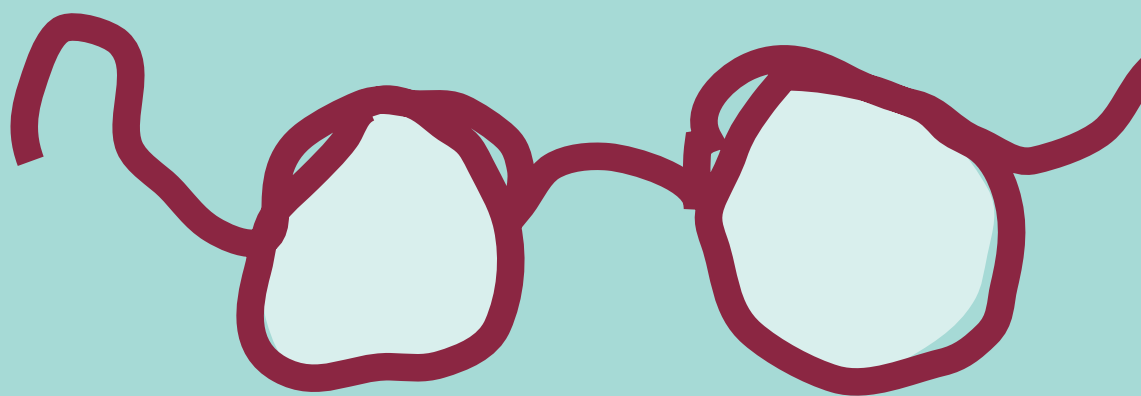


# Latinwatch

Servicio de Estudios

Septiembre 2004



América Latina: ¡todos crecen!

Materias Primas: petróleo volátil

Brasil: creciendo sin desequilibrios

Colombia: a peso firme

México: infraestructuras clave



# Indice

Fecha de cierre: 10 de septiembre 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

Javier Santiso, Economista Jefe para América Latina  
Miguel Cardoso  
Ya Lan Liu  
Alejandro Neut  
Eduardo Pedreira  
Juan Antonio Rodríguez  
Luciana Taft

javier.santiso@grupobbva.com  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
yalan@grupobbva.com  
alejandro.neut@grupobbva.com  
eduardo.pedreira@grupobbva.com  
ja.rodriguez@grupobbva.com  
lucia.taft@grupobbva.com

## Con la colaboración de:

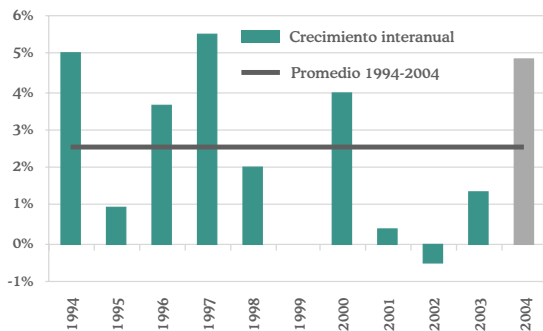
Servicio de Estudios BBVA

Carmen Hernansanz  
Economista Jefe de Análisis Sectorial

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.

## Tasas de crecimiento Latam



Fuente: BBVA

## IED en 5 países emergentes (millones de dólares)

	2002	2003	2004*	Acum. 2004/ total 2003(%)
Argentina	1093	1020	573	56%
Brasil	16566	10144	5639	56%
Chile	1594	1587	1570	99%
China	49039	56000	38000	68%
México	14775	10783	10292	95%

\* Datos primer semestre del año, excepto para Argentina que es sólo el 1º trimestre  
 Fuente: Fuentes nacionales

# 1. Visión Regional

## Una bonanza real

Los datos de crecimiento interanual de los países Latinoamericanos para el segundo trimestre del año han sido alentadores. Se confirma un crecimiento anual en 2004 superior al existente en los últimos seis años.

México consolidó su recuperación con un crecimiento en el segundo trimestre del año (3,9% con respecto al mismo período el año anterior, la cifra más elevada en lo que lleva esta nueva década (1)). Igualmente, Brasil registró un crecimiento de 5,7% del PIB en el segundo trimestre del año superior al del trimestre anterior (lo cual nos llevó a revisar positivamente nuestras previsiones, ver sección Brasil). En la misma situación se encuentra Chile que supera el crecimiento del primer trimestre registrando una tasa del 5,1%. Por otro lado, el resto de economías latinoamericanas también han mostrado un fuerte crecimiento en este segundo trimestre (13,6% Venezuela, 11,5% Uruguay, 6,7% Argentina, 3,6% Perú y 3,5% Colombia).

Por tanto, en lo que va de año, el crecimiento de la región es significativo, con unas tasas del 6,4% y 5,6% para el primer y segundo trimestre respectivamente. Estos datos favorables nos llevan a revisar el crecimiento agregado de la región, situándolo ahora en 4,8%. Esto representaría el mayor crecimiento de la región desde el año 1997. También es significativo el hecho de que todos los países de la región están creciendo y continuarán haciéndolo en 2005. Este crecimiento se está sustentado en la recuperación de la demanda interna, el empuje del sector externo (gracias a las materias primas) y a un contexto internacional favorable, en el que EEUU ha registrado un crecimiento para el primer semestre del año del 4,9%.

Este comportamiento ayudó a que en los últimos sesenta días las agencias de calificación aumentarán el rating de deuda soberana de quince países latinoamericanos (tanto en divisa nacional como extranjera, tanto en deuda de largo plazo como de corto plazo). Los aumentos más importantes han sido los que ha realizado Moody's para la deuda soberana a largo plazo en divisa extranjera de Brasil (de B2 a B1, el 9 de septiembre) y Venezuela (de Caa1 a B2, el 7 de septiembre) (Standard & Poors también ha mejorado el rating de Venezuela y Brasil).

Este aumento en los ratings de los países latinoamericanos puede ayudar a continuar con la emisión continuada de bonos que se lleva realizando en los últimos meses. La oferta de bonos soberanos por países emergentes asciende a más 36 m.M. \$ en lo que va de año (superior a las emisiones realizadas en 2003 que fueron de 34,6 m.M \$). El Banco Central de Brasil emitió deuda en el mercado internacional por 750 millones de euros (930 millones de dólares) a plazo 8 años y con una tasa de 447 pb sobre los títulos del Tesoro Alemán (8,5% anual). Colombia por su parte emitió deuda en el mercado internacional por 500 millones de dólares a plazo 10 años y con una tasa de 435 pb sobre los bonos a 10 años de EEUU.

Esta situación macroeconómica es también favorable para la entrada de inversión extranjera directa. En el primer semestre del año se ha observado una moderada recuperación de la IED en América Latina a pesar de que China continúa absorbiendo la mayor parte de la IED (el 60% que se dirige hacia países emergentes y 95% que se dirige a países asiáticos en 2003). Algunos países, como México y Chile, han registrado alzas significativas con unos flujos de IED en el primer semestre equivalentes a la IED que registraron en la totalidad del año 2003. Otros países, como Argentina y Brasil, han obtenido unos flujos de IED en el primer semestre de 0,6 m.M. \$ y 5,6 m.M \$ respectivamente, que parece indicar que los flujos de IED en 2004 para estos países serán similares a los que registraron en 2003.

(1) Ver Visión Regional Latinwatch Junio 2004.

## 2. Materias Primas

### ¿Adónde llegará el petróleo?

El precio del petróleo en el último mes se ha caracterizado por una fuerte volatilidad, que permitió que se colocara cerca de la barrera de los 50 \$ para el WTI y de 48 \$ para el Brent. Sin embargo posteriormente se produjo una fuerte corrección que volvió a ubicar el precio en niveles de 43 \$ y 40 \$ respectivamente, evidenciando que existen determinantes coyunturales y estructurales tanto por el lado de la demanda como por el de oferta.

Por el lado de la demanda, la EIA (Energy Information Administration) ha corregido la estimación de demanda mundial de petróleo hasta un nivel de 82,2 mbd (millones de barriles diarios) representando un alza de 2,5 mbd, con respecto al 2003. Este incremento es explicado en un 75% por la mayor demanda de los países no miembros de la OCDE, siendo el incremento estimado de la demanda solo de China superior en un 60% al monto que aporta el conjunto de países de la OCDE.

En lo que va de año, el EIA ha corregido la estimación de la demanda en 1,9 MMBD. El alza de la OCDE con respecto a lo que se esperaba que fuera la demanda de 2004 al cierre del año anterior, fue del 1,4%, mientras que China experimentó un alza superior al 5%.

China desplazó a Japón como el segundo consumidor de petróleo. 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 esta incrementando inventarios, dada su dependencia creciente del petróleo foráneo.

Por el lado de la oferta, el EIA estima un incremento de 3,3 m.M.bd, equivalente al 4,1%, para ubicarse en 82,7 m.M.bd, existiendo una capacidad de construcción media de inventarios de 0,5 m.M.bd para el año, equivalente a 192 millones de barriles. Este incremento de la demanda es explicado en un 60% por la mayor producción OPEP y en un 25% por Rusia.

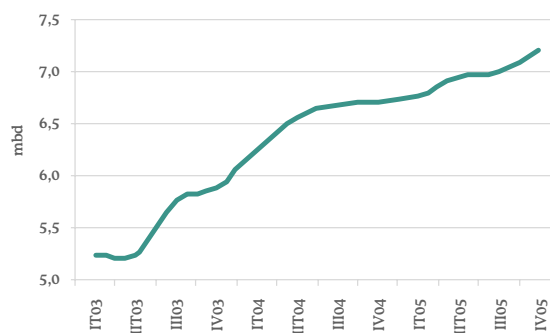
### ¿Dónde esta el precio de medio plazo?

Los factores inherentes a la mayor demanda relativa de los países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos es el elemento de cambio estructural más importante por el lado de la demanda, conjuntamente con las debilidades mundiales de refinación.

Por el lado de la oferta, la inestabilidad creciente en el Medio Oriente y sobre todo la potencial mayor vulnerabilidad política de Arabia Saudí son factores estructurales, junto con la menor inversión hecha en exploración y explotación que ha hecho disminuir la capacidad de crecimiento relativo de la oferta con respecto a la demanda. Estos factores han introducido un cambio estructural de precios con respecto al mercado de los 80' y 90' que ubicaría el "fair value" para el Brent en 30 dólares el barril, existiendo en la actualidad alrededor de 14 dólares de prima de riesgo que viene tanto por factores de demanda como de oferta, pero que tienen un componente coyuntural.

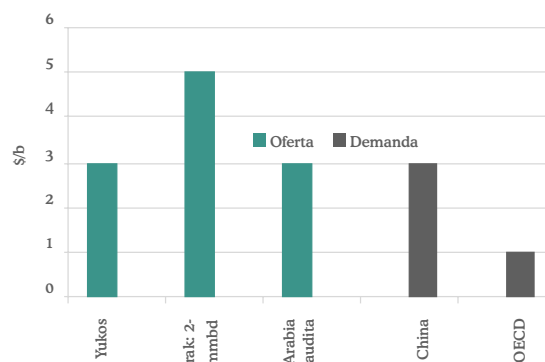
Por el lado de la oferta existen unos 8 \$ de prima que irán desapareciendo en la medida que Arabia Saudí incorpore mayor producción, Irak estabilice la suya entre 2-2,4 mbd y culminen las dificultades fiscales de Yukos. Por el lado de la demanda, en la medida que no se produzcan nuevas sorpresas, se licuaran unos 3 \$ que están impactando el mercado en el corto plazo. Esto debería ocurrir gradualmente en los próximos 15 meses.

### Demanda china de petróleo



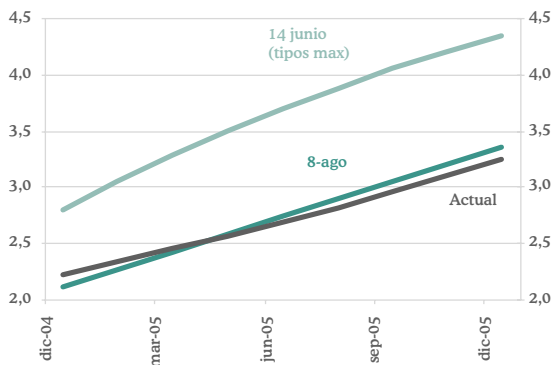
Fuente: EIA

### Prima por Factores de Oferta y Demanda



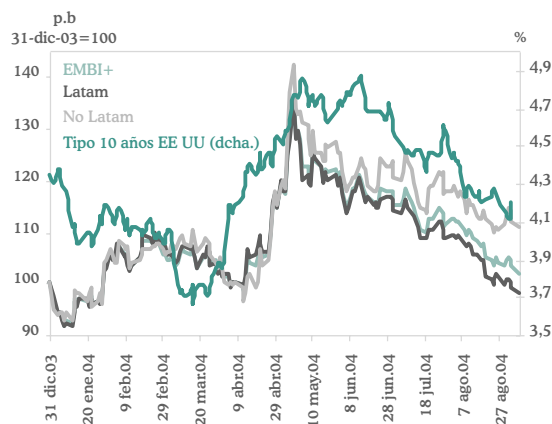
Fuente: BBVA Banco Provincial

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



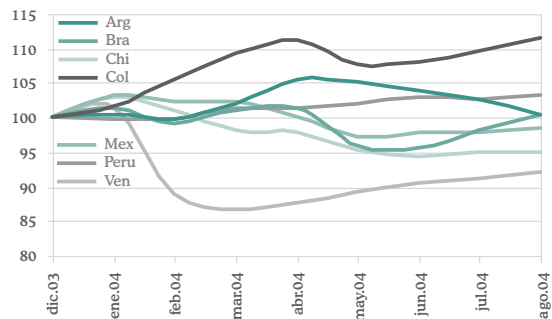
Fuente: BBVA en base a Bloomberg

### Spreads emergentes y tipo a 10 años EE.UU.



Fuente: BBVA en base a JP Morgan y Bloomberg

### Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER)\* (dic.03=100)



\* Un aumento significa una apreciación  
Fuente: BBVA

## 3. Panorama de Mercados

### Un verano con incertidumbre

La escalada en el precio del petróleo es, posiblemente, el hecho más importante que movilizó a los mercados durante el verano. El precio del barril tipo Brent superó los 44 dólares por barril (\$/b) a finales de agosto, un 50% más elevado que a principios de año. Esta situación, que ha coincidido con datos negativos de actividad en el mundo desarrollado, ha provocado un aumento de la incertidumbre global ante el riesgo de recesión o ralentización económica significativa que este fenómeno podría suponer.

El posible impacto negativo sobre la actividad ha provocado un descenso de las rentabilidades, tanto en Estados Unidos como en la Unión Económica y Monetaria (UEM). A lo largo de julio y agosto se han revisado a la baja de forma significativa las expectativas de subidas de tipos de interés estadounidenses, que en junio se preveían excesivamente agresivas. A su vez, las rentabilidades a largo plazo alcanzaron los reducidos niveles observados en abril, en torno al 4 %, justo antes de que se comenzase a anticipar el ciclo alcista en la política monetaria estadounidense.

### ...aunque los mercados no descuentan una ralentización económica significativa como escenario base

Ante esta coyuntura, coexisten efectos contrapuestos para los mercados latinoamericanos. Por un lado, existen efectos positivos derivados de las menores expectativas de tipos de interés (mayor liquidez internacional) y mayores precios del petróleo (América latina es exportadora neta de esta materia prima). Por otro, el elevado precio del crudo genera, como se ha mencionado anteriormente, un riesgo de ralentización significativa en la economía global, con el consiguiente impacto negativo para Latinoamérica vía menor demanda externa. Ante este balance de riesgos, ¿qué escenario parecen estar descontando los mercados?

Observando la evolución de las variables financieras latinoamericanas, parecería que el mercado está anteponiendo los efectos positivos ante los negativos. Las cotizaciones de la deuda latinoamericana se encuentran en niveles máximos, comparables a los que se observaron durante el llamado "rally emergente" de 2003 y parte de 2004. Además, ha habido mejoras en las calificaciones de deuda externa soberana, como la brasileña y la venezolana. En el caso de Venezuela, el elevado precio del crudo y la estabilidad política post-referendum son las razones que justifican la mejora. Por su parte, Brasil muestra superávits comerciales record que fortalecen su solvencia externa, a pesar del mayor precio del crudo.

Las divisas de la región, por su parte, están experimentando una apreciación generalizada, a excepción del peso mexicano. El real brasileño, consistentemente con la evolución del sector exterior, es una de las divisas que más se ha apreciado en el último mes (3%), junto con el peso colombiano. Este último muestra un patrón de apreciación muy fuerte desde comienzos de año, explicado por la significativa entrada de capitales a dicho país. En términos reales y efectivos (ver Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real, elaborado por BBVA) esta moneda acumula una apreciación del 12% en 2004, a pesar de la política de acumulación de reservas seguida por el Banco de la República (ver sección Colombia).

Por tanto, si bien la escalada en el precio del petróleo ha introducido más incertidumbre en los mercados, parece que la probabilidad que estos dan a un escenario de recesión económica global es reducida. En caso contrario, se hubiera producido un fuerte aumento de la aversión al riesgo y, por tanto, aumentos significativos de la rentabilidad de la deuda emergente. Desde nuestro punto de vista, la percepción de riesgo acotado por parte de los mercados se puede fundamentar por las siguientes razones: (i) el precio del petróleo en términos reales es inferior al de anteriores choques petroleros; (ii) parte del choque es considerado como "transitorio" (prima de riesgo); (iii) menor dependencia del crudo por parte de los países industrializados.

## 4. Panorama Bancario

### Despega el crédito bancario

La mejora de las condiciones económicas en Latinoamérica y la situación saneada de sus principales sistemas bancarios se están reflejando en una fuerte reactivación de la financiación bancaria.

El crecimiento en términos reales del crédito al sector privado en el primer semestre de 2004 fue del 10% frente a la caída del 3% del cierre del año anterior. Esta aceleración se ha dado, además, en todas las economías excepto Perú.

Resulta especialmente destacable el impulso experimentado en Venezuela en el segundo trimestre del año hasta alcanzar un crecimiento del 54% en términos reales. También fue importante la reactivación del crédito al sector privado en Argentina que en junio registró un crecimiento real positivo (6%) por primera vez en los últimos cinco años.

Por tipo de crédito se observa que, mientras continúa la fuerte expansión de la financiación al consumo en la mayoría de los países, el comportamiento del crédito hipotecario y el crédito comercial ha sido más dispar. En Chile, México y Perú, el crecimiento del crédito hipotecario fue particularmente intenso. Sin embargo, en los dos primeros casos este comportamiento ha sido la tónica generalizada en todos los segmentos de financiación, mientras que en Perú se observó un fuerte retroceso del crédito comercial. Por el contrario, en Colombia, Brasil y Venezuela se ha experimentado una recuperación del crédito a empresas, continuando la financiación hipotecaria con variaciones negativas en términos reales.

La importante reducción de la tasa de mora en todas las economías de la región por tercer año consecutivo pone de manifiesto la contención del riesgo crediticio. Durante los últimos seis meses la tasa de mora ha registrado un descenso promedio del 19%.

### Aumenta el ahorro financiero de la región

El ahorro financiero también se ha visto favorecido por el entorno económico. Los depósitos bancarios en términos reales se incrementaron un 8%, duplicando el crecimiento de finales de 2003.

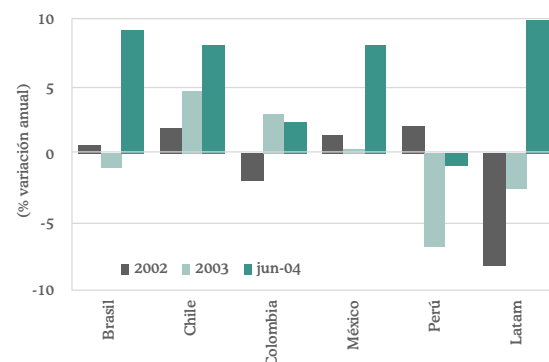
Cabe destacar que en las economías que han registrado una aceleración mayor de los depósitos (Venezuela, Brasil y Chile) se ha producido además un fuerte crecimiento de los fondos de inversión. Así, a excepción de México y Perú, el resto de países han experimentado incrementos en este instrumento financiero superiores al 30%. En México, las subidas de tipos de interés han aumentado el atractivo de los depósitos a plazo frente a los fondos de inversión, promoviendo un crecimiento más intenso de los primeros.

En Perú, la introducción del Impuesto a las transacciones financieras (ITF) ha mantenido en negativo la evolución de los depósitos. No obstante, como resultado de las normas de bancarización, que obligan a realizar la mayoría de las operaciones de pago a través de los bancos, se ha observado un notable crecimiento de los depósitos a la vista. Así, el descenso de los depósitos se ha concentrado en los depósitos de ahorro y a plazo. A pesar de ello, el fuerte crecimiento del año anterior en fondos de inversión (32%) se ha frenado en el primer semestre de 2004 (3%) lo que indica que no se ha producido un trasvase de los depósitos a plazo a los fondos de inversión.

### Perspectivas favorables para la bancarización

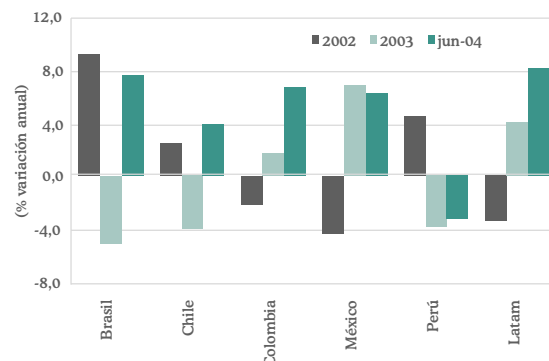
Las buenas perspectivas económicas hacen prever que el ahorro financiero continúe creciendo a buen ritmo en Latinoamérica en los próximos meses. Asimismo la coyuntura favorable, unida a unos sistemas bancarios saneados y solventes en la mayoría de las economías de la región, llevan a pronosticar una consolidación del impulso del crédito y un avance en el grado de bancarización.

### Crédito real



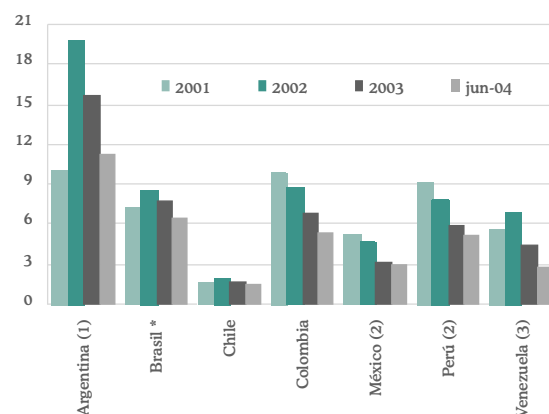
\* Latam incluye Argentina y Venezuela  
Fuente: BBVA, Superintendencia y Bancos Centrales

### Depósitos reales



\* Latam incluye Argentina y Venezuela  
Fuente: BBVA, Superintendencia y Bancos Centrales

### Tasa de mora



(1) Banca Privada; (2) Banca Múltiple; (3) Banca Universal  
\* Mora por encima de 90 días  
Fuente: BBVA, Superintendencia y Bancos Centrales

## Indicadores de desarrollo económico y social

	A	B	C	D
Estados Unidos	34.870	3,5	21	77
Canadá	27.870	3,0	20	79
Alemania	25.530	1,5	23	77
Singapur	24.910	7,8	31	78
Rep de Corea	18.110	5,7	27	73
Argentina	11.690	3,7	16	74
<b>México</b>	<b>8.770</b>	<b>3,1</b>	<b>21</b>	<b>73</b>
Malasia	8.340	6,5	24	73
Costa Rica	8.080	5,1	18	77
Brasil	7.450	2,8	21	68

A PIB por habitante, dólares, 2001

B PIB tasa media anual de crecimiento, % del PIB 1990-2001

C Formación bruta de capital fijo, % del PIB, 2001

D Esperanza de vida la nacer, 2000

Fuente: Banco Mundial

## Importancia de la infraestructura para el crecimiento económico

	Efecto*		
	Directo	Indirecto	Total
Por trabajador			
Caminos pavimentados	0,05	0,02	0,07
Capacidad de generación de energía	0,07	0,02	0,09
Líneas de teléfono	0,14	0,05	0,19

\* Aumento en PIB por 1% de incremento en infraestructura  
Fuente: Banco Mundial

## Longitud de carreteras y vías férreas en México

	U. Europea		TLCAN		China		Resto	
	Miles de kilómetros		Km por cada 1.000 hab		Carreteras		Férreas	
1980	212,6	25,5	3,1	0,38				
1985	224,2	25,9	2,9	0,34				
1990	239,2	26,4	2,8	0,31				
1995	306,4	26,6	3,3	0,28				
2000	333,9	26,7	3,3	0,26				
2003	348,5	26,7	3,3	0,26				

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y SCT

## 5. Artículo: Infraestructura. Factor de crecimiento

Las enormes diferencias en el desarrollo económico y social entre países y regiones obedecen a múltiples y complejos factores, como por ejemplo circunstancias históricas y condiciones geopolíticas, distintos modelos y estrategias de desarrollo, disponibilidad y eficiencia en el uso de los recursos e incluso las características sociales o culturales propias de cada región. Al respecto es evidente la creciente distancia entre comunidades que han generado estereotipos de naciones y grupos sociales. Uno de los factores que ayuda a explicar esta situación es la disponibilidad de infraestructura física.

La infraestructura tanto pública como privada depende no solamente de los recursos físicos que se le asignan sino también del marco normativo que la rigen, además es un valor relativo porque depende del tamaño de la economía o población que debe atender y de su posición comparativa con otros países. Las vías de comunicación, los servicios de energía y agua y las telecomunicaciones son de las principales obras de infraestructura. La disponibilidad de estos servicios a precios adecuados es indispensable para mejorar las condiciones de vida de la población de menores recursos y disminuir los índices de pobreza.

Existe una relación directa y recíproca entre la infraestructura disponible en un país, su nivel de desarrollo y el bienestar de las familias. Mayor, mejor y más barata infraestructura se refleja en la productividad y tasa de rendimiento del capital, aumentando la inversión y la competitividad de las exportaciones del país. Pero necesariamente la relación también es recíproca: mayor desarrollo implica mayor demanda de servicios para la producción, para la comercialización y para satisfacer las necesidades de las familias.

### Crecimiento lento en vías de transporte

La estructura de los medios de transporte depende en parte de las características físicas del territorio, de los avances tecnológicos y desde luego de las necesidades particulares de un país. El transporte marítimo y las vías fluviales internas están determinados por condiciones geográficas y físicas particulares, en cambio el carretero, el ferroviario y el aéreo son más flexibles, con cambios tecnológicos importantes sobre todo en los dos últimos.

En México 55% de la carga transportada se realiza por vía terrestre, 34% por medios marítimos y 10,6% utiliza el ferroviario. Los medios aéreos crecen rápidamente en el valor de su carga transportada pero no en volumen por obvias razones de costos. Con algunas fluctuaciones a lo largo del tiempo el primero mantiene su participación, el segundo la aumenta y el tercero la disminuye. La expansión del comercio internacional, en particular de la exportación del petróleo, ha favorecido el transporte marítimo. Por su parte el rezago y la rigidez de los ferrocarriles, además de la frontera con EUA, impulsaron el transporte carretero.

En los 23 años pasados la red de carreteras, medida en longitud, se expandió 64% al pasar de 213 mil kilómetros (mk) a 348 mk pero la de ferrocarriles solamente lo hizo 4,5%. Pero en este periodo también creció la economía, la población y por lo tanto las necesidades de transporte e intercambio. Por tanto, en términos de kilómetros por cada mil habitantes, el avance es marginal en carreteras con retroceso en ferrocarriles. En comparación con países desarrollados o intermedios la disponibilidad en México es muy inferior y la distancia se acorta lentamente con los primeros aunque aumenta con los segundos, lo cual parece ayudar poco a la competitividad de nuestra economía. Desde luego, también es importante la calidad de estos servicios: carreteras de dos o más carriles, calidad de la construcción, vías libres, sistemas eléctricos en ferrocarriles, etcétera. Tomando el porcentaje de carreteras pavimentadas como un indicador de calidad, México se encuentra a mitad de camino de otros países.



## Electricidad y telecomunicaciones: caminos diferentes

En los pasados 20 años el crecimiento en la generación de electricidad en México ha sido notorio, la cobertura de comunidades y hogares con este servicio es creciente y los cambios al marco normativo han abierto posibilidades a la participación del sector privado en esta actividad. Sin embargo, el país muestra un consumo de energía relativamente bajo en comparación con otras economías.

El reto es satisfacer una demanda creciente con calidad y precios competitivos, problemas que caracterizan al sector. El servicio eléctrico es de baja calidad y altos costos lo cual es causa en parte de obsolescencia tecnológica y deficiencia administrativa. Por ejemplo, los minutos de interrupción del servicio en México superan 50% a los que se presentan en España o Suecia y cuadruplican a los del Reino Unido y Holanda, y el costo para los usuarios comerciales e industriales es mayor, aunque menor para el consumo residencial con un confuso e ineficiente sistema de subsidios derivado de los altos costos de producción.

En contraste con el sector anterior, en telecomunicaciones hay avances significativos aunque también mucho todavía por hacer. México fue uno de los primeros países de América Latina (después de Chile) en abrir este sector a la inversión privada y en mejorar el marco regulatorio; como resultado de lo anterior aumentó la inversión del sector privado en comunicaciones y también el número de empresas participantes generando mayor competencia, mejor calidad en el servicio, aumento de la cobertura y reduciendo las tarifas. Sin embargo, el sector telecomunicaciones se caracteriza por su constante innovación y cambio tecnológico; en todo el mundo presenta gran dinamismo y la evolución interna de un país en particular debe ser comparada con la del resto del mundo; partiendo de esta perspectiva todavía hay un campo amplio de oportunidades.

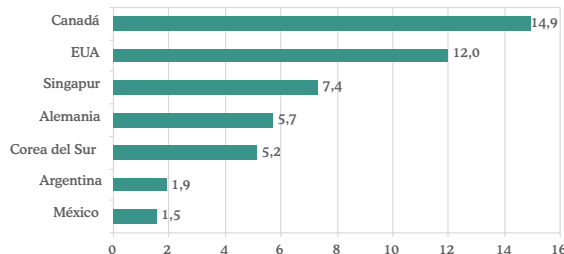
### Reto: mejorar infraestructura en cantidad y calidad

La disponibilidad de agua y drenaje son de los servicios que afecta directamente la calidad de vida de las familias, además de sus repercusiones en la capacidad de crecimiento de la economía. En México 12 millones de personas no tiene agua corriente en su vivienda y 24 carecen de drenaje. A los problemas de dispersión de población, bajos niveles de ingreso en amplios grupos sociales e infraestructura insuficiente se agrega el deterioro de las redes urbanas con pérdidas de agua del orden de 40%, tarifas por abajo de los costos, subsidios generalizados que limitan los recursos para inversión y servicios de baja calidad. Desde luego los problemas van mucho más allá de la prestación del servicio y se agravan con la sobre explotación de mantos acuíferos, contaminación de aguas superficiales o ciudades con restricciones de agua entre los principales.

En este breve y limitado repaso de algunas características de la infraestructura en México hemos incorporado la educación y la salud (esperanza de vida en el primer cuadro de este reporte) por su importancia en la calidad de vida de la población, por su aportación al capital humano, y en particular, porque en México como en otros países en vías de desarrollo el gobierno tiene una amplia participación en la creación de la infraestructura educativa y hospitalaria. El problema con estas variables es más de calidad que de cantidad.

México debe aumentar y mejorar su infraestructura para impulsar el crecimiento y satisfacer las necesidades de una demanda creciente. La participación pública y privada se debe complementar en esta tarea como ya se hacen en telecomunicaciones, generación de energía eléctrica, distribución de gas, administración de algunos servicios de agua, o la participación en educación y salud. El sector público, a partir de los cauces adecuados debe proporcionar un marco normativo moderno, en tanto el sector privado los recursos o el financiamiento. Lo importante es satisfacer las necesidades básicas de la población y disponer de bienes públicos y privados competitivos internacionalmente.

## Consumo de energía (Gwh por 1.000 hab.)



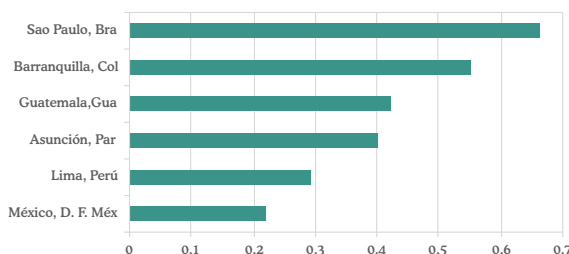
Fuente: BBVA Bancomer con datos INEGI

## Acceso a servicios de telecomunicaciones (Por cada 100 habitantes)

	1990	2002
Líneas telefónicas fijas		
México	6,4	14,6
Chile	6,5	23,0
OCDE	39,3	52,2
Singapur	39,0	46,4
Líneas telefónicas móviles		
México	0,1	25,4
Chile	0,1	42,8
OCDE	1,0	58,5
Singapur	2,0	79,1
Computadoras personales		
México	0,8	6,9
Chile	1,1	11,9
OCDE	9,4	36,3
Singapur	7,4	50,8

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco Mundial e INEGI

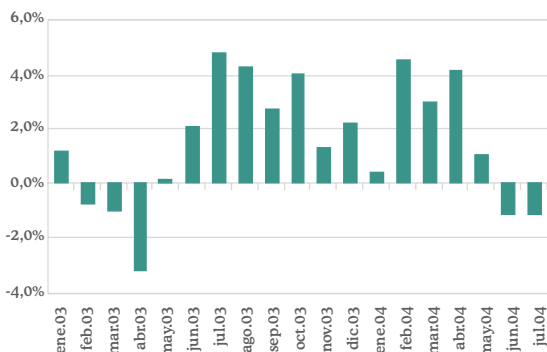
## Dólares por metro cúbico



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco Mundial

## Variación mensual de las ventas reales de supermercados

(m.m. 3 meses)



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

## 6. Argentina

### Revisamos a la baja el crecimiento: el PIB aumentaría 6,5% en 2004 y 3,5% en 2005

La mayoría de los indicadores avalan una desaceleración de la actividad en el 2º trimestre de este año y sólo se presentan matices sobre la magnitud de la misma. Esta ralentización está relacionada con el agotamiento de la etapa de recuperación cíclica y con caídas recientes de la confianza del consumidor que, junto con la baja del salario real, frenan el consumo privado. Es previsible que las mejoras recientes de ingresos para jubilados y empleados públicos, sumadas al aumento del salario mínimo en el sector privado, ayuden a una recuperación del consumo en el resto del año, pero se trata de un impulso transitorio que la propia inflación, aunque moderada, se encarga de erosionar. Mirando el 2005, ahora cobra más relevancia, en la medida que varios sectores industriales se encuentran utilizando plenamente su capacidad de producción, el comportamiento de la inversión. El panorama no luce favorable para esta variable por las incertidumbres que aún existen en materia del nuevo acuerdo con el FMI, la reestructuración de la deuda pública en default y las tarifas de las empresas de servicios públicos. Para superar estas incertidumbres, el Gobierno tendría que dar señales más contundentes en materia de ajustes estructurales de largo plazo,

### El superávit fiscal primario récord y la distribución de liquidez

El gobierno nacional tendría un superávit primario de 18,2 m.M. \$ este año (4,4% del PIB). A ello debe sumarse también el mejor comportamiento fiscal de las provincias que alcanzarían un superávit primario este año de 9,2 m.M. \$, 2,2% del PIB. De este modo, el superávit primario consolidado alcanzaría 6,6% del PIB, superando ampliamente las metas acordadas con el FMI y ubicándose por encima del resultado fiscal de Brasil. No puede ignorarse que este amplio excedente incluye impuestos distorsivos que deberían ser eliminados a largo plazo, ya que el impuesto a los débitos y créditos bancarios más las retenciones dan cuenta de 4% del PIB. Pero aún así el superávit primario "neto de distorsiones" alcanzaría a 2,5% del PIB, mostrando la ortodoxia del gobierno en materia fiscal. Este extraordinario excedente brinda una base para avanzar a largo plazo hacia un superávit primario compatible con el pago de intereses de la deuda, la gradual eliminación de los impuestos distorsivos y la reasignación del gasto social.

En 2004, los depósitos del sector privado prácticamente no aumentaron debido a la redistribución a favor de los depósitos oficiales producida por el pronunciado superávit fiscal, mientras que los préstamos se recuperaron reflejando un cambio favorable por parte de demandantes y oferentes de crédito. Subsiste el problema de la redistribución, ya que el grueso del excedente de liquidez se encuentra en la banca oficial. Este problema se superaría en la medida en que el superávit fiscal tienda a estabilizarse y el mercado de pases del BCRA adquiera mayor dimensión.

## Superávit primario consolidado

	2003	2004(e)	1er. Sem.04	2do. Sem.04(e)
<b>en mill. De \$</b>				
Nación	8.689	18.246	11.774	6.472
Provincias	3.438	9.226	5.953	3.272
Total	12.126	27.472	17.728	9.745
<b>en % del PIB</b>				
Nación	2,3%	4,4%		
Provincias	0,9%	2,2%		
Total	3,2%	6,6%		

Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos de Secretaría de Hacienda

## Argentina: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (EMI % a/a)	15,6	8,9	11,3	11,5	9,8	n.d.
Inflación (% anual)	2,3	3,1	4,3	4,9	4,9	5,3
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	14,2	14,4	14,2	13,4	12,8	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	15,0	15,8	16,7	17,6	18,1	18,1
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2,90	2,83	2,92	2,96	2,96	3,01
Tasa depósitos a 30 días en pesos *	2,4	2,1	2,4	2,5	2,6	2,8
Spread soberano (Global 2008) *	6271	6208	6670	6954	6810	7182
Base Monetaria (% anual)	48,8	49,5	39,5	29,1	26,1	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	53	55	55	54	53	52
BBVA-MAP Argentina (jun-95=100)	133	135	134	128	123	138

\* Media mensual

## 7. Brasil

### Creciendo sin desequilibrios

El PIB creció en el segundo trimestre un 5,7% en tasa interanual, la mayor cifra de los últimos ocho años. Con ello, la economía brasileña acumula un crecimiento de 4,2% en los primeros seis meses del año.

El consumo privado y la formación bruta de capital fijo aumentaron en idéntica medida (1,5%) respecto al trimestre anterior, convirtiéndose en los protagonistas del crecimiento económico (1), papel que seguirán representando durante los próximos trimestres, si bien con algunos matices.

En el caso del consumo privado el último dato se encuentra en línea con los experimentados en los últimos trimestres, indicando solidez en la recuperación. En el caso de la inversión, por el contrario, a pesar del dato positivo, se observa una desaceleración desde los crecimientos máximos de hace nueve meses. Esto es consecuencia del fin del ciclo bajista de los tipos de interés y de que el sector más intensivo en capital, la industria, se encuentra ya operando en máximos históricos de su capacidad instalada.

Es de destacar que se está creciendo fuertemente sin acumular desequilibrios externos. A pesar del repunte de las importaciones, que crecen un 13% en términos reales en el primer semestre, se siguen registrando récords en los saldos comerciales (22 m.M.\$), que llevarán a final de año a registrar un saldo por cuenta corriente nunca antes alcanzado (2% del PIB).

Precisamente los buenos datos procedentes del sector externo brasileño, más concretamente de las exportaciones de bienes, han llevado a la agencia de *rating* Moody's a revisar al alza la calificación de la deuda externa soberana a largo plazo. Gracias al crecimiento de las exportaciones, uno de los indicadores de riesgo habitualmente utilizado por las agencias de calificación (el ratio de deuda externa sobre exportaciones) ha experimentado una ostensible mejora, lo que se traduce en una mayor solvencia externa. Esta revisión de *ratings* síntoma de que los mercados perciben que el actual nivel de spread soberano brasileño tiene un carácter permanente, y no es fruto del actual «humor» de los mercados (2).

Dadas las sorpresas en los datos de inversión y exportaciones para el primer semestre, hemos elevado nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2004 y 2005. Así el PIB crecerá un 4% en 2004 y un 3% en 2005, dirigido principalmente por la fortaleza de la demanda interna.

Tal es la intensidad del crecimiento que, por primera vez en varios años, existen presiones inflacionistas no provocadas por shocks cambiarios o externos. Las presiones de demanda sobre los precios internos conducirán probablemente al Banco Central a subir los tipos de interés en su próxima reunión.

(1) Ver Brasil en *Latinwatch*, junio 2004.

(2) Ver sección Panorama de Mercados,

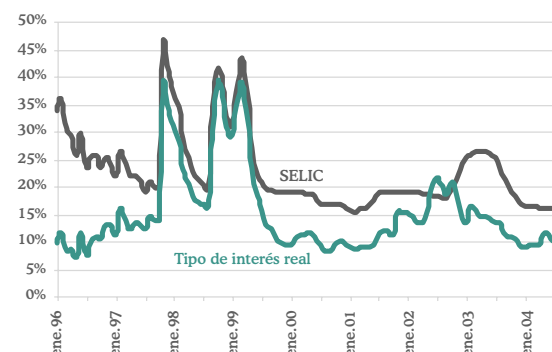
### Brasil: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (% anual)	12,3	6,7	7,8	13,0	9,6	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	5,9	5,3	5,2	6,1	6,8	7,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	27,2	27,4	28,0	29,5	30,9	31,7
Reservas internacionales (m.M. \$)	51,6	50,5	50,5	49,8	49,7	49,7
Tipo de cambio (Real vs US\$) *	2,91	2,91	3,10	3,13	3,04	3,00
Tasa SELIC *	16,2	16,0	15,8	15,8	15,8	15,9
Spread soberano (Brady C-Bond 2014) *	575	592	721	704	601	549
M4 (% anual)	20,5	20,7	21,2	21,41	n.d.	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	60	60	57	57	59	60
BBVA-MAP Brasil (jun-95=100)	83	83	80	82	83	81

\* Media mensual

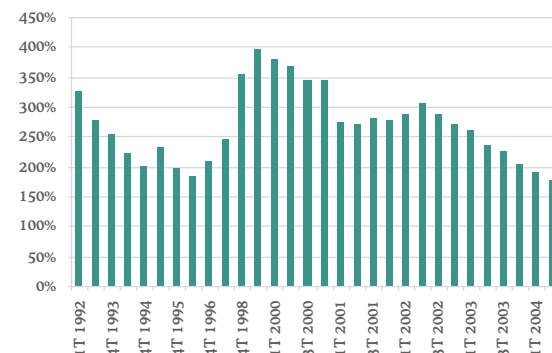
Servicio de Estudios BBVA  
Juan Antonio Rodríguez, Economista  
ja.rodriguez@grupobbva.com

### Tipos de interés nominal y real



Fuente: BBVA en base a datos del Banco Central do Brasil

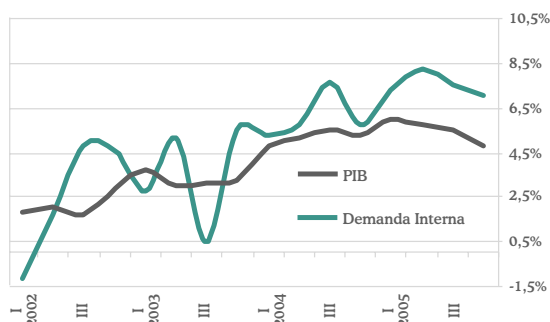
### Deuda externa líquida total (% sobre exportaciones acum. 12 m)



Fuente: BBVA en base a datos del Banco Central do Brasil

## Crecimiento del PIB y de la demanda interna

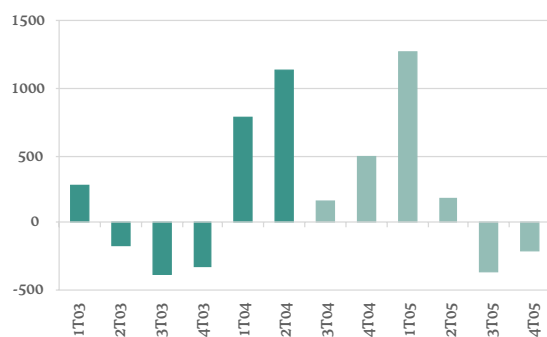
(% interanual)



Fuente: Banco Central y BBVA Chile

## Saldo cuenta corriente

(millones de dólares)



Fuente: Banco Central y Gerencia de Estudios Económicos BBVA Chile

## 8. Chile

### Nuevas proyecciones confirman crecimiento con ampliación de holguras en el sector externo

Conocidas las cifras económicas del primer semestre, hemos revisado nuestra proyección macroeconómica global 2004-2005. En lo sustantivo, no hay cambios significativos en la proyección de crecimiento, ocurre una leve baja en la proyección de inflación y tenemos una revisión importante de la cuenta corriente, cuyo superávit se amplía en 2004 y se extiende a 2005.

Las cifras del primer semestre confirman nuestra proyección de crecimiento para 2004 (5,2%, antes 5,3%), si bien en su composición varían marginalmente. Las exportaciones de bienes distintos del cobre y de servicios han crecido más de lo esperado, mientras la demanda interna ha crecido por debajo de nuestra proyección. Por ello, tenemos un superávit comercial y en cuenta corriente mayor y también una tasa de inflación algo menor a lo anticipado.

Los indicadores de corto plazo de los últimos meses muestran que la recuperación de la demanda interna está avanzando a paso firme, razón por la cual creemos que ella tomará un rol más relevante a partir del segundo semestre. A su vez, estamos esperando una paulatina desaceleración del crecimiento de las exportaciones, en respuesta a un crecimiento menos dinámico de la economía mundial en los meses que vienen. La inflación está en un rango claramente positivo, después de varios meses de inflación mensual negativa entre Octubre 2003 y Enero 2004, originados en la apreciación del peso. Una combinación de mayor fortaleza del consumo y la inversión, junto a un peso un poco más fuerte en los meses que vienen, sustentan una proyección de inflación estable y ligeramente por debajo de la meta de las autoridades monetarias (3%).

En lo que respecta a comercio exterior, la mayor sorpresa es el fuerte crecimiento de las exportaciones no cobre y de los servicios (especialmente en transporte). Si bien las importaciones han crecido a tasas elevadas, ellas han sido un poco menores a lo esperado, lo que en combinación con lo anterior ha resultado en un superávit en cuenta corriente previsto para 2004 de 2500 millones de dólares (antes 1038 millones).

Nuestro escenario para 2005 mantiene la proyección de crecimiento en 5,5%, sobre la base de que el menor dinamismo de las exportaciones se verá compensado con creces por la recuperación de la demanda interna. Dicha recuperación tendrá un sustento importante en la inversión, que está comenzando a responder a las mejores condiciones económicas imperantes. A su vez, la mejoría observada en el mercado de trabajo permite proyectar un crecimiento sólido del consumo, respaldado también por un peso un poco más fuerte que transfiere parte de la mayor holgura externa a un mayor poder adquisitivo de los consumidores.

### Chile: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
IMACEC (% anual)	6,4	5,3	4,9	4,9	4,5	n.d.
Producción industrial INE (% anual)	7,8	4,9	4,5	5,1	5,8	n.d.
Inflación (% anual)	-0,7	-0,3	0,6	1,1	1,4	1,6
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	4,3	5,1	5,8	6,2	6,7	7,4
Reservas internacionales (m.M. \$)	16,0	16,0	16,1	15,9	15,9	15,8
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	605	608	637	643	633	635
Tasa de Instancia Monetaria *	1,8	1,8	1,8	1,6	1,8	1,8
Spread soberano (Global 2009) *	68	66	76	71	61	52
M2A (% anual)	0,2	1,6	5,4	7,6	11,6	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	83	83	80	80	80	80
BBVA-MAP Chile (jun-95=100)	90	89	84	83	86	86

\* Media mensual

## 9. Colombia

### Se confirma el buen momento económico, pero la apreciación genera preocupación

Las cifras de crecimiento de la economía colombiana en el 2T04, publicadas recientemente, ratifican que la misma se encuentra en una senda de recuperación sostenida. En efecto, el PIB en el 2T creció 4,25% interanual. Con este crecimiento, se consolida nuestra proyección de crecimiento para todo el año 2004 de 4%. Las cifras del PIB muestran un crecimiento balanceado en todos los sectores, aunque hubo una sorpresa en el sector de establecimientos financieros, que creció negativamente, contra toda evidencia ofrecida por los balances financieros, ya que las utilidades del sistema muestran una recuperación vigorosa. El dato de inflación en agosto también fue muy favorable, sorprendiendo al mercado. La inflación anual se colocó en 5,89%, de modo que ahora es muy probable que se cumplan las metas de inflación del Banco de la República, entre 5 y 6%. Una inflación a final de año por debajo de 5,5% no sería sorprendente.

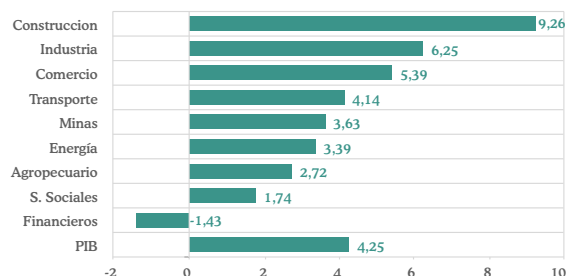
Con esta evolución de la inflación, se diluyen las expectativas de que el Banco de la República vuelva a aumentar sus tipos de intervención en el corto plazo. Aunque el escenario de tipos en el mediano plazo es alcista, en el corto plazo las presiones alcistas están contenidas. A esto contribuye, no sólo la favorable evolución reciente de la inflación, sino también, y quizás de manera más importante, la presión apreciadora que se vive en el tipo de cambio. Este se ha colocado firmemente por debajo de 2.600 pesos por dólar. Esto se explica por unos abundantes ingresos de divisas en prácticamente todos los rubros de la balanza cambiaria.

El Banco de la República ha continuado con su política de acumulación de reservas internacionales, pero las autoridades han declarado que los instrumentos con los que cuentan para evitar la apreciación del peso son limitados, lo cual ha contribuido a exacerbarla. Creemos que la apreciación, que ha tomado por sorpresa al mercado, tiene más elementos de permanencia de lo que se suele creer. Los mayores ingresos de divisas que muestra la balanza cambiaria no parecen estar principalmente asociados con “capitales golondrina” de corto plazo. Hay un desempeño muy robusto de las exportaciones no tradicionales y la inversión extranjera neta de largo plazo. No es de esperar que este comportamiento cambie drásticamente en el corto plazo.

La situación de aceptable desempeño económico y fuerte apreciación del peso está relacionada con el favorable entorno internacional que beneficia a toda Latinoamérica. El crecimiento mundial, los altos precios de los commodities y la amplia liquidez internacional favorecen el buen desempeño interno. La pregunta es qué tan vulnerable es la actual situación a un cambio en las condiciones externas.

Mientras tanto, el gobierno sigue haciendo esfuerzos por mejorar la situación fiscal, que es la debilidad estructural de la economía colombiana. El vicepresidente del Banco Mundial, Francois Bourignon, en una visita reciente a Colombia, dijo que era urgente que el país redujera su relación deuda-PIB para hacer su deuda sostenible. El gobierno no es ajeno a las dificultades, y ha anunciado una nueva reforma tributaria (la tercera en tres años), que comenzará a debatirse de manera inmediata en el Congreso.

### PIB 2T 04 (% interanual)



Fuente: DANE

### Colombia: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial DANE (% anual)	6,4	3,4	3,3	11,7	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	6,2	5,5	5,4	6,1	6,2	5,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,1	0,1	0,1	0,2	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	11,3	11,4	11,4	11,6	11,8	12,1
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2671	2640	2726	2716	2650	2595
Tasa DTF 90 días *	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Spread soberano (Global 2027) *	409	392	533	515	480	439
M3 (% anual)	12,6	11,5	11,3	11,4	12,3	12,6
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	78	79	77	77	78	80
BBVA-MAP Colombia (jun-95=100)	96	95	99	101	102	106

\* Media mensual

## PIB México

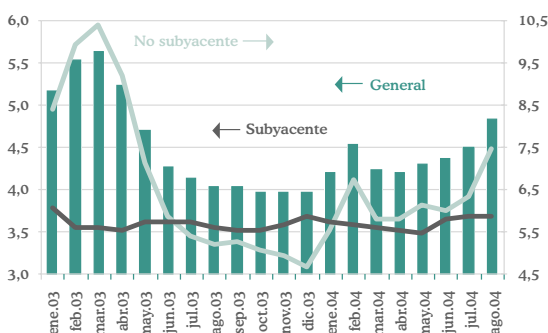
(Var. % anual real)

	3T03	4T03	1T04	2T04
<b>Total</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>
Sector agropecuario,				
silvicultura y pesca	3,4	4,8	4,6	5,1
Sector industrial	-1,8	0,3	3,2	3,8
Minería	3,6	5,3	6,4	2,4
Manufactura	-3,4	-0,6	2,8	4,0
Construcción	3,1	3,5	4,9	4,4
Electricidad, gas y agua	0,3	-0,1	1,4	0,8
Sector servicios	1,7	2,6	4,1	4,1
Comercio, restaurantes y hoteles	0,7	2,5	3,8	4,0
Transp., almacen. y comunic.	3,2	4,7	9,5	8,2
Financieros, seguros y bienes inmuebles	4,2	4,7	4,3	5,0
Comunales, sociales y personales	-0,5	-0,1	1,0	1,1

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

## Inflación: general, subyacente y no subyacente

(var. % anual)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

## México: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (% anual)	6,5	3,9	2,3	5,3	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,8
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-6,0	-5,6	-5,3	-5,5	-5,7	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	58,4	58,4	58,5	58,4	57,8	57,6
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	11,01	11,27	11,52	11,39	11,46	11,39
Tasa Cetes 28 días *	6,2	6,0	6,7	6,5	6,8	7,3
Spread soberano (Global 2026) *	196	185	237	234	222	208
M4a (% anual)	14,2	13,8	12	13,3	11,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	108	105	102	103	103	104
BBVA-MAP México (jun-95=100)	129	128	135	135	140	152

\* Media mensual

## 10. México

### Mantenemos nuestra expectativa de crecimiento

Durante el segundo trimestre, el PIB creció a una tasa anual de 3,9%, el mayor ritmo de expansión desde fines de 2000. La recuperación económica fue generalizada: los tres principales sectores, agricultura, industria y servicios, registraron variaciones iguales o superiores a las del trimestre previo. Asimismo, con base en tasas trimestrales ajustadas por estacionalidad, la economía ha mantenido desde finales de 2003 un dinamismo anualizado cercano a 5%.

Indicadores oportunos confirman que durante el tercer trimestre de 2004 la economía mexicana continuó su recuperación. En julio, las exportaciones no petroleras ajustadas por estacionalidad registraron una variación anual de 13,3%. Además, el empleo está aumentando: en julio y la primera quincena de agosto el número de trabajadores asegurados en el IMSS creció a una tasa anual promedio de 2,2%, el mayor aumento desde febrero de 2001.

Ante la expectativa de dinamismo industrial en EUA y considerando la reducida base de comparación de 2003, estimamos que el PIB en el tercer trimestre podría aumentar 4,8%, respecto al año anterior, ubicándose con ello el crecimiento promedio anual de la economía durante el segundo semestre en 4,2%, ligeramente superior al del primero (3,8%). En consecuencia, mantenemos nuestra estimación de crecimiento del PIB en 4% para el año en su conjunto.

### Continúan las presiones inflacionarias

La inflación en agosto fue 0,62%, 10 puntos base por encima de la esperada por el consenso de analistas. El dinamismo anual de los precios ascendió a 4,82%, lo que reflejó aumentos extraordinarios de los componentes del subíndice de precios no subyacente, en particular, los agropecuarios y los administrados cuyo crecimiento rebasó 7%.

El banco central restringió las condiciones monetarias el 27 de agosto, incrementando el monto del "corto" 4 millones de pesos diarios. A pesar de ello, la inflación esperada para fin de año continuó subiendo (de 4,33% a 4,41%) al tiempo que aumentaba el crecimiento de los precios, reflejando la menor confianza de que la inflación se sitúe por debajo de 4%. Estimamos muy improbable que la inflación termine el año dentro del intervalo de variabilidad de más menos un punto porcentual en torno a la meta de 3% establecido por el Banco de México.

El efecto del aumento en el monto del "corto" sobre las tasas de interés de corto plazo fue el mismo que el del cambio anterior (23 de julio), el cual fue también 4 millones de pesos: 15 puntos base. Como se mencionó en el número anterior de Latinwatch, desde fines de mayo la tasa de fondeo sólo ha respondido a movimientos en la restricción monetaria interna o a incrementos de la tasa de fondos federales en EUA. Estimando que habrá otro incremento de la tasa de interés de referencia en EUA en 2004 y el "corto" podría aumentar en los próximos meses, el sesgo para las tasas de interés previsible también es de alza.

## 11. Perú

### Buenos indicadores de mitad de año

Los resultados positivos que muestra la economía en lo que va del año, continúan generando sorpresa, considerando la estridencia del llamado “ruido político” durante similar período. Así, la actividad productiva registra al primer semestre un crecimiento de 4,2%, donde destacan los incrementos de la inversión privada y las exportaciones, que registran variaciones de 11,7% y 5,4% respectivamente. La balanza comercial acumula un superávit de 1.009 millones de dólares, récord histórico, con claros indicios de incrementarse en los próximos meses. Asimismo, el sector fiscal presenta un superávit de 1,0% del PIB en el primer semestre.

### Dos vectores que explican la dinámica

Detrás de los resultados mencionados, se encuentran claramente tres soportes:

- Términos de intercambio elevados.
- Grandes inversiones en importantes proyectos mineros tales como Antamina y Camisea I, que significaron montos de 2.300 y 1.600 millones de dólares en los últimos tres años; y la expectativa en el desarrollo de proyectos como Camisea II, Alto Chicama y Las Bambas con inversiones que en conjunto se aproximan a los 3.500 millones de dólares (cerca del 6,0% del PIB) en los próximos tres años.
- Mayor dinamismo de los sectores manufacturero exportador y agro exportador, preparándose para la entrada en vigencia de próximos acuerdos de apertura comercial.

### ¿Qué “frenos” vemos en el horizonte?

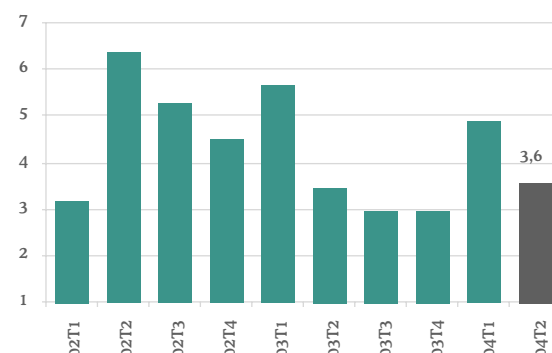
Seguimos creyendo que los elementos mencionados, continuarán brindando soporte. Sin embargo, a medida que nos aproximemos al 2006, otros elementos podrían entrar en juego. Así, habrá que estar atentos al escenario previo a las elecciones presidenciales del 2006, que podría incorporar una cuota importante de incertidumbre.

Habrà que observar también, como continuarán desempeñándose las cuentas fiscales, considerando la fuerte presión que generará el servicio de la deuda pública entre el 2005 y 2008. Algunos cambios en la política tributaria y la actividad económica han permitido reducir los actuales niveles de déficit fiscal; sin embargo, quedan por verse mayores acciones dirigidas a reformar el sistema tributario y el gasto para asegurar un perfil financieramente viable.

Finalmente, habrá que observar también las preferencias de los candidatos respecto a la necesidad de trabajar en la implementación de reformas estructurales que puedan impulsar el crecimiento a largo plazo. El último informe del Banco Mundial, “Doing Business in 2005”, no deja muy bien parado a Perú en varios indicadores de competitividad, que nos hace pensar en las postergadas reformas al Estado, al mercado laboral, al poder judicial, entre otras.

### PIB real

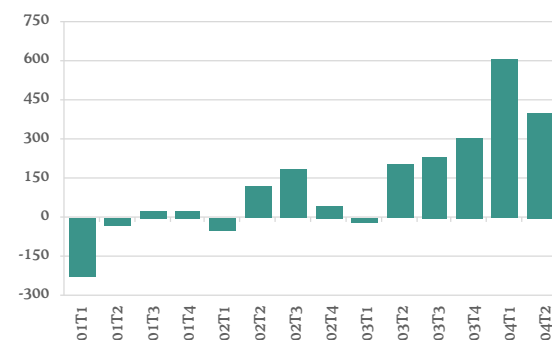
(Var. % interanual)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

### Balanza comercial

(En millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

### Perú: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
PIB real (% anual)	5,9	3,7	4,0	3,0	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	2,8	2,8	3,2	4,3	4,6	4,6
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	1,3	1,5	1,6	1,6	1,828	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,4	10,5	10,8	10,9	11,1	11,0
Tipo de cambio (Sol vs US\$) *	3,46	3,47	3,49	3,48	3,44	3,39
Tasa interbancaria *	2,7	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7
Spread soberano (Brady PDI 2017) *	349	348	491	406	436	379
Liquidez (% anual)	12,4	12,2	12,2	12,6	11,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	90	90	91	91	91	92
BBVA-MAP Perú (jun-95=100)	104	102	98	97	100	102

\* Media mensual

## 12. Uruguay

### La actividad continúa expandiéndose de manera significativa

Durante el primer semestre el PIB creció 13,6% respecto a igual período del año previo. El crecimiento desestacionalizado del segundo trimestre, por su parte, alcanzó al 2,4% superando la performance del primer trimestre aún cuando éste se revisara al alza desde 1,7% a 2,0%. Desde el lado de la oferta el mayor dinamismo se observó en el sector agropecuario como consecuencia de la mayor producción de soja y cereales, así como también los subproductos de éstos que alentaron una mayor expansión industrial. Adicionalmente, la recuperación de la demanda interna favoreció a rubros como Comercio que tuvieron un buen desempeño, tal como lo habíamos anticipado.

De esta forma, si Uruguay no registrara crecimiento desestacionalizado en el segundo semestre, el PIB cerraría el año con un aumento del 9,8%. Dado que no esperamos un freno sino una ligera desaceleración en los próximos meses, continuamos manteniendo nuestra proyección de crecimiento de 10,5% para todo el año 2004

### La actual política restrictiva del BCU generaría una desaceleración en la inflación.

La inflación de los últimos dos meses superó al 1%, sin embargo, esto se debió a la estacionalidad positiva de los mismos y al impacto que tuvo el aumento de tarifas de los servicios públicos. Según nuestras proyecciones, la política restrictiva que viene aplicando el Central induciría una desaceleración en el crecimiento de los precios, con lo cual estimamos una inflación anual del orden del 10,5% por debajo de nuestra previsión anterior aunque por encima del objetivo del gobierno.

La menor demanda de dólares, tanto de agentes privados como del BCU –quien decidió retirarse del mercado cambiario- determinó un exceso de oferta de divisas que está provocando la paulatina baja en el tipo de cambio. Esta situación nos lleva a revisar a la baja nuestra estimación del tipo de cambio que prevemos en 30 pesos por dólar al fin del 2004.

### Se cumpliría sin problemas la meta fiscal

La positiva evolución en el nivel de actividad del primer semestre impactó favorablemente sobre los ingresos del Gobierno Central, lo cual asociado a una política de incrementos contenidos en el gasto permitieron obtener un superávit primario en el orden de los 7.810 millones de pesos, lo que representa dos veces y media el resultado de los seis primeros meses del año 2003. El aporte de las empresas públicas -aunque menor al registrado en igual período de 2003- también contribuyó a esta mejora. Para el segundo semestre, estimamos que la actividad seguirá contribuyendo al crecimiento de los ingresos fiscales al igual que lo harán las empresas públicas y gobiernos departamentales.

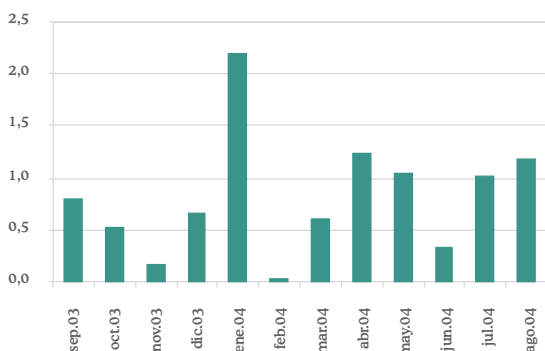
De esta manera creemos factible el cumplimiento de la meta acordada con el FMI que establece un superávit primario del 3,2% del PIB. Al respecto, recientemente el Gobierno señaló la posibilidad de superar dicha meta.

Trimestre	Serie Original	Var. % a/a	Serie Ajustada	Var. % t/t
I'02	142,7	-10,9%	146,3	-4,1%
II'02	146,0	-5,8%	148,9	1,8%
III'02	129,6	-13,4%	135,8	-8,8%
IV'02	143,4	-14,0%	131,2	-3,4%
I'03	131,1	-8,1%	134,6	2,6%
II'03	139,2	-4,7%	141,3	5,0%
III'03	139,3	7,5%	146,5	3,7%
IV'03	166,1	15,8%	151,8	3,6%
I'04	150,2	14,6%	154,9	2,0%
II'04	156,8	12,6%	158,6	2,4%

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCU

### Evolución del IPC

(% interanual)



Fuente: INE

### Uruguay: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Producción industrial (% a/a)	42,0	15,3	17,2	n.d.	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	8,4	8,7	9,4	9,6	10,1	10,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,0	0,0	0,0	-0,1	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	2,2	2,3	2,4	2,2	2,1	2,4
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	29,6	29,6	29,7	29,6	29,4	28,9
Tasa de interés Letras 30 días en pesos *	11,3	11,3	16,3	19,2	n.d.	n.d.
Spread soberano (Global 2027) *	720,6	541,9	524,0	436,6	369,8	442,3
Base Monetaria (% anual)	5,8	1,7	12,6	-5,3	-10,8	-9,3
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	75	76	78	79	78	80
BBVA-MAP Uruguay (jun-95=100)	105	104	99	98	98	96

\* Media mensual



## 13. Venezuela

### La economía crece 23,1% en el primer semestre

De acuerdo a las cifras publicadas por el Banco Central de Venezuela, el Producto Interno Bruto (PIB) en el segundo trimestre de 2004 creció 13,6% respecto al mismo trimestre del año anterior. El PIB no-petrolero lo hizo en 15% y el PIB petrolero en 3,5%. Todas las actividades dentro del sector no petrolero mostraron crecimiento. Destacan: instituciones financieras (32,4%), construcción (28,2%), comercio (27,9%), manufactura (25,71) y transporte (27,1%).

Por el lado de la demanda, en el segundo trimestre se observó una recuperación de 21,6%, debido principalmente al mayor gasto de consumo final privado (13,5%), a la inversión bruta fija (42,7%) y, en menor medida, al gasto final del gobierno (6,5%) y a las exportaciones (2,5%).

El crecimiento acumulado en el primer semestre se ubica en 23,1% para el PIB Total, donde el Petrolero crece en 28,5% y el no petrolero lo hace en 20,7%. El carácter atípico del comportamiento de la actividad económica durante el primer semestre de 2003 por causa del efecto del paro y de la reestructuración de PDVSA, hacen inadecuadas las comparaciones anteriores de cara a lograr una percepción precisa del estado actual de la economía. El crecimiento desestacionalizado del PIB entre el primero y el segundo trimestre fue de 2,8%, con un crecimiento del sector no petrolero de 2,5% y una caída del sector petrolero de 0,8%. Dentro del sector no-petrolero los que mostraron mayor expansión fueron; construcción (4,4%) e instituciones financieras (4,3%). Por su parte los servicios del Gobierno Central decrecen en 2,4%.

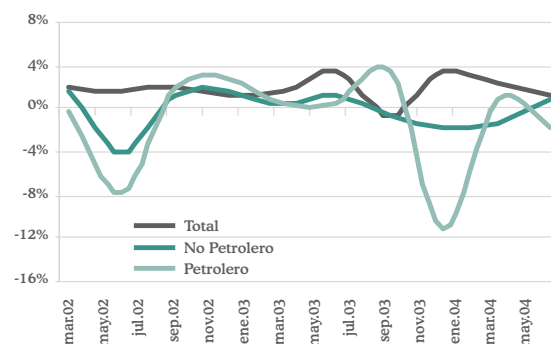
Este comportamiento de la actividad económica en su conjunto obedece de manera importante a la política fiscal fuertemente expansiva que se ha mantenido en el transcurso del año, la cual está asociada al ciclo político-electoral. La caída desestacionalizada ínter trimestral de la provisión de servicios del Gobierno Central evidencia que el grueso de la expansión de gasto consistió en transferencias directas a los beneficiarios del conjunto de Misiones que esta llevando a cabo el Gobierno Central.

Esto se evidencia en el crecimiento del consumo respecto a la demanda global, en el segundo trimestre se observó una recuperación de 21,6%, debido principalmente al mayor gasto de consumo final privado (13,5%), a la inversión bruta fija (42,7%) y, en menor medida, al gasto final del gobierno (6,5%) y a las exportaciones (2,5%).

Al analizar la desviación del PIB con respecto a su nivel de tendencia, se observa que, a partir del primer trimestre del 2003, la economía en su conjunto ha iniciado una fase de recuperación, que ya, en el cuarto trimestre ubica al PIB por encima de su nivel de tendencia, fundamentalmente por el sector no petrolero.

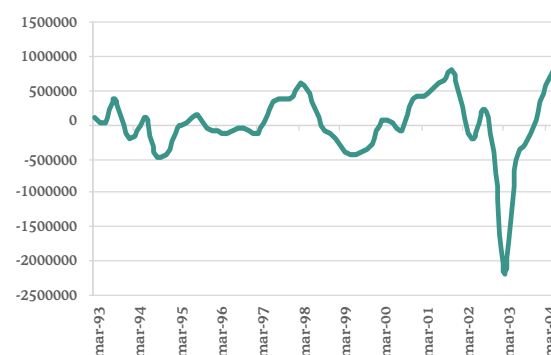
A la luz de los resultados del segundo semestre, el crecimiento del PIB total para el año será del 12,3%.

### Crecimiento desestacionalizado del PIB (% trimestral)



Fuente: BBVA Banco Provincial

### Componente cíclico del PIB (m.M. bolívares de 1997)



Fuente: BBVA Banco Provincial

### Venezuela: últimos datos mensuales

	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04
Inflación (% anual)	23,6	23,1	21,8	22,4	21,8	21,9
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	6,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	22,6	23,6	23,4	22,6	23,3	20,7
FIEM (m.M.\$)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio (Bolívar vs US\$) *	1918	1918	1918	1918	1918	1918
Tasa Certificado de Participaciones 30 días *	10,4	11,3	11,6	11,4	10,8	10,5
Spread soberano (Global 2027) *	592	566	599	554	544	504
M2 (% anual)	63,4	62,2	59,1	60,7	n.d.	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	85	86	87	89	89	90
BBVA-MAP Venezuela (jun-95=100)	186	188	207	201	212	232

\* Media mensual

## 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	3,2	2,4	1,9	3,3	1,9
<b>UEM</b>	0,9	0,5	1,7	2,3	2,3	2,0	2,4	1,8
<b>Japón</b>	-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)			
	10/09/04	dic-04	jun-05	dic-05	10/09/04	dic-04	jun-05	dic-05
<b>EE.UU.</b>	1,50	2,00	2,50	3,50				
<b>UEM (\$/€)</b>	2,00	2,00	2,50	3,00	1,23	1,24	1,21	1,19
<b>Japón (yenes/\$)</b>	0,10	0,10	0,10	0,10	109	108	104	100

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Argentina</b>	-10,9	8,7	6,5	3,5	41,0	3,7	6,8	8,0
<b>Brasil</b>	1,9	-0,2	4,0	3,0	12,5	9,3	7,5	6,0
<b>Chile</b>	2,0	3,3	5,2	5,5	2,8	1,1	2,3	2,3
<b>Colombia</b>	1,8	3,9	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	4,1	1,5	2,5	3,4	2,3
<b>Uruguay</b>	-10,8	2,5	9,5	4,0	25,9	10,2	10,5	10,0
<b>Venezuela</b>	-8,9	-9,2	12,3	2,1	31,2	27,1	21,3	26,4
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>13,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</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	3,0	2,9	9,8	6,3	2,6	0,8
<b>Brasil</b>	-10,3	-3,7	-4,0	-4,0	-1,7	0,8	2,0	0,7
<b>Chile <sup>2</sup></b>	-0,7	0,0	1,9	1,0	-0,7	-0,8	2,8	0,9
<b>Colombia</b>	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4	-2,0	-1,8	-1,8	-2,7
<b>México</b>	-1,2	-0,6	-0,3	-0,3	-2,2	-1,5	-1,6	-2,7
<b>Perú</b>	-2,3	-1,9	-1,4	-1,2	-1,9	-1,8	-1,1	-1,1
<b>Uruguay</b>	-4,0	-3,2	-2,9	-2,5	2,0	1,7	-0,8	-1,4
<b>Venezuela <sup>2</sup></b>	-3,0	-5,1	-4,0	-4,3	8,1	10,3	11,9	10,7
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-4,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</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	3,05	3,15	30,0	3,8	4,0	5,5
<b>Brasil</b>	3,53	2,89	3,05	3,20	25,0	16,5	16,5	15,5
<b>Chile</b>	702	599	590	596	3,0	2,3	2,3	4,3
<b>Colombia</b>	2865	2778	2500	2725	7,7	7,9	7,9	8,2
<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	3,40	3,45	3,8	2,5	3,0	4,5
<b>Uruguay</b>	27,22	29,34	30,00	32,10	69,9	4,0	n.d.	n.d.
<b>Venezuela</b>	1387	1600	1920	2875	26,8	15,1	12,4	14,6

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

## Argentina

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	8,7	6,5	3,5
Inflación (% , fin de año)	3,7	6,8	8,0
Balanza comercial (m.M. \$)	15,5	11,3	8
Cuenta corriente (% PIB)	6,3	2,6	0,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	19,5	20,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,96	3,05	3,15
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,5	3,0	2,9
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	3,8	4,0	5,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	54

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	4,0	3,0
Inflación (% , fin de año)	9,3	7,5	6,0
Balanza comercial (m.M. \$)	24,8	34,2	24,5
Cuenta corriente (% PIB)	0,8	2,0	0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	49,3	52,0	53,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,89	3,05	3,20
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,7	-4,0	-4,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	16,5	16,5	15,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	60	59	59

## Chile

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	3,3	5,2	5,5
Inflación (% , fin de año)	1,1	2,3	2,3
Balanza comercial (m.M. \$)	3,0	7,5	5,3
Cuenta corriente (% PIB)	-0,8	2,8	0,9
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>	0,0	1,9	1,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,3	2,3	4,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	85	85

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	0,3	-1,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,8	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,9	12,4	12,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2778	2500	2725
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-2,7	-2,5	-2,4
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,9	7,9	8,2
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	71	82	79

## 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	-6,0	-9,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,5	-1,6	-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) <sup>2</sup>	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	4,1
Inflación (% , fin de año)	2,5	3,4	2,3
Balanza comercial (m.M. \$)	0,7	2,0	2,3
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	3,40	3,45
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	-1,4	-1,2
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	9,5	4,0
Inflación (% , fin de año)	10,2	10,5	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	-0,2	-0,3
Cuenta corriente (% PIB)	1,7	-0,8	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	2,1	n.d.	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	29,34	30,00	32,10
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,2	-2,9	-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	78	80

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	12,3	2,1
Inflación (% , fin de año)	27,1	21,3	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) <sup>1</sup>	-5,1	-4,0	-4,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	15,1	12,4	14,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	98	95	79

## 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.