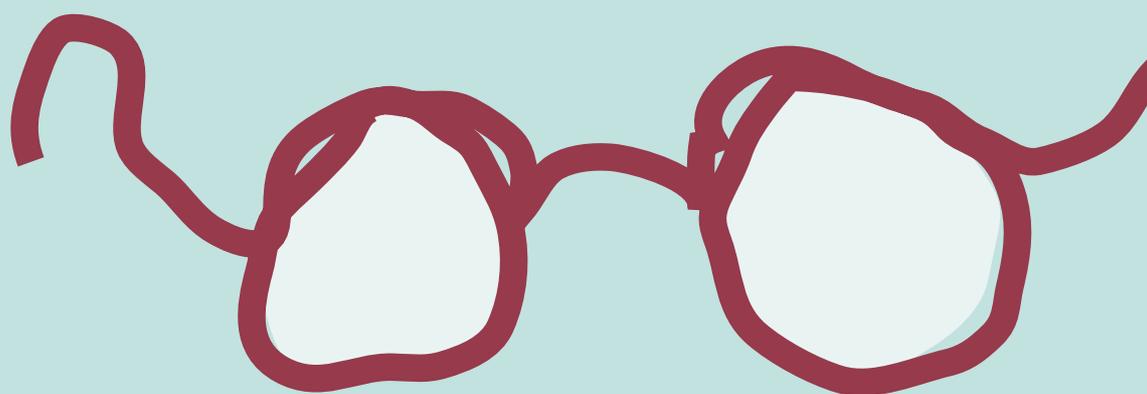


# Latinwatch

Servicio de Estudios

Octubre 2004



América Latina: el reto microeconómico

Brasil: elecciones sin sobresaltos

Chile: acelera el crecimiento

Venezuela: impulso del oro negro

Perú: la inflación empieza a ceder



# Indice

Fecha de cierre: 15 de octubre de 2004

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

## 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.

### Índice de competitividad asociada al crecimiento

	Ranking		Evolución
	2004	2003	
Chile	22	28	+
Corea del Sur	29	18	-
Malasia	31	29	-
Tailandia	34	32	-
China	46	44	-
México	48	47	-
Brasil	57	54	-
Colombia	64	63	-

Fuente: BBVA en base a World Economic Forum

## 1. Visión Regional

### El reto microeconómico

Por primera vez en siete años, todos los países Latinoamericanos tendrán crecimiento positivo, esperándose un crecimiento regional del 5% para 2004, y un 3,8% para 2005. Argentina, Brasil y Chile han encontrado en China un importante socio comercial<sup>1</sup>. A su vez México y Venezuela se están viendo beneficiados por los altos precios del petróleo, impulsados en parte por lo que podría ser un cambio estructural de la demanda causado por China. Actualmente América Latina es el granero (soja) y la mina (acero, cobre y hierro) del gigante oriental. América Latina aumentó en 2003 un 72% sus exportaciones hacia China.

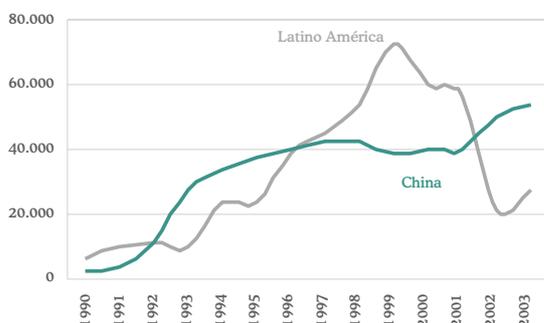
En el actual contexto macroeconómico los factores externos e internos de la región Latina se encuentran interactuando favorablemente, propiciando un buen clima para el ingreso de capitales. Tal es el caso de la IED, que en 2004 pareciera estar deteniendo la caída emprendida desde el año 2000. Durante el primer semestre de 2004, Argentina, Brasil, Chile y México han recibido 58% del total de IED recibido por América Latina en 2003. En términos relativos, América Latina ha recibido hasta el momento menos del 50% de lo recibido por China en el primer semestre del año. La pregunta que surge es: ¿dónde están las diferencias? Principalmente en el esfuerzo que el gobierno chino lleva poniendo para formalizar un marco legal y estructural que favorezca e incentive la inversión extranjera. Otro aspecto importante a tener en cuenta, es el anuncio del gobierno chino sobre la simplificación en el proceso de aprobación de inversiones por parte de empresas chinas en el extranjero. Esto podría convertir a China en proveedor de IED para América Latina, ya que por esta vía se asegura la provisión en determinados rubros como alimentos, energía y metales. En el 2003, la IED de China hacia otros países alcanzó 2.850 millones \$. Actualmente la mayor siderúrgica de China, Shanghai Baosteel Group está intentando asegurar el envío de materias primas hacia China. Por esto planea construir altos hornos en Brasil, por unos 1.500 millones \$. Por otro lado, la refinera Sinopec y otros socios chinos han firmado un memorando de entendimiento con la petrolera estatal brasileña Petrobras para construir un gasoducto de 1.200 kms., que costaría unos 1.300 millones \$.

Queda claro que, tanto el aspecto macroeconómico, como las instituciones son importantes para sostener el nivel de productividad, pero la riqueza se genera a nivel de las empresas que operan en cada país (aspecto micro)<sup>2</sup>. El "Growth Competitive Index" (World Economic Forum), recoge ambos aspectos. No por casualidad, Chile (nº 22) es el país Latinoamericano que, con mucha diferencia, se encuentra mejor posicionado. China, México y Brasil, se posicionan nº 46, 48 y 57 respectivamente. El talón de Aquiles no es otro que las reformas no completadas o directamente no abordadas en áreas tales como telecomunicaciones, infraestructura y energía.

El mensaje para América Latina es claro: a la hora de atraer inversores no alcanza con asegurar y consolidar la estabilidad macroeconómica, es imprescindible lograr reformas enfocadas a mejorar los marcos reguladores de la inversión, así como reformas microeconómicas que fomenten la competencia y la transparencia de los mercados. Aquí subyace actualmente uno de los grandes desafíos de la región.

### Flujos netos de IED China vs. América Latina

(millones de \$)



Fuente: BBVA en base a UNCTAD y Bancos Centrales

1. Sobre el impacto de China en América Latina ver Jorge Blázquez-Lidoy, Javier Rodríguez y Javier Santiso, "Angel or Devil? Chinese Trade Impact on Latin American Emerging Markets", BBVA Servicio de Estudios, 2004. Artículo presentado en octubre 2004 en: Georgetown University, Washington; Columbia University, y el Banco Mundial, Nueva York, y en LACEA, San José, Costa Rica.

2. Ver conferencia internacional organizada por BBVA y el BID sobre "Instituciones Políticas, Procesos de Formulación de la Política Económica y Resultados", Madrid, el 21 de octubre de 2004.

## 2. Materias Primas

### El complejo sojero: clave para Argentina y Brasil

En el complejo sojero (en adelante soja) estamos considerando tanto la semilla de soja que es utilizada per se como alimento humano y los dos coproductos que surgen de su molienda, el aceite destinado también al consumo humano y las harinas que son usadas como alimento para animales.

La soja tiene gran importancia en las dos mayores economías del Mercosur. En efecto, las exportaciones de soja en Brasil alcanzaron en el año 2003 a 8.125 millones \$ sobre un total de 73.080 millones \$, un 11,1%. Para Argentina, en igual período, sobre un total exportado de 29.566 millones \$, la soja aportó 7.097 millones \$, 24% del total.

La producción de semilla de soja mostró a partir de la segunda mitad de los años '90 una expansión marcadamente superior a la de las restantes semillas oleaginosas en el ámbito internacional. Ello fue consecuencia de la incorporación en algunos de los principales países productores de las semillas transgénicas resistentes al herbicida glifosato que permitieron un considerable aumento en los rendimientos promedio obtenidos por hectárea y una ampliación de la frontera de producción del producto. Tanto los EEUU como Argentina han incorporado las semillas genéticamente modificadas totalmente a su producción, mientras que en el caso de Brasil ha sido parcial, es decir, en algunos Estados, ya que el Gobierno Federal autorizó temporariamente su uso.

Si se consideran el precio de la tierra y las productividades (producción por hectárea) de soja y productos alternativos como el maíz, se infiere que EEUU tendría ventajas comparativas en maíz (asignaría menos tierra a soja). Brasil tendría ventajas comparativas en soja (asignaría menos tierra a maíz). Argentina se coloca en una situación intermedia.

### Campaña 2004/05: mayor producción y caída de precios

El Departamento de Agricultura de los EEUU espera una recuperación significativa en la producción de semilla de soja a nivel mundial como consecuencia de mejores condiciones climáticas. El crecimiento proyectado en la producción asciende a la impactante cifra de 18,3% en relación al ciclo 2003/04 y es explicado por las mejoras esperadas en los tres principales países productores EEUU, Brasil y Argentina.

Las proyecciones indican un avance también importante en los niveles de demanda de semilla que abastecerá crecientes demandas de aceite y harinas, pero nuestra estimación es que existirá oferta excedente lo que se trasladará a los precios. Estos han sido muy volátiles en los últimos meses, y mostrarían una tendencia descendente el próximo año, en especial en semillas.

En este contexto internacional nuestra estimación es una caída de precios del 34,3% para el año 2005. De una cotización promedio FOB Puerto Argentino de la semilla de soja en el año 2004 de 274 \$/ton, recordemos los elevados niveles que se alcanzaron en el primer semestre del año, se llegaría a un promedio para el 2005 de 180 \$/ton. Ello traducido a una cotización en el mercado internacional de Chicago equivale a 220 \$/ton.

Los precios de los productos derivados muestran una significativa correlación con el de la semilla, principalmente en el caso de las harinas, por lo que es de esperar caídas también en los precios de estos productos. No obstante, en este caso debido a la mayor demanda esperada de los subproductos con relación a la semilla es que las bajas proyectadas en ambos productos serán menores.

### Semilla de Soja (en miles de toneladas)

Campaña	Stock		Importación	Total Oferta
	Inicial	Producción		
1991/96	19.988	121.032	30.273	171.293
1996/01	22.354	157.054	42.309	221.716
2001/02	30.581	184.422	54.351	269.354
2002/03	32.710	196.810	62.710	292.230
2003/04 (*)	40.160	188.520	54.710	283.390
2004/05 (*)	37.360	222.990	63.500	323.850

(\*) Cifras estimadas

Fuente: USDA

### Semilla de Soja (en miles de toneladas)

Campaña	Expor- tación	Molienda	Uso Doméstico	Total Demanda
1996/01	42.811	130.828	23.091	196.730
2001/02	53.365	158.016	25.952	237.333
2002/03	61.660	164.850	25.570	252.080
2003/04 (*)	55.460	165.430	25.140	246.030
2004/05 (*)	63.580	179.830	28.890	272.300

(\*) Cifras estimadas

Fuente: USDA

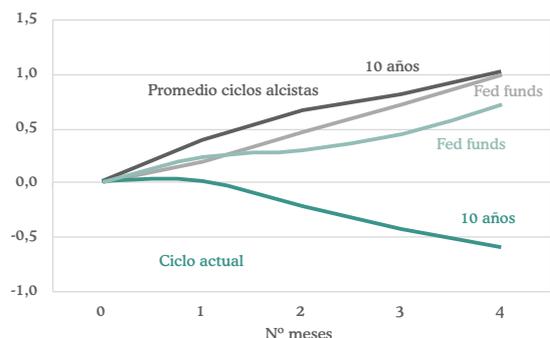
### Precios complejo sojero

Producto	u\$/ton Fob Ptos Arg		Variación %
	2004 (p)	2005 (e)	
Semilla	274	180	-34,3
Aceites	545	480	-11,9
Harinas	190	180	-5,3

Fuente: BBVA Banco Francés

### EE.UU. Evolución tipos cortos y largos en los ciclos alcistas

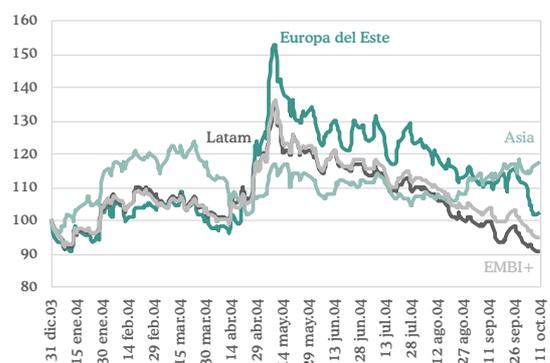
(puntos básicos acumulados desde inicio ciclo alcista)



Fuente: BBVA

### Spreads emergentes

(31 dic.03=100)



Fuente: BBVA en base a JP Morgan

### Tasas de interés domésticas a corto plazo

		Nivel			
		Actual	hace 1 mes	hace 3 meses	hace 1 año
Argentina	Interb. a 7 días	3,00	3,06	3,00	2,00
Brasil	CDI 1 día	16,67	16,17	15,71	18,70
Chile	PDBC a 90 días	2,43	2,18	1,87	2,83
Colombia	DTF a 90 días	7,72	7,72	7,79	7,82
México	Cetes a 91 días	8,07	6,38	7,51	5,37
Perú	Overnight (*)	2,84	2,70	2,60	2,80
Venezuela	C.Particip. 30d(*)	11,92	12,42	10,39	10,19

\* Media de los 10 últimos días  
Fuente: BBVA en base a Bloomberg

## 3. Panorama de Mercados

### Un inicio “atípico” en el ciclo alcista y más incertidumbre

En el último mes, se han acentuado las tendencias que se venían observando en los mercados internacionales. El precio del petróleo continuó su escalada alcista, alcanzando precios por encima de los 50 dólares el barril (\$/b) para el crudo tipo Brent. Esta persistencia al alza en el precio del petróleo, junto con datos poco alentadores en la creación de empleo estadounidense, han provocado una nueva reducción de tipos de interés a largo plazo, cuando parecía que estos comenzaban a recuperarse desde niveles inferiores al 4%. De hecho, el actual ciclo alcista en la política monetaria de EE.UU podría calificarse como “atípico”, a la vista de lo ocurrido en ciclos alcistas anteriores. En este contexto, las expectativas de subidas de tipos continúan moderándose, principalmente para 2005.

Además del mayor precio del crudo y las menores rentabilidades, se ha observado, a diferencia de los meses previos, un deterioro en las principales bolsas de los países industrializados y una depreciación generalizada del dólar. Lo anterior pone de manifiesto un clima de mayor incertidumbre en los mercados y dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación cíclica mundial. Como comentábamos en ocasiones anteriores, un escenario de ralentización económica significativa sería negativo para los mercados emergentes, a pesar de que los tipos se mantendrían reducidos por un período prolongado de tiempo.

### Brasil y Venezuela: las estrellas latinoamericanas

Este contexto de elevada liquidez internacional y reducidos tipos de interés a largo plazo están incentivando, nuevamente, la “búsqueda de rentabilidad” en otros mercados. Los títulos corporativos, tanto en Estados Unidos como en Europa, y los activos emergentes son ejemplos claros de este proceso de búsqueda de rentabilidad. El *spread* soberano EMBI+ se sitúa en niveles de 390 p.b, 30 puntos por debajo que el mes pasado y cerca de los mínimos observados a principios de año. Latinoamérica es la región que más se ha beneficiado del nuevo “*rally*” emergente con relación a otras regiones como Europa o Asia. Posiblemente, esto se explique por el choque positivo de términos de intercambio que los elevados precios de las materias primas suponen para la región. Si bien este choque se debe fundamentalmente al petróleo, el resto de precios de productos básicos continúan en máximos históricos, a excepción de los agrícolas.

Brasil y Venezuela siguen siendo las estrellas de América Latina. En el caso venezolano, la fortaleza exterior que implican los actuales precios del petróleo es la clave que explica la significativa compresión del *spread* soberano, que actualmente ronda los 430 p.b. De hecho, el gobierno venezolano ha refinanciado deuda externa, colocando un instrumento a 10 años a un *spread* de 400 p.b. Por su parte, en Brasil continúan los datos record en el sector exterior, lo que, a su vez, genera una reducción en el coste de financiación. En este caso, las autoridades brasileñas han aprovechado para emitir deuda externa a 15 años con un *spread* de 491 p.b sobre el tipo largo estadounidense.

### Bancos Centrales: unos más, otros menos

La economía real en América Latina sigue mostrando signos de solidez y las expectativas de crecimiento son positivas a corto y medio plazo. Sin embargo, los bancos centrales no están actuando de forma apresurada en subir sus tipos de referencia, hecho que responde a la situación de elevada liquidez internacional, a la fortaleza de las divisas, a las dudas sobre la recuperación global y, en términos generales, a la ausencia de fuertes presiones inflacionistas. Sin embargo, en países como México, Brasil y Perú, las autoridades monetarias se están viendo obligadas a actuar más de prisa, ante unos datos de inflación peores que lo esperado y el riesgo de no cumplir con sus metas de crecimiento de los precios. Así y todo, los tipos de interés domésticos a corto plazo continúan en niveles reducidos, favoreciendo la demanda interna.

## 4. Panorama Bancario

### Elevada rentabilidad bancaria en un entorno de estancamiento

La desaceleración económica acaecida en los primeros años de la presente década ha sido afrontada sin graves dificultades por la mayor parte de los sistemas bancarios de la región. Ello contrasta con lo sucedido en otras etapas de desaceleración, en las que era habitual que las incertidumbres económicas y financieras deterioraran la situación patrimonial de las entidades, lo que desembocaba en severas crisis bancarias. En este último ciclo, tan sólo en el caso argentino se han producido tensiones derivadas de la aguda crisis después de la ruptura de la convertibilidad. De esta forma, en un entorno de estancamiento de la actividad económica en los siete principales países de la región (0,4% anual en promedio en el período 2001-2003), las rentabilidades sobre recursos propios (ROE) de los sistemas bancarios excluyendo a Argentina, se han mantenido en niveles de dos dígitos. La única excepción a este comportamiento fue Perú, país en el que la evolución del sector bancario ha estado lastrada por los problemas acaecidos durante 2000. No obstante, cabe destacar que éstos fueron muy localizados, lo que evitó una crisis sistémica.

### Diversos factores explican el ROE de los diferentes sistemas

Sin embargo, la obtención de ROEs elevados puede obedecer a factores muy diversos, algunos de los cuales -cómo un excesivo apalancamiento- son menos deseables que otros -como una elevada recurrencia en resultados-. Por ello, siguiendo un reciente análisis del Banco de Inglaterra (1), se ha procedido a descomponer el ROE de cada sistema bancario en cuatro componentes:

$$\text{ROE} = (\text{RN} / \text{ME}) \times (\text{ME} / \text{MO}) \times (\text{MO} / \text{ACT}) \times (\text{ACT} / \text{EQU})$$

donde RN es el resultado neto, ME es el margen de explotación, MO es el margen ordinario, ACT son los activos totales y EQU son los recursos propios. El primer factor aproxima la proporción de beneficio derivada del negocio bancario, excluyendo provisiones, impuestos y atípicos, midiendo por tanto la importancia de los resultados recurrentes. El segundo es una medida de eficiencia. El tercero muestra la generación de ingresos por unidad de activo, mientras que el último recoge el apalancamiento. Aunque las diferencias contables limitan la comparativa internacional y a pesar de que la metodología utilizada excluye el impacto de la actividad fuera de balance, este ejercicio permite extraer algunas conclusiones relevantes en cuanto a la importancia relativa de los cuatro factores citados en cada país.

En la tabla adjunta se puede observar la descomposición del ROE promedio en los último tres años. Colombia y Venezuela han sido los sistemas en los que el ME se ha trasladado en mayor medida al beneficio neto. El sistema peruano, en el extremo opuesto, ha reflejado menos de un tercio del ME en la última línea de la cuenta de resultados.

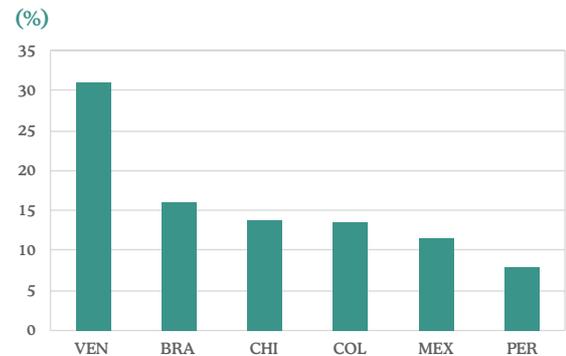
En lo que respecta a la eficiencia, Chile es el país en el que los gastos de explotación absorben menor proporción del margen ordinario. Sin embargo, presenta la menor proporción de ingresos por activos, aspecto que es particularmente relevante para el sistema venezolano. Por último, Chile y Brasil son los sistemas bancarios más apalancados, mientras que esta variable es menos relevante en el caso venezolano.

### Tendencia al aumento de la rentabilidad

La información disponible más reciente sugiere que, en términos generales, la mejora de los ROEs bancarios ha continuado en 2004. Ello parece confirmar las tendencias observadas en los últimos ejercicios que apuntaban a una mejora prácticamente generalizada en la recurrencia (véase gráfico) y en la eficiencia en todos los sistemas bancarios analizados. Esta evolución es consistente con el mayor desarrollo de los sistemas financieros, así como con los procesos de reestructuración bancaria llevados a cabo en la pasada década.

(1) Bank of England, "An international comparison of banks' return on equity". *Financial Stability Review*, Julio 2004

### ROE promedio de los sistemas bancarios en el período 2001-2003



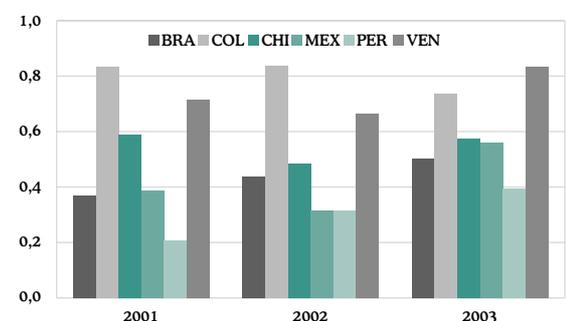
Fuente: BBVA en base a información de Moody's

### Descomposición del ROE promedio del período 2001-2003

	Recurrencia	Eficiencia	Ing. s/activos	Apalanc.
<b>Brasil</b>	0,43	0,36	0,09	11,06
<b>Colombia</b>	0,80	0,20	0,09	9,69
<b>Chile</b>	0,55	0,46	0,05	11,09
<b>México</b>	0,42	0,35	0,08	9,44
<b>Perú</b>	0,31	0,34	0,08	9,86
<b>Venezuela</b>	0,74	0,39	0,17	6,48

Fuente: BBVA

### Beneficio neto sobre margen de explotación



Fuente: BBVA en base a Moody's

## Proyección situación laboral

Situación Laboral Concepto	Promedios anuales			
	2002	2003	2004(*)	2005(*)
1. Población (miles hab.)	36.646	37.037	37.431	37.830
2. Tasa de Actividad (%)	42,4	45,6	45,8	45,8
3. PEA (miles hab) (1 x 2)	15.520	16.903	17.162	17.344
4. Tasa de Empleo (%)	34,1	37,8	39,4	40,0
5. Empleo (miles hab.) (1 x 4)	12.478	13.985	14.762	15.146
6. Tasa de Desocupación (%)	19,6	17,3	14,0	12,7
7. Desocupación (miles hab.) (3 x 6)	3.042	2.918	2.400	2.199

(\*) Cifras estimadas

Fuente: BBVA Banco Francés en base a INDEC

## Depósitos a plazo fijo: distribución por plazos

(en millones de pesos)

Depósitos a Plazo Fijo en \$	1-ene-04		29-sept-00			
	Total	Más 90 días	Más 90 días/ total	Total	Más 90 días	Más 90 días/ Total
PF libres a tasa fija	29.141	4.741	16,3%	25.420	4.755	18,7%
Nuevos PFs indexado CER	702	702	100,0%	3.809	3.809	100,0%
Total Plazo Fijos libres	29.843	5.443	18,2%	29.229	8.564	29,3%

Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCRA

## 5. Argentina

### Crecen el PIB y el empleo en el segundo trimestre

En el 2° trimestre del año el PIB desestacionalizado creció 0,5%, por encima de las expectativas de consenso, mostrando el escaso impacto que finalmente tuvo la crisis energética sobre la actividad. Dado que la desaceleración de la demanda fue menor a la prevista, estimamos que el PIB crecería un 7% en un año donde la Inversión continuaría liderando la expansión de la Demanda y paulatinamente el Consumo Privado comenzaría a jugar un rol más activo. Tanto la Industria como el Agro serían los motores de crecimiento del segundo semestre, mientras que la información más reciente sobre Construcción indica que este sector muestra menor dinamismo. Para 2005, mantenemos nuestro escenario base de agotamiento del "output gap" pero elevamos ligeramente la estimación de crecimiento a 3,8 % por mayor arrastre estadístico.

La tasa de desempleo del 2° trimestre se ubicó en 14,8%, ligeramente por encima del nivel del trimestre anterior, como consecuencia de una mayor tasa de actividad. La demanda laboral respondió positivamente, creándose en el período más de 140 mil puestos de trabajo. Para 2005 prevemos una caída promedio del desempleo a 12,6%.

### Política monetaria y tipos de interés

En los 2 últimos meses, la base monetaria tuvo un reducido crecimiento dado que la creación de dinero por compra de reservas prácticamente se neutralizó por el impacto contractivo del sector público, cancelación neta de redescuentos bancarios y leve absorción por Lebac. Nuestras previsiones para 2005 arrojan ex ante un panorama similar de baja expansión de la oferta monetaria lo cual no cubriría el aumento de demanda de la base monetaria si ésta crece un 12 % como el PIB nominal. Además, el año próximo aunque con menor intensidad, seguiría operando el efecto redistribución en detrimento de los depósitos privados provocado por el importante excedente financiero del sector público (superávit fiscal primario superior al 4 %). Estos factores podrían presionar al alza a los tipos de interés si el BCRA no amplía sus instrumentos de política monetaria, por ejemplo flexibilizando el mercado de pases activos de modo que los bancos reduzcan sus encajes técnicos y aumenten su capacidad prestable.

Paralelamente, y en un ambiente de inflación moderada y estabilidad del tipo de cambio, el sistema financiero ha evolucionado en la captación de depósitos a mayores plazos. Así, los plazos fijos libres a más de 90 días, que incluyen depósitos indexados por inflación, dan cuenta actualmente de casi 30 % del total de plazos fijos frente al 18% a fines del 2003. El grueso de las operaciones de Lebac del Banco Central también arrancan en plazos de 273 días en adelante. El ahorrador ha aumentado el plazo promedio de sus depósitos para obtener mayor rendimiento, vinculando el concepto de tipo real positivo a mayor plazo como sucede en la mayoría de los sistemas financieros del mundo.

## Argentina: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Producción industrial (EMI % a/a)	8,9	11,3	11,5	9,4	10	n.d.
Inflación (% anual)	3,1	4,3	4,9	4,9	5,3	5,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	14,4	14,2	13,4	12,9	12,6	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	15,8	16,7	17,6	18,1	18,1	18,2
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2,83	2,92	2,96	2,96	3,01	3,00
Tasa depósitos a 30 días en pesos *	2,1	2,4	2,5	2,6	2,8	3,0
Spread soberano (Global 2008) *	6208	6670	6954	6810	7182	7295
Base Monetaria (% anual)	49,5	39,5	29,1	26,1	19,1	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	55	55	54	53	52	52
BBVA-MAP Argentina (jun-95=100)	135	134	128	122	114	109

\* Media mensual

## 6. Brasil

### El crecimiento continua

El PIB real del segundo trimestre registró un fuerte crecimiento de 4,2% interanual. Con ello, basta que durante la segunda mitad del año Brasil no crezca en términos desestacionalizados para finalizar con un crecimiento anual de 4,1%.

Las exportaciones mantienen protagonismo. En lo que va del año, las exportaciones superan los 70 mM de dólares y generan un superavit tanto en la balanza comercial (25 mM de dólares) como en la cuenta corriente (7,9 mM de dólares).

A pesar de observar una balanza de pagos negativa en el mes de agosto, en el acumulado del año ésta se mantiene superavitaria en mil millones de dólares. Bajo este escenario no sorprende ver spreads de la deuda por debajo de los 500 puntos base. Brasil, aprovechando esta ventana de oportunidad, continua mejorando la composición de su deuda. La última movida del Banco Central fue la emisión de mil millones de dólares con vencimiento en 2019 a un spread de sólo 491 p.b. Esta última emisión se suma a un total de más de 5 m.M de dólares en lo que va del año (4 m.M de dólares más 1 m.M de euros) con vencimientos que oscilan entre el 2009 y 2034.

La reactivación de la demanda interna ha sido contenida por un persistente nivel de desempleo que todavía no baja del 11% y de salarios reales que han subido por debajo de lo esperado. Sin embargo la utilización de la capacidad instalada ha registrado los niveles más altos de la última década. Estas señales mixtas relativas al potencial sobrecalentamiento de la economía han sido tomadas con cautela por el Banco Central.

Éste ha respondido elevando en septiembre los tipos de interés Selic en 25 puntos bases. Esperamos que se repita un alza similar en octubre, y que el BC elevé los tipos oficiales a 16,5%. Con una inflación esperada de 6,2% y tipos a 360 días en 17,3 %, el tipo de interés real sigue estando por encima del 10%.

### Elecciones no interrumpen bonanza económica

Las elecciones municipales fueron el foco de atención en la agenda política, relegando el proceso de reformas a un segundo plano. Algunas de las leyes importantes que están en proceso de ser aprobadas son incentivos tributarios a la inversión de largo plazo, reforma a la ley de quiebras y el proyecto de PPP's (inversión público-privada).

Pero, como esperábamos, el positivo equilibrio externo evitó que estas elecciones generaran volatilidad en los mercados financieros. Los resultados de estas elecciones fueron mixtos. Cabe destacar que en varias metrópolis se efecuará una segunda vuelta a fines de este mes.

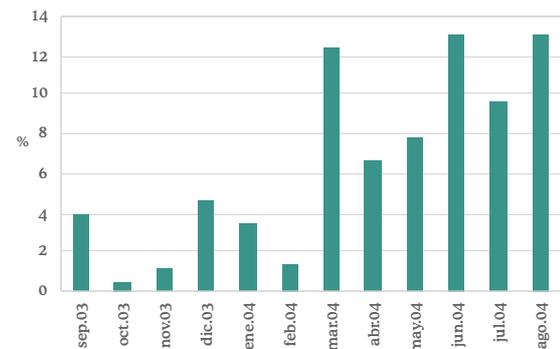
Con el fin de las elecciones cabe esperar que se retome la agenda de reformas para así lograr subir el nivel de competitividad que sitúa a Brasil, según el último análisis de competitividad del World Economic Forum, en el puesto número 57 del mundo. Pero más importante aun, las reformas son necesarias para retomar el anhelado crecimiento de largo plazo.

### Brasil: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Producción industrial (% anual)	6,7	7,8	13,0	9,6	13,1	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	5,3	5,2	6,1	6,8	7,2	6,7
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	27,4	28,0	29,5	30,9	31,7	32,2
Reservas internacionales (m.M. \$)	50,5	50,5	49,8	49,7	49,7	49,5
Tipo de cambio (Real vs US\$) *	2,91	3,10	3,13	3,04	3,00	2,89
Tasa SELIC *	16,0	15,8	15,8	15,8	15,9	16,1
Spread soberano (Brady C-Bond 2014) *	592	721	704	601	549	494
M4 (% anual)	20,7	21,2	21,4	20,5	20,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	60	57	57	59	60	62
BBVA-MAP Brasil (jun-95=100)	83	80	82	81	78	77

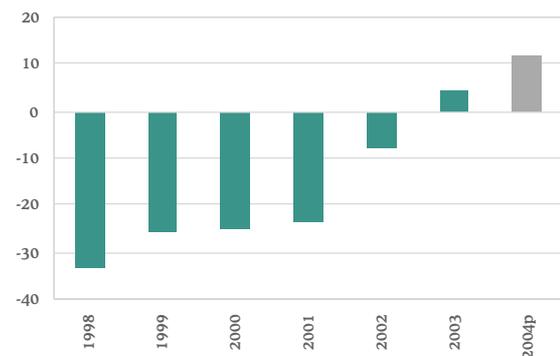
\* Media mensual

### Producción industrial (% anual)



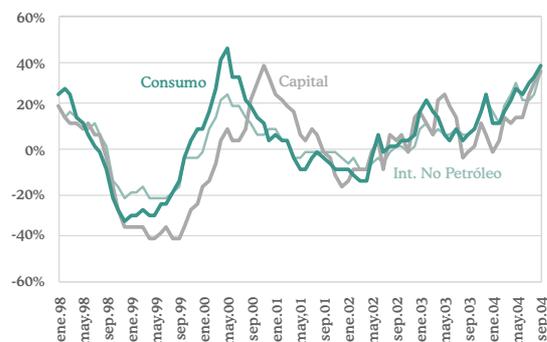
Fuente: BBVA en base a IBGE

### Cuenta corriente (en miles de millones de \$)



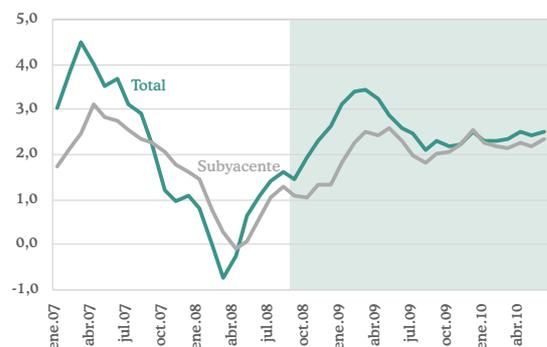
Fuente: BBVA en base a Banco Central de Brasil

### Variación anual de las importaciones (sobre promedios móviles trimestrales)



Fuente: Banco Central de Chile

### Evolución esperada de la inflación anual (%)



Fuente: BBVA Chile

## 7. Chile

### Acelera el crecimiento

El conjunto de indicadores económicos de julio, agosto y los anticipos de septiembre dan cuenta de una fuerte aceleración del crecimiento económico en el 3er trimestre de 2004, el que incluso podría superar nuestras proyecciones. El IMACEC aumentó 7,4% en agosto, respecto del mismo mes del año pasado, empujado por la industria, la minería y, presumiblemente, la construcción. Las cifras de crecimiento interanual de las exportaciones mineras e industriales continuaron acelerando en septiembre. Por lo que anticipamos un crecimiento del IMACEC en torno a 6% para ese mes. Lo más destacable en este proceso es que finalmente la demanda interna está haciendo un aporte significativo al crecimiento. Las importaciones de bienes de capital y consumo que crecen a tasas interanuales cercanas al 40%. Aún así, el superávit comercial continúa aumentando.

### Entretanto la inflación se mantiene en senda moderada

En el frente inflacionario las sorpresas también han sido positivas. Una ligera apreciación del peso y aumentos cada vez más moderados en los salarios, han permitido compensar los efectos de las alzas de precios de los combustibles sobre las medidas más generales de inflación. Con lo que septiembre sorprendió con una inflación más baja que la anticipada por el mercado (0,1% mensual en vez de 0,2%). Si bien octubre debería presentar alzas algo mayores, el panorama a mediano plazo se vislumbra tranquilo. De acuerdo a nuestras proyecciones, la inflación se ubicará entre 2% y 2,5% anual durante 2005, lo que da amplio espacio para que el Banco Central (BC) adopte un ritmo pausado en el proceso de normalización de la política monetaria expansiva que ha venido aplicando en 2003-04. Tal como anticipamos el BC no subió la tasa de política monetaria en octubre y esperamos que la próxima alza (25 p. b.) tendrá lugar en noviembre o, a más tardar, diciembre.

### Sin sorpresas en el frente fiscal

El gobierno envió el proyecto de ley de presupuesto para 2005 a fines de septiembre, ateniéndose estrictamente a los límites que se auto impuso cuando fijó su compromiso de mantener un superávit fiscal estructural de 1% del PIB. Si bien algunas voces escépticas habían sugerido que en un año de elecciones, y con amplios recursos extraordinarios provenientes del elevado precio del cobre, ese compromiso podía flaquear, ello no ocurrió. El presupuesto contempla un aumento de 5,5% real de los gastos respecto del Presupuesto 2004 y ello debería permitir alcanzar un superávit (convencional) en torno a 1,3% del PIB, el que se sumará al que se anticipa para este año (1,9% del PIB).

### Chile: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
IMACEC (% anual)	5,3	4,9	4,9	4,5	7,4	n.d.
Producción industrial INE (% anual)	4,7	7,7	7,8	7,6	9	n.d.
Inflación (% anual)	-0,3	0,6	1,1	1,4	1,6	1,5
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	5,1	5,8	6,2	6,7	7,4	7,5
Reservas internacionales (m.M. \$)	16,0	16,1	15,9	15,9	15,8	15,8
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	608	637	643	633	635	616
Tasa de Instancia Monetaria *	1,8	1,8	1,6	1,8	1,8	1,9
Spread soberano (Global 2009) *	66	76	71	61	52	52
M2A (% anual)	1,6	5,4	7,6	11,5	15,8	17,2
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	83	80	80	80	80	82
BBVA-MAP Chile (jun-95=100)	89	84	83	86	86	86

\* Media mensual

## 8. Colombia

### Se afirma el crecimiento, cede ligeramente la apreciación y la inflación permanece controlada

La revisión al alza del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2004, de 4,23% a 4,32% interanual, se explica por un mayor incremento de los servicios sociales y personales, confirmando que la economía mantiene una expansión sostenida, sectorialmente diversificada, a una tasa próxima a la de largo plazo por 4º trimestre consecutivo.

La expansión - ocurrida en un contexto internacional muy favorable, con altos precios de los commodities, aceleración del crecimiento, el comercio mundial y regional, y excesos de liquidez en los mercados financieros internacionales canalizados a las economías emergentes - ha sido estimulada por un dinámico incremento de la inversión, un aumento sostenido del consumo privado y la aceleración reciente de las exportaciones. Aunque es previsible una ligera desaceleración en el segundo semestre, generada por un aumento menos dinámico del consumo privado, como sugieren los datos recientes de la confianza de los consumidores, mantenemos la previsión de un crecimiento de 4% en 2004, basado en el incremento sostenido de la inversión y el auge de las exportaciones.

La aguda apreciación del peso colombiano, basada en una bonanza originada por un dinámico flujo de ingresos externos tanto reales como financieros, ha ayudado a mantener la inflación controlada y las expectativas próximas a la meta del Banco de la República (6% interanual), por lo cual éste no ha tenido que modificar la postura laxa de la política monetaria. Aunque los resultados de septiembre (0,3% mensual y 5,97% interanual) excedieron las previsiones de los analistas, debido a un incremento en los precios de los alimentos, la tendencia decreciente de la inflación básica, con la colaboración de la apreciación del peso favorece el cumplimiento de la meta, que estimamos factible.

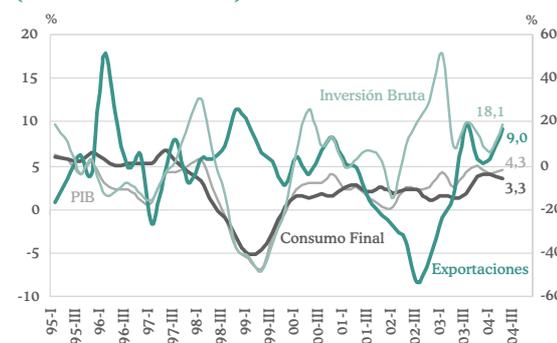
Previendo los efectos inflacionarios de una sobre reacción del tipo de cambio el año entrante, cuando ocurra un deterioro previsible de la cuenta corriente y se reduzca la liquidez en los mercados internacionales, a medida que se endurezca la política monetaria en las economías industrializadas; el Banco de la República estrenó otra modalidad de intervención en el mercado cambiario, bajo la cual no anuncia los montos ni las fechas de sus compras. La medida sorprendió a los operadores y logró frenar la apreciación a finales de septiembre y comienzos de octubre. Sin embargo, a medida que el mercado se acostumbra a la presencia más ágil del Banco, los determinantes externos de la apreciación vuelven a prevalecer, por lo cual es probable que se mantenga la fortaleza del peso en lo que resta del año, dada la magnitud de la bonanza cambiaria, común a la región. Estimamos que con una mayor volatilidad, la nueva modalidad suavizará, pero no pondrá fin a la apreciación. Seguramente el Gobierno logrará la aprobación de la reforma tributaria que cursa en el Congreso, con modificaciones en la composición de los nuevos tributos, pero de la magnitud necesaria para mantener el gasto presupuestado para el año entrante.

### Tipo de cambio representativo del mercado



Fuente: Banco de la República

### PIB por componentes de la demanda. COP 1994 (variación interanual)



Fuente: DANE

### Colombia: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Producción industrial DANE (% anual)	3,6	3,2	12,0	3,7	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	5,5	5,4	6,1	6,2	5,9	6,0
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,2	0,1	0,2	0,3	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	11,4	11,4	11,6	11,8	12,1	12,1
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	2640	2726	2716	2650	2595	2558
Tasa DTF 90 días *	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Spread soberano (Global 2027) *	392	533	515	480	439	411
M3 (% anual)	11,5	11,3	11,4	12,3	12,6	14,8
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	79	77	77	78	80	81
BBVA-MAP Colombia (jun-95=100)	95	99	101	102	106	110

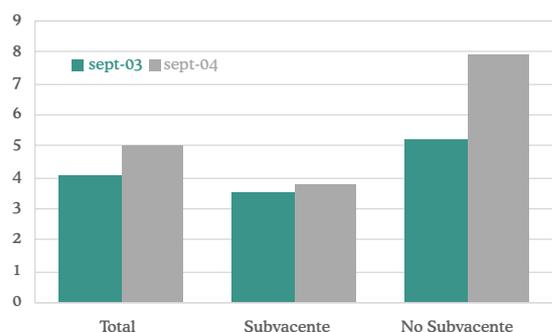
\* Media mensual

## México: comercio exterior (variación. % real anual)

	I Tr. 04	II Tr. 04	Jul Ag 04
<b>Exportaciones</b>	10,7	17,5	17,9
<b>No petroleras</b>	11,8	15,6	16,6
<b>Maquiladora</b>	11,8	15,8	18,4
<b>Resto</b>	11,7	15,3	14,5
<b>Importaciones</b>	11,6	15,8	18,3
<b>Consumo</b>	4,6	21,8	21,3
<b>Intermedios</b>	13,6	16,1	18,2
<b>Capital</b>	6,0	8,1	15,7

Fuente: BBVA Bancomer en base a INEGI

## Precios al consumidor (variación % anual)



Fuente: BBVA Bancomer en base a Banco de México

## 9. México

### Signos de mayor crecimiento en el tercer trimestre

Durante el 3er trimestre de 2004, la economía mexicana aumentó su dinamismo. Por el lado de la oferta, el crecimiento anual de la producción industrial fue 3,8% en julio, 0,3% por encima del promedio observado en el 1er semestre. La expansión de las manufacturas fue 4,2%, 0,8% superior.

Por el lado de la demanda, la reanimación se extendió a los principales componentes relacionados con el sector privado. En agosto, las exportaciones totales superaron a las del mismo mes del año anterior en 27,3%, mientras que las no petroleras lo hicieron 26,2%. Con ello, en el bimestre julio-agosto, el aumento de ambos rubros de ventas externas superó los observados en el primer semestre del año.

Las cifras de actividad comercial en julio se mantuvieron en ascenso, reflejando el vigor del consumo interno: las ventas minoristas crecieron 4,8% anual, contra un 3,4% durante el 1er semestre. Además, el aumento anual de la inversión fija bruta ese mismo mes fue 7%, casi el doble del ritmo promedio de los seis meses previos. Con estas tendencias de mejoría mantenemos nuestra estimación de 4% en el dinamismo del PIB para el 2004. Para 2005, la moderación que esperamos en el crecimiento de la economía de EEUU nos lleva a prever un crecimiento en México de 3,6% (la estimación previa era 3,8%).

### La inflación rebasará la meta anual oficial

A diferencia del buen desempeño en la actividad económica, las cifras de inflación se han salido de curso. En septiembre, la tasa anual llegó a 5,06%, 0,24% superior a la de agosto y 1,08% a la de diciembre de 2003. La principal causa del repunte se ubicó en los componentes del subíndice no subyacente, que contribuyó con 0,65 puntos porcentuales al total, en especial, los precios agropecuarios. Estimamos que la inflación en octubre será también alta, disminuyendo moderadamente a finales de año por causa de las elevadas bases de comparación de 2003.

Pese a que los incrementos de precios corresponden a los componentes más volátiles, la inflación anual subyacente también subió, al pasar de 3,46 a 3,76% en los últimos cuatro meses. Ante el riesgo de que este proceso pudiera agudizarse, vía negociaciones salariales, el Banco de México aumentó la restricción monetaria el 24 de septiembre. Como resultado, la tasa de fondeo bancario se incrementó 23 puntos básicos, acumulando en el mes 50 puntos, al incorporar, además, el aumento de 25 puntos de la tasa de referencia del Fed.

Anticipamos alzas moderadas en las tasas de interés para el resto del año, en congruencia con la expectativa de un incremento en Estados. Los rendimientos de los Cetes de 28 días podrían ubicarse cerca de 8% al cierre del año. El dólar en términos de pesos se redujo entre el día 10 y el cierre de mes en 0,23 centavos, por un elevado flujo de recursos hacia mercados emergentes; el riesgo país (EMBI+) disminuyó a 188 puntos básicos al cierre de septiembre. No obstante, el tipo de cambio se irá depreciando en los próximos meses y concluirá el año en 11,6 pesos por dólar.

### México: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Producción industrial (% anual)	3,9	2,3	5,4	3,8	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	4,2	4,3	4,4	4,5	4,8	5,1
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-5,6	-5,3	-5,5	-5,7	-5,8	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	58,4	58,5	58,4	57,8	57,6	56,9
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	11,27	11,52	11,39	11,46	11,39	11,48
Tasa Cetes 28 días *	6,0	6,7	6,5	6,8	7,3	7,3
Spread soberano (Global 2026) *	185	237	234	222	208	197
M4a (% anual)	13,8	12	13,8	11,7	11,8	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	105	102	103	103	104	104
BBVA-MAP México (jun-95=100)	128	135	135	140	151	156

\* Media mensual

## 10. Perú

### Inflación empieza a ceder

A septiembre, la inflación acumulada en los últimos 12 meses fue 4%, continuando la tendencia decreciente iniciada en agosto. Así, la probabilidad de que se cumpla la meta de inflación para este año (rango entre 1,5% y 3,5%) se ha incrementado. Para que ello ocurra, sería necesario que en los últimos tres meses del año la inflación acumulada no sea superior a 0,3%, equivalente a un ritmo mensual de 0,1%.

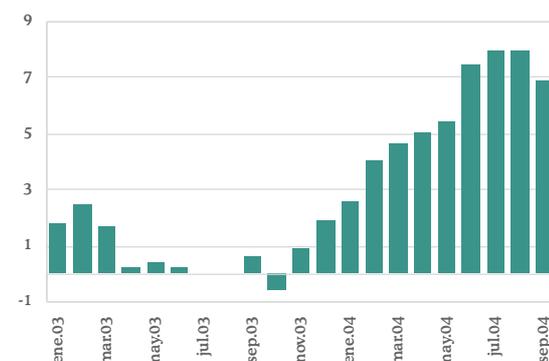
Cabe recordar que entre marzo y julio del presente año, la inflación mostró una tendencia creciente que la llevó a salirse del rango meta en mayo, al ubicarse en 4,3%, y en 4,6% en julio. Esta evolución estuvo asociada, principalmente, a choques de oferta que afectaron los precios de ciertos alimentos como el pan, aceites, hortalizas y azúcar, que tienen una ponderación relativamente importante dentro del Índice de Precios al Consumidor. En el caso del pan y aceites, sus precios se elevaron debido al significativo incremento de las cotizaciones internacionales de dos insumos importados, que tienen una participación importante en su elaboración: trigo y soja, respectivamente. En cuanto a las hortalizas y azúcar, condiciones climatológicas adversas durante la siembra restringieron severamente su oferta. Otro choque de oferta importante ha sido la evolución del precio internacional del petróleo, que ha afectado los precios internos de los combustibles.

Sin embargo, entre agosto y septiembre la tendencia de la inflación ha empezado a cambiar debido a los siguientes factores:

- Mejora en el abastecimiento de algunos alimentos. Entre agosto y septiembre, las hortalizas han acumulado una caída de 13%, debido a una mayor oferta motivada por los elevados precios a inicios del año. Asimismo, el precio del azúcar registró una disminución de 1,5%, debido al aumento de las cuotas de importación. A pesar de esta disminución, a septiembre, el precio del azúcar se ha elevado 39% respecto a similar mes del año anterior, aportando medio punto porcentual a la inflación acumulada en similar periodo (4%)
- Apreciación de la moneda. Entre la primera semana de octubre y el mes de mayo, la moneda peruana, el sol, se ha apreciado aproximadamente 5%. Ello ha permitido un descenso en los precios de los bienes de consumo importados (principalmente electrodomésticos), alquileres, y algunas prendas de vestir.
- Política monetaria menos laxa. A inicios de agosto, el Banco Central elevó su tasa de política de 2,5% a 2,75% (25 puntos básicos), para contener el incremento de las expectativas de inflación que se venía dando, en un contexto en el que la inflación se alejaba cada vez más del límite superior de la meta (3,5%). Cabe mencionar que a inicios de octubre, el Banco Central nuevamente ha elevado su tasa en 25 puntos básicos, debido a que los mayores precios internacionales del petróleo afectan nuevamente las expectativas de inflación, en una situación en donde ésta aún se ubica por encima de 3,5%.

### Inflación de alimentos y bebidas

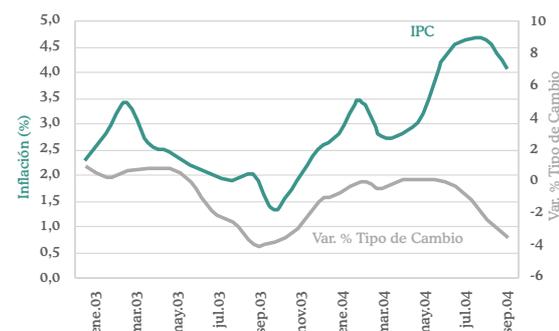
(var. % interanual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas e Informática

### Inflación y tipo de cambio

(var. últimos 12 meses)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

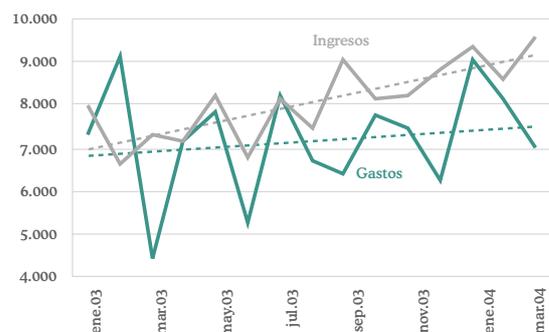
### Perú: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
PIB real (% anual)	3,7	4,0	3,0	3,8	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	2,8	3,2	4,3	4,6	4,6	4,0
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	1,5	1,6	1,6	1,828	2,0	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,5	10,8	10,9	11,1	11,0	11,2
Tipo de cambio (Sol vs US\$) *	3,47	3,49	3,48	3,44	3,39	3,36
Tasa interbancaria *	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7
Spread soberano (Brady PDI 2017) *	348	491	406	436	379	320
Liquidez (% anual)	12,2	12,2	12,6	11,0	9,8	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	90	91	91	91	92	92
BBVA-MAP Perú (jun-95=100)	102	98	97	101	102	103

\* Media mensual

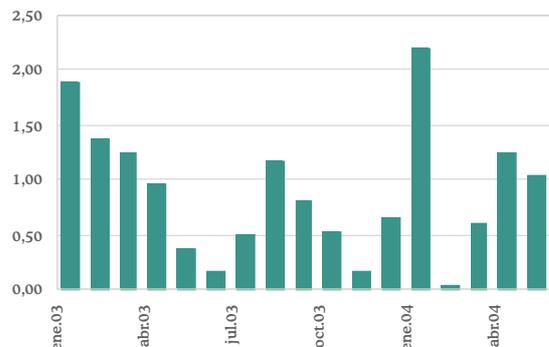
## Evolución de ingresos y gastos del sector público

(millones de \$)



Fuente: BBVA Banco Francés en base Banco Central del Uruguay

## Tasa de variación mensual del IPC



Fuente: BBVA Banco Francés en base a INE

# 11. Uruguay

## Se define la conducción del país para los próximos años

El próximo 31 de octubre se celebrarán las elecciones presidenciales y legislativas en Uruguay. Tal como se venía manifestando en las diferentes encuestas de intención de voto a lo largo del año, el candidato de la coalición de izquierda *Encuentro Progresista - Frente Amplio - Nueva Mayoría* (EP-FA-NM) lograría la victoria frente a los candidatos del Partido Colorado y del Partido Nacional, existiendo una alta probabilidad de conseguirlo en la primera vuelta, es decir sin necesidad de llegar a un balotaje. Esta ventaja, por su parte, es más significativa en Montevideo que en el resto del país debido al carácter más conservador en materia política del interior.

Más allá de lo anterior, no esperamos una ruptura significativa de la política económica seguida en los años recientes debido al escaso margen de maniobra que representa para el futuro gobierno temas como el endeudamiento externo y los compromisos asumidos con el FMI.

## El Banco Central de Uruguay mantiene su política monetaria restrictiva

La autoridad monetaria acaba de anunciar la nueva meta de inflación para los próximos 12 meses, ubicándola en un rango de entre 6% y 8%, dando claras señales de su compromiso de reducirla gradualmente. Para alcanzar dicha meta el Comité de Política Monetaria consideró apropiado mantener el rango objetivo de Base Monetaria promedio para el último trimestre de este año que había sido establecido en el pasado mes de julio. El rango objetivo se ubica entre un piso de 12.806 millones de pesos y un techo de 14.149 millones de pesos, lo que representa una expansión del 3% de esta variable.

A pesar del bajo registro inflacionario del mes de septiembre, donde los precios sólo crecieron 0,27% mientras que el consenso esperaba 0,73%, la inflación resulta todavía superior a la deseada por las autoridades monetarias. El acumulado de 12 meses a septiembre asciende a 9,6%. Sin embargo, como atenuante se destaca que el desvío del dato observado frente a la meta es prácticamente explicado al impacto del aumento en los costos de la energía y a la evolución de los precios de algunos productos agropecuarios.

Asimismo, esta política monetaria restrictiva llevada a cabo por el Banco Central está impactando directamente en el mercado cambiario, dado que al restarle liquidez a la plaza financiera está provocando una menor demanda de dólares. Por otra parte, un escenario externo más favorable está repercutiendo en resultados positivos de la cuenta corriente aumenta la oferta de divisas, esto último se acentúa a partir de la coyuntura de ingreso de capitales que verifica la región. La conjunción de estos efectos está determinando una mayor apreciación del tipo de cambio llegando a cotizar en septiembre 27,4 pesos por dólar (interbancario-vendedor).

## Uruguay: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Producción industrial (% a/a)	15,7	16,6	28,8	19,9	24,1	n.d.
Inflación (% anual)	8,7	9,4	9,6	10,1	10,2	9,6
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	2,3	2,4	2,2	2,1	2,4	2,4
Tipo de cambio (Peso vs US\$) *	29,6	29,7	29,6	29,4	28,9	28,0
Tasa de interés Letras 30 días en pesos *	11,3	16,3	19,2	n.d.	n.d.	n.d.
Spread soberano (Global 2027) *	541,9	524,0	436,6	369,8	442,3	476,3
Base Monetaria (% anual)	1,7	12,6	-5,3	-10,8	-12,1	-12,3
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	76	78	79	78	80	82
BBVA-MAP Uruguay (jun-95=100)	104	99	98	98	96	94

\* Media mensual

## 12. Venezuela

### Petróleo impulsa mejora en deuda venezolana

El Ministerio de Finanzas realizó en septiembre una operación de refinanciamiento de deuda externa, a través de la cual se colocaron 1.500 millones \$. La operación consistió en dos modalidades: una oferta de recompra de Bonos Brady (DCB y FLIRBs) por una emisión de un Bono Global 2014 y una colocación del mismo bono en efectivo. Se colocó la totalidad de la oferta, de los cuales se recompraron 700 millones \$ de bonos Brady. Con lo cual la República se ahorró 440 millones \$ en flujo de caja para los próximos 5 años (específicamente de 153,9 millones \$ para el 2005 y de 137,4 millones \$ para el 2006), y el resto de la emisión (800 millones \$) se colocó en efectivo.

La recompra se dirigió hacia un grupo de Bonos (DCB, FLIRB, NMB) cuyo vencimiento es de más corto plazo (2005, 2007 y 2008). Las cuotas de amortización son semestrales, iguales y consecutivas, comenzando su cancelación a partir del año 1997 y extendiéndose hasta su fecha de vencimiento.

Aprovechando la coyuntura favorable de liquidez de los mercados financieros y del mercado petrolero (el precio del petróleo muestra una correlación del 94% con el spread venezolano), la República emitió el Bono Global 2014 con un spread de 494 puntos básicos. El precio inicial del bono fue de 95,056%, con un cupón semestral a una tasa fija anual de 8,5%, venciendo el primer cupón el 8 de abril de 2005. Con la operación se logró extender el vencimiento de un plazo promedio de 1,6 años a un plazo promedio de 10 años. Sin embargo la evolución reciente de los precios del petróleo impulsó hacia la baja el spread venezolano llegando a ubicarse en niveles mínimos históricos de 400 puntos básicos y colocando el precio del papel en niveles de 101%.

Durante el 2003 y 2004 se han emitido unos 4.500 millones \$ en tres emisiones de deuda externa (Bonos 2013, 2034, 2014). Esto origina un incremento de 38,4% en los vencimientos estimados para el período 2010-2027.

### Mayor flexibilidad en el control de cambios

En el último año (sep04-sep03) las divisas liquidadas por parte del Banco Central de Venezuela en el período han sido de 1.004 millones de dólares mensuales. Sin embargo el ritmo de liquidación se ha incrementado en promedio un 61% en los últimos cuatro meses, ya que mientras el promedio observado entre octubre 2003 y mayo 2004 fue de 834 millones de dólares mensuales, para el período jun04-sept04 fue de 1.346 millones de dólares. En el mes de septiembre se aprobó la adjudicación de divisas en el orden de 2.430 millones \$ y se liquidaron 1.467 millones \$. Este proceso ha alentado la recuperación de los niveles de importaciones en el año que tendrán un crecimiento del 58%, para concluir el año en 16.400 millones de dólares e incrementando la intensidad de importaciones a PIB de 12% en 2003 a 16% en 2004.

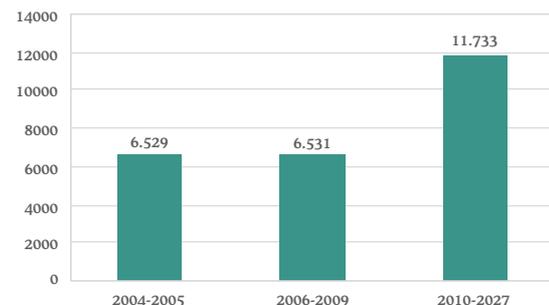
### Venezuela: últimos datos mensuales

	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
Inflación (% anual)	23,1	21,8	22,4	21,8	21,9	20
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	6,9	7,0	7,0	7,2	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	10,7	11,3	11,9	12,7	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	23,6	23,4	22,6	23,3	20,7	21,1
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 *	11,3	11,6	11,4	10,8	10,5	9,7
Spread soberano (Global 2027) *	566	599	554	544	504	462
M2 (% anual)	57,2	53,2	53,1	52,8	53,3	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (dic-97=100)	86	87	89	89	90	89
BBVA-MAP Venezuela (jun-95=100)	188	207	201	212	232	239

\* Media mensual

### Proyecciones de vencimientos deuda pública

(millones de \$)



Fuente: Ministerio de Finanzas

### Evolución del precio del petróleo y del spread soberano de Venezuela (2004)



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios

## 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	3,4	1,9
<b>UEM</b>	0,9	0,5	1,8	2,1	2,3	2,0	2,4	1,8
<b>Japón</b>	-0,3	2,6	4,2	2,4	-0,3	-0,4	-0,2	0,0

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	15/10/04	dic-04	jun-05	dic-05	15/10/04	dic-04	jun-05	dic-05
<b>EE.UU.</b>	1,75	2,00	2,50	3,50				
<b>UEM (\$/€)</b>	2,00	2,00	2,50	3,00	1,25	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	7,0	3,8	41,0	3,7	6,1	8,0
<b>Brasil</b>	1,9	-0,2	4,3	3,8	12,5	9,3	7,5	6,0
<b>Chile</b>	2,0	3,3	5,2	5,5	2,8	1,1	2,6	2,5
<b>Colombia</b>	1,8	3,9	4,0	4,0	7,0	6,5	5,8	5,5
<b>México</b>	0,7	1,3	4,0	3,6	5,7	4,0	4,6	4,0
<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	10,5	4,5	25,9	10,2	10,5	9,5
<b>Venezuela</b>	-8,9	-9,2	12,3	2,1	31,2	27,1	21,3	23,4
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	-0,5	1,4	5,0	3,8	13,2	7,1	6,7	6,2

	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	2,7	0,4
<b>Colombia</b>	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4	-2,0	-1,8	-1,9	-2,7
<b>México</b>	-1,2	-0,6	-0,3	-0,1	-2,2	-1,5	-1,8	-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	-4,1	-4,2	8,1	10,3	10,8	12,6
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-4,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>

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

	Tipo de cambio (% 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	3,17	30,0	3,8	4,0	6,0
<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	3,8
<b>Colombia</b>	2865	2778	2607	2841	7,7	7,9	7,9	8,2
<b>México</b>	10,31	11,24	11,61	11,85	7,0	6,0	7,8	8,6
<b>Perú</b>	3,51	3,46	3,32	3,40	3,8	2,5	3,0	4,5
<b>Uruguay</b>	27,22	29,34	28,50	30,50	69,9	4,0	n.d.	n.d.
<b>Venezuela</b>	1387	1600	1920	2714	26,8	15,1	12,4	13,1

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

## Argentina

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	8,7	7,0	3,8
Inflación (% , fin de año)	3,7	6,1	8,0
Balanza comercial (m.M. \$)	15,5	11,3	8,8
Cuenta corriente (% PIB)	6,3	2,6	0,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	18,5	19,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,96	3,05	3,17
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	6,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	53

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	4,3	3,8
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	2,6	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	3,0	7,4	4,8
Cuenta corriente (% PIB)	-0,8	2,7	0,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,9	17,0	17,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	599	590	596
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,0	1,9	1,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,3	2,3	3,8
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	5,8	5,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,2	0,3	-1,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,9	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	10,9	13,0	13,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2778	2607	2841
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	79	76

## México

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	1,3	4,0	3,6
Inflación (% , fin de año)	4,0	4,6	4,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-5,7	-6,0	-9,1
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	-0,1
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,0	7,8	8,6
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	3,32	3,40
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	93	92

## Uruguay

	2003	2004p	2005p
PIB (%)	2,5	10,5	4,5
Inflación (% , fin de año)	10,2	10,5	9,5
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	28,50	30,50
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	83	84

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	23,4
Balanza comercial (m.M. \$)	14,8	16,2	16,0
Cuenta corriente (% PIB)	10,3	10,8	12,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,3	20,8	22,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1600	1920	2714
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-5,1	-4,1	-4,2
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	15,1	12,4	13,1
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	98	95	82





## 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.