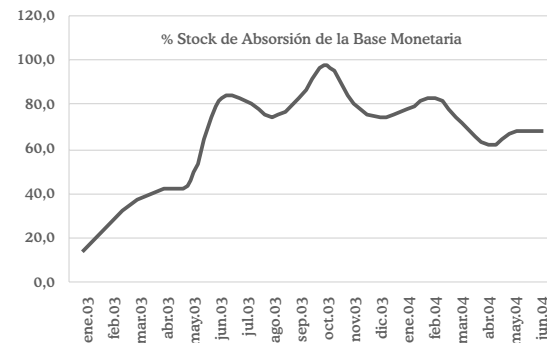
* Media mensual

Crecimiento gasto primario real



Fuente: Ministerio de Finanzas. Cálculos propios

Stock de absorción



Fuente: Banco Central de Venezuela. Cálculos propios

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	3,1	1,7
UEM	0,9	0,5	1,7	2,3	2,3	2,0	2,2	1,9
Japón	-0,3	2,6	3,7	2,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	23/06/04	sep-04	dic-04	mar-05	23/06/04	sep-04	dic-04	mar-05
EE.UU.	1,25	1,50	1,75	2,25				
UEM	2,00	2,00	2,00	2,00	1,21	1,18	1,18	1,17
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	118	110	108	106

América Latina

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

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

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	3,12	30,0	3,8	4,0	5,5
Brasil	3,53	2,89	3,20	3,40	25,0	16,5	15,0	14,0
Chile	702	599	590	596	3,0	2,3	2,3	4,3
Colombia	2865	2778	2812	2900	7,7	7,9	7,7	8,0
México	10,31	11,24	11,61	11,85	7,0	6,0	6,9	7,4
Perú	3,51	3,46	3,45	3,50	3,8	2,5	3,0	4,5
Uruguay	27,22	29,34	31,40	33,60	69,9	4,0	n.d.	n.d.
Venezuela	1387	1600	1920	2875	26,8	15,1	12,4	16,3

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

Argentina

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	8,7	7,2	4,0
Inflación (% , fin de año)	3,7	7,5	8,0
Balanza comercial (m.M. \$)	15,5	12,5	9,3
Cuenta corriente (% PIB)	6,3	3,1	0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	19,5	20,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,96	3,00	3,12
Saldo sector público (% PIB) ¹	0,5	2,3	1,2
Tasa de interés (fin de año) ²	3,8	4,0	5,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	55	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) ¹	-3,7	-5,0	-4,0
Tasa de interés (fin de año) ²	16,5	15,0	14,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	60	57	57

Chile

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,3	5,3	5,5
Inflación (% , fin de año)	1,1	2,8	3,1
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) ¹	0,0	1,9	1,0
Tasa de interés (fin de año) ²	2,3	2,3	4,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	87	88

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 (%)	3,9	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) ¹	-2,7	-2,5	-2,4
Tasa de interés (fin de año) ²	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	-5,4	-10,7
Cuenta corriente (% PIB)	-1,5	-1,8	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	57,4	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) ²	6,0	6,9	7,4
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	105	103	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	-1,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,2	10,8	11,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,46	3,45	3,50
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	-1,6	-1,4
Tasa de interés (fin de año) ²	2,5	3,0	4,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	89	90	92

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	0,1	0,1
Cuenta corriente (% PIB)	1,7	1,2	1,5
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	-3,1	-2,9	-2,5
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	78

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

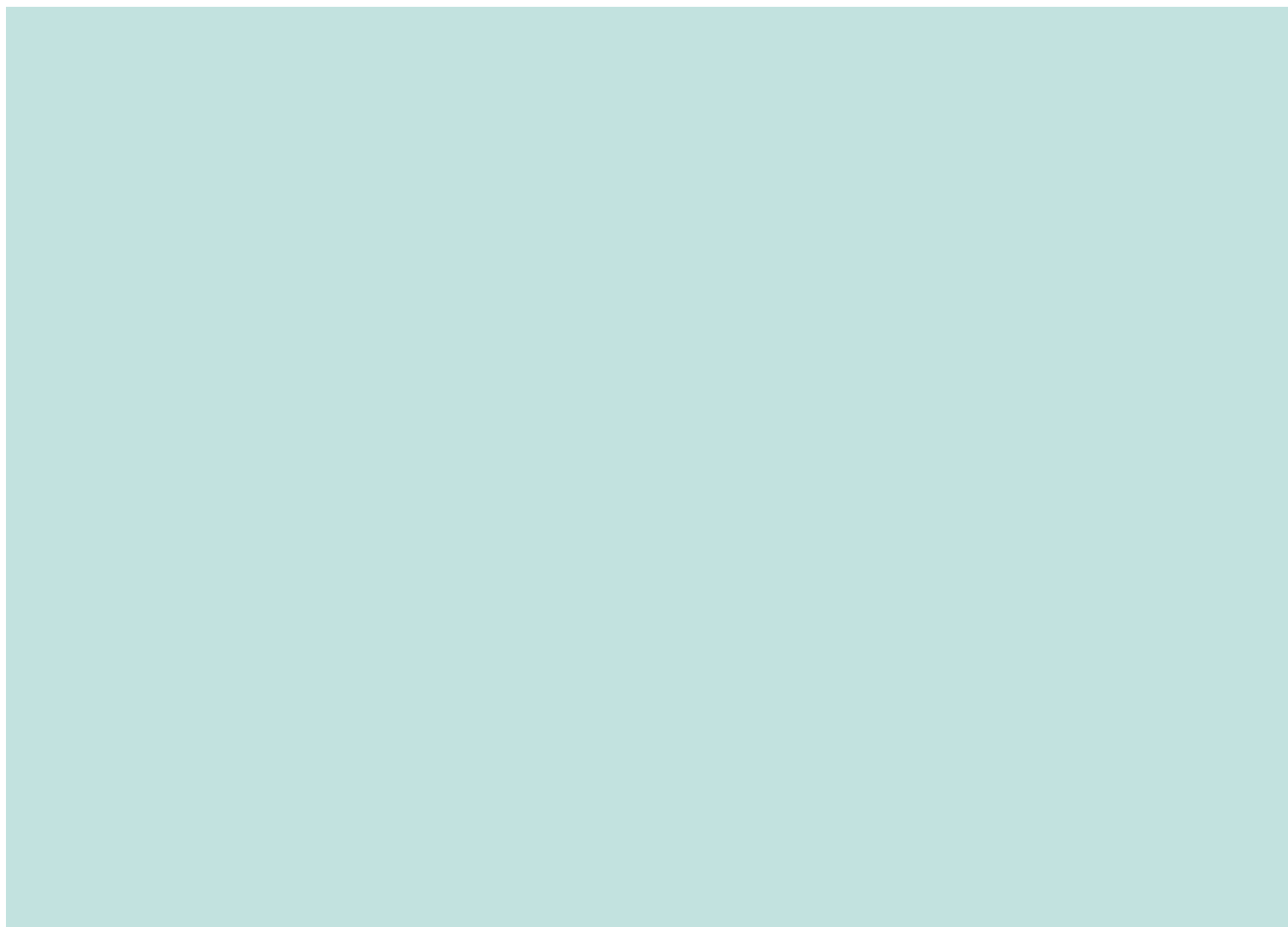
Venezuela

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	-9,2	8,7	2,1
Inflación (% , fin de año)	27,1	26,2	26,4
Balanza comercial (m.M. \$)	14,8	14,7	13,4
Cuenta corriente (% PIB)	10,3	11,9	10,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,3	20,6	21,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1600	1920	2875
Saldo sector público (% PIB) ¹	-5,1	-5,1	-4,3
Tasa de interés (fin de año) ²	15,1	12,4	16,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	98	100	84

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 s lo 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.