BBVA Banco Continental

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2005

Detrás de la euforia
Se mantiene el dinamismo de la actividad
Ventajas de una apertura comercial
Inflación: perspectivas para el 2005
Desdolarización e intervenciones cambiarias esterilizadas
Artículo: crecimiento económico y sistema bancario

Indice

Fecha de Cierre: 03 de diciembre del 2004

Editorial

Detrás de la euforia 2
En esta edición 3

I. Entorno internacional

Entorno global 4
Entorno regional para América Latina 6

II. Entorno macroeconómico

Se mantiene el dinamismo 7
¿Qué se viene? 9
Recuadro: ventajas de una apertura comercial 10
Recuadro: el impulso fiscal y la actividad económica 11
Inflación: perspectivas para las próximos meses 12
Recuadro: inflación y tipo de cambio 13

III. Entorno financiero

Política monetaria: moviéndose hacia una posición más neutral 14
El sol sigue fuerte 15
Recuadro: desdolarización e intervenciones cambiarias esterilizadas: el proceso de recomposición de los portafolios 16

IV. Artículo

Crecimiento económico y el sistema bancario: algunas pautas para la economía peruana 17

V. Estadísticas y proyecciones 20

VI. Indice de actividades 21

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
José Luis Escrivá
Subdirector:
David Taguas

Economistas Jefe:
Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso
Argentina: Ernesto Gaba
Chile: Joaquín Vial
Colombia: Daniel Castellanos
Perú: David Tuesta
Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz
Escenarios Financieros: Maite Ledo

Indice de competitividad

	Puesto 2004	Puesto 2003
Finlandia	1	1
Estados Unidos	2	2
Chile	22	28
México	48	47
Costa Rica	50	51
El Salvador	53	48
Uruguay	54	50
Brasil	57	54
Panamá	58	59
Colombia	64	63
Perú	67	57
República Dominicana	72	62
Argentina	74	78
Guatemala	80	89
Venezuela	85	82
Ecuador	90	86
Bolivia	98	85

Fuente: The World Economic Forum 2004

Editorial

Detrás de la euforia

La economía continúa mostrando buenos resultados macroeconómicos. Así la actividad productiva registra 39 meses de crecimiento ininterrumpidos. La dinámica comercial, beneficiada por el inmejorable contexto de los *commodities*, ha repercutido positivamente sobre la cuenta corriente, registrando la balanza comercial niveles de superávit nunca antes observados. En el plano fiscal, el gobierno ha conseguido mantener una senda de reducción gradual del déficit desde un 3,4% del año 2000 a un estimado de 1,4% para este año. Si es que el gobierno realmente se lo propone, y las condiciones externas no se ajustan dramáticamente, existen altas probabilidades de que las cosas marchen bien el 2005. Pero, ¿es esto suficiente y duradero?

En este clima de "euforia", que ha llevado incluso a contar con dos *up grades* por parte de Standard & Poor´s y Fitch Ratings (ambas de BB- a BB), se han venido presentando paralelamente varios cambios preocupantes en el ámbito microeconómico, notándose, lamentablemente, un mayor intervensionismo en los mercados.

Así, en el ámbito comercial, no obstante encontrarnos negociando un Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos, se ha experimentado un retroceso respecto a nuestro grado de apertura. Para ello basta observar las modificaciones experimentadas en la estructura de partidas arancelarias en los últimos cuatro años, que denotan una mayor dispersión. En esta misma línea (de retroceso), se encuentran las decisiones tomadas por el organismo regulador de libre competencia (Indecopi) estableciendo jurisprudencia más proteccionista.

Los organismos reguladores de monopolios naturales (telefonía, infraestructura, etc.) también han tomado algunas decisiones discutibles sobre la manera de regular las tarifas, dejando los anteriores esquemas de productividad, y dirigiéndose a uno de control de beneficios, alterando las reglas de juego sobre importantes inversiones y haciendo menos claro el resultado de las revisiones tarifarias.

Dentro de esta perspectiva más intervencionista, se encuentran las iniciativas de la Comisión de Defensa del Consumidor del Congreso, que pretende establecer topes a las comisiones bancarias. Como ha demostrado la literatura económica, este tipo de medidas de control del mercado, son sumamente perjudiciales para una correcta asignación de los recursos. En el caso puntual del sistema bancario, estas medidas limitan su desarrollo y restringen también las posibilidades de crecimiento económico (ver artículo al interior de esta edición).

Se podría continuar con una lista mayor de este tipo de medidas. No obstante ello, los que toman estas decisiones no parecen darse cuenta aún de que en el último ranking de competitividad, elaborado por *The World Economic Forum*, el Perú ha experimentando, en tan solo un año un descenso de diez puestos, estando ahora ubicados en el lugar 67 de una lista de 104 países. En temas de competitividad, como se ve, no hay euforia que valga.

La única receta para crecer a largo plazo, es ser más competitivo, hecho que descansa indiscutiblemente en los mercados, no en una mayor intervención. Basta revisar la vasta literatura de crecimiento económico que resalta la hegemonía del mercado como generadora de incentivos correctos para la inversión privada y la innovación tecnológica. El rol del gobierno debe preocuparse en que estos incentivos funcionen, buscando mayor competencia cuando no la haya, a través del desarrollo de un claro marco legal. Asimismo, debe ceñirse a sus funciones básicas: (i) una correcta política de educación que ayude al crecimiento del capital humano; (ii) una política de salud eficiente y financiable; y (iii) hacer que los derechos de propiedad se defiendan brindando seguridad y haciendo que el poder judicial funcione de manera efectiva.

En esta edición...

La economía peruana continúa disfrutando de una fase de expansión, que ha permitido obtener importantes mejoras en las cuentas fiscales, externas y financieras. Como se sabe, esta expansión se ha visto favorecida por un contexto de recuperación económica mundial, sin presiones inflacionarias, que han permitido buenos precios para nuestros principales productos de exportación, y bajas tasas de interés internacionales. Así, en nuestra sección de **Entorno internacional**, se describen las condiciones actuales y perspectivas para el 2005. Se espera que se mantenga el crecimiento de la economía global, con ajustes graduales en las tasas de interés, lo que configura un escenario moderadamente optimista para el próximo año. Sin embargo, habrá que estar atentos a: los ajustes que puedan irse produciendo en China; el manejo de los desequilibrios en Estados Unidos; y, el escenario del petróleo. En el ámbito regional, se espera que las economías latinoamericanas, sobre todo Brasil, no presenten mayores apuros.

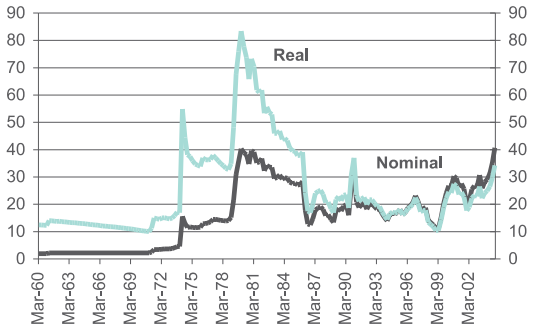
Teniendo en cuenta ello, en nuestra sección de **Entorno macroeconómico,** analizamos el actual ciclo de expansión nacional, que a todas luces parece continuar alargándose. En este contexto, el gasto público empieza a retomar importancia (ver recuadro de **impulso fiscal y actividad económica**), el consumo se ve fortalecido todavía por el escenario de bajas tasas de interés y de apreciación cambiaria, mientras que, la inversión recoge los efectos de la ampliación de capital, no sólo en sectores extractivos, sino también en actividades industriales, asociadas a la exportación no tradicional. Las negociaciones de un Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos y el ingreso de China a este país, viene incentivando, al parecer, mayores inversiones. En este sentido, discutimos al interior la **Importancia de la apertura comercial**, a la luz de la literatura económica y experiencias internacionales.

La tendencia de la inflación parece estar controlada en este momento, al margen de que se discuta la posibilidad de cumplir o no la meta de este año. En general, se puede observar que la presión generada por el precio del petróleo y las restricciones de oferta de los productos agrícolas, ha sido atenuada por el contexto apreciativo del tipo de cambio a través de sus diferentes canales (ver recuadro: **Inflación y Tipo de Cambio**). Se espera que la inflación continúe con esta tendencia decreciente durante el 2005.

La trayectoria apreciativa del tipo de cambio, también ha venido generando debate respecto a la manera como debiera comportarse la política monetaria, dada las intervenciones sistemáticas del BCR a través de la compra "esterilizada" de dólares mediante Certificados de Depósitos, en un intento por suavizar el fortalecimiento del sol sin generar presiones inflacionarias. El debate se ha centrado en término de los objetivos que debiera cumplir este mecanismo, como el evitar que se pierda competitividad exportadora, versus las opiniones que sostienen que éste no es consistente con un esquema de metas de inflación. En el recuadro de **Desdolarización e intervenciones cambiarias esterilizadas**, discutimos estos aspectos desde una perspectiva de la recomposición de los portafolios, tratando de reflexionar respecto a como racionalizar estas intervenciones bajo el esquema de metas de inflación actual.

Finalmente, se presenta el artículo **Crecimiento económico y el sistema financiero: algunas pautas para la economía peruana**, donde a la luz de la teoría económica se analiza los efectos positivos que trae a la economía el desarrollo financiero de un país. Además de establecer los canales a través del cual el sistema financiero trae beneficios a una nación, se discute la forma como éste debe ser llevado a cabo, y las políticas que se deben evitar. Por ejemplo, iniciativas de controlar tasa de interés o comisiones bancarias, son medidas que debieran estar fuera de cualquier consideración razonable.

Precio del petróleo tipo Brent (US$/barril)



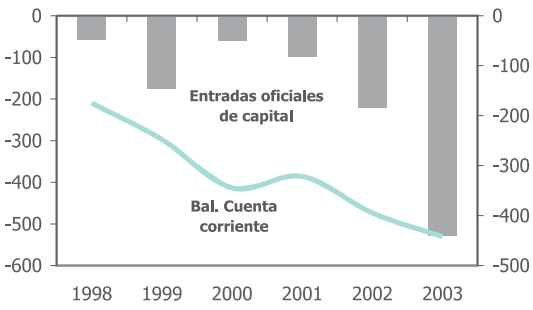
Fuente: BBVA

Tamaño del choque petrolero

Aumento del precio del petróleo			
	Nominal	Real	No. de meses
2000	344%	249%	20
actual	219%	154%	18

Fuente: BBVA

EEUU.: Balanza por cuenta corriente y entrada oficiales del capital (En mm$)



Fuente: BBVA basado en estadísticas nacionales

I. Entorno internacional

Entorno global

La economía mundial mostrará en 2005 el tercer año consecutivo de expansión de la actividad. El crecimiento se moderará respecto al observado el último año, consecuencia de la combinación de unas condiciones monetarias que deben ser menos expansivas, y del impacto del aumento del precio del petróleo, que debería moderar la actividad en las economías industrializadas.

En este entorno de expansión de la actividad, cabe esperar que las políticas monetarias vayan ajustando gradualmente sus tasas de interés a niveles menos acomodaticios, siguiendo la pauta que se ha iniciado en 2004 en EEUU o en China, que parece haberse completado ya en economías como Reino Unido o que debería iniciarse el próximo ejercicio en la UEM.

Ahora bien, este escenario de ajuste gradual al alza de las políticas monetarias puede verse cuestionado por diversos factores: el petróleo, el déficit corriente de EEUU o el ajuste de la economía china. En EEUU, la combinación de estos factores apunta hacia riesgos al alza en las tasas de interés, con un desacoplamiento respecto a la situación de la UEM donde el balance de riesgos es a la baja.

El petróleo y la reacción de los bancos centrales

Las expectativas respecto al precio del crudo, que han jugado un papel protagonista en 2004, seguirán siendo importantes en el próximo año. El principal temor respecto al petróleo deriva en que las recesiones de los últimos treinta y cinco años en la economía mundial han estado vinculadas en mayor o menor medida a elevados precios del petróleo. Sin embargo, actualmente se observan algunas diferencias. En primer lugar, en magnitud, el choque actual es más moderado y gradual que en el pasado, como se observa cuando se analizan los precios en términos reales. En segundo lugar, la dependencia de los países industrializados respecto al petróleo se ha reducido en los últimos años. Finalmente, en el pasado predominaron elementos de oferta como determinantes del alza de precios del crudo. En la actualidad se da una combinación más equitativa entre elementos de oferta y de demanda.

El petróleo, por tanto, tiene un impacto negativo, aunque posiblemente moderado en la actividad, pero no hay que olvidar que tiene un impacto alcista sobre los precios. En este sentido, genera un dilema para los bancos centrales. Con inflaciones bajo control, estos podrían dar más ponderación en sus funciones de reacción a la actividad, lo que no ocurriría ante sorpresas al alza de la inflación, más probables en EEUU que en la UEM donde la apreciación cambiaria limita el impacto del choque del petróleo.

Dos motores con incertidumbres

Las principales interrogantes para los próximos meses radican en las dos economías que están actuando como motores de la actividad, China y EEUU. El notable déficit por cuenta corriente alcanzado en EEUU se percibe cada vez más como insostenible, especialmente ante la creciente perspectiva de que, tras la victoria electoral de Bush, no sólo no se van a producir ajustes en la política fiscal en los próximos meses, sino que más bien se avanza en la dirección de mayor gasto público y más recortes impositivos. China constituye la otra fuente de incertidumbre. Su crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de las medidas de restricción del crédito adoptadas este año. El reto es cómo moderar el crecimiento de forma gradual, evitando que se produzca un ajuste brusco de la actividad. El inicio del ciclo alcista de tasas en esta economía ha reavivado algunas

expectativas de que se avance hacia mecanismos de mercado y en particular a que se produzca una revaluación de la divisa china respecto del dólar en los próximos meses.

Esto es, las decisiones económicas parecen ir en sentido contrario al deseado en los Estados Unidos, con una posible decepción en las expectativas de ajuste en las cuentas fiscales, o con aquellas que no terminan de materializarse, como ocurre con el caso del sistema cambiario chino. Por ello, todo apunta a que a los ajustes necesarios van a continuar produciéndose por la vía de las variables financieras.

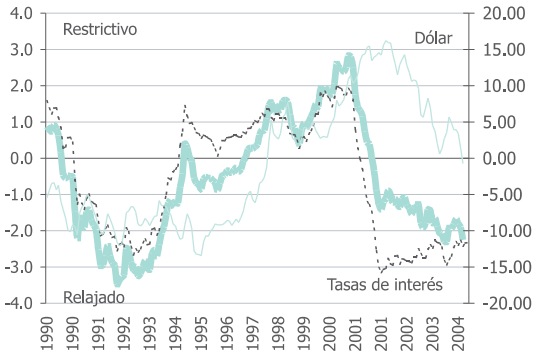
La notable dispersión de los saldos de las balanzas por cuenta corriente entre países se amplifica año a año. Los más optimistas consideran que ello es el producto de unos mercados de capitales más amplios y de un menor sesgo doméstico en las decisiones de los inversores. Frente a esta visión, la depreciación del dólar y la ampliación del diferencial de tasas de interés de EEUU respecto a la UEM reflejan el temor de que la situación actual sea poco sostenible. Estos dos canales, divisa y tasas de interés, reflejan que hay una menor voluntad de seguir financiando el creciente déficit corriente estadounidense. A mediano plazo tendrán un reflejo en mayores presiones inflacionistas y menor actividad en la economía estadounidense, cuya magnitud dependerá de la magnitud y la velocidad del ajuste financiero.

A corto plazo, el problema es que gran parte de este ajuste financiero se está produciendo con costos para la UEM, cuya expansión, muy dependiente del sector exterior, se ve frenada por la apreciación de su divisa. En consecuencia, se enfrían las expectativas de ajuste al alza de las tasas de interés del BCE. Por su parte, la resistencia de las autoridades chinas a apreciar su divisa está generando un efecto adicional en los mercados: China realiza fuertes intervenciones en el mercado cambiario en forma de compra de bonos extranjeros. Ello contribuye a mantener bajas las rentabilidades de los países industrializados. La posibilidad de que esta demanda se esté desplazando hacia activos denominados en euros acentúa los movimientos que se observan en el mercado financiero: un euro más apreciado y un diferencial de tasas negativo para la UEM. Es además un reflejo de la vulnerabilidad de la situación de EEUU ante un cambio en la composición de las reservas de los bancos centrales asiáticos. La razón: los flujos de inversión directa que tenían un notable protagonismo en la segunda mitad de los noventa en la financiación del déficit corriente de EEUU, han sido reemplazados actualmente por flujos oficiales, ligados a los movimientos de reservas en estos bancos centrales.

Escenarios financieros para 2005

Tomando en consideración las incertidumbres que se mantienen para los próximos meses, se describen tres escenarios para las variables financieras. El primero, el escenario base, vendrá caracterizado por el ajuste gradual de los tasas de interés al alza, que en el caso de EEUU supondría terminar el año 2005 con tasas del 3,5% para los fondos federales y por un dólar-euro relativamente estable en torno a 1,3. El segundo que conlleva tasas bajas, es más probable en la UEM que en EEUU, y un dólar que se depreciará hacia niveles de 1,35 con el euro a finales de 2005. El tercero, más probable en niveles del 4,5% para los fondos federales a fin del 2005, y del 6,5% para los tasas a 10 años, y con un dólar más depreciado

EEUU: índice de condiciones monetarias



Fuente: BBVA

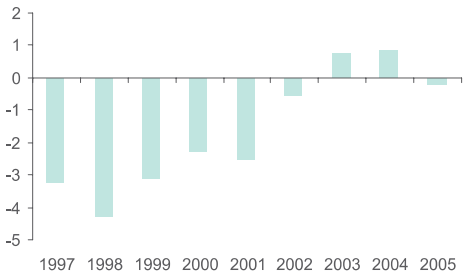
Resumen de previsiones

EEUU.: escenario base

	Jun. 05	Dic. 05
Fed funds	3.25	3.75
Tasa 10 años	5.10	5.50
Dólar Euro	1.28	1.30

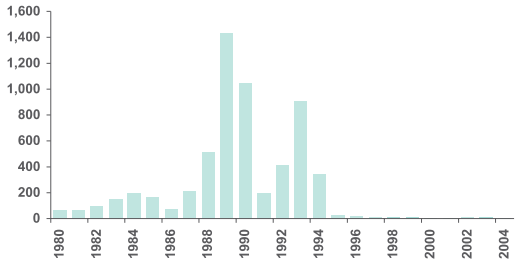
Fuente: BBVA

Cuenta corriente Latam (% del PBI)



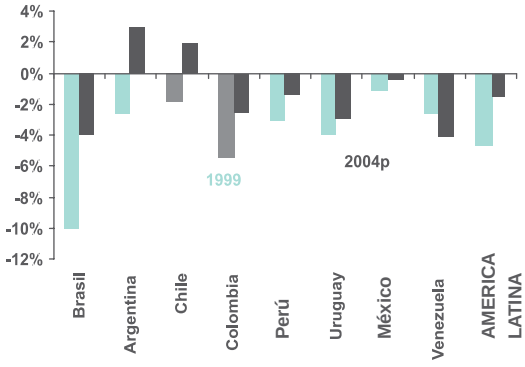
Fuente: BBVA a partir de estadísticas nacionales

Inflación en América Latina (Var. % anual)



Fuente: BBVA a partir de estadísticas nacionales

Deficit público (% del PBI)



Fuente: BBVA a partir de estadísticas nacionales

Entorno regional para América Latina

Hasta el primer trimestre de este año, los mercados internacionales de deuda experimentaron un incremento en la liquidez que trajo como consecuencia una reducción considerable del costo de pedir prestado. Esta situación ha beneficiado fuertemente a las economías de la región, y de manera más importante a países con grado de inversión como Chile y México, los cuales gozan de niveles de deuda relativamente bajos y han aprovechado para mejorar el perfil de vencimiento de lo que deben.

Otra de las características positivas del pasado *rally* de deuda es que la mayor accesibilidad a fondos no se ha traducido en desequilibrios importantes en las cuentas externas. En particular, la cuenta corriente presenta un superávit al finalizar el 2004 y durante el próximo año se observará un déficit relativamente bajo. Así, a diferencia de otros periodos donde la región enfrentó un incremento generalizado en las tasas de interés mundiales, hoy en día existe un nivel de endeudamiento de corto plazo manejable, con reservas internacionales suficientes para mantener las monedas estables. Más aún, los flujos hacia algunos países de la región han mejorado en su composición volviéndose más estables. Tal es el ejemplo de México, donde las remesas de inmigrantes se han convertido en una fuente de divisas constante e importante (superior incluso a la inversión extranjera directa).

Durante el 2004, las economías de América Latina se vieron beneficiadas por un incremento significativo en los precios de las materias primas. Países exportadores netos de petróleo como Colombia, México y Venezuela, vieron cómo sus términos de intercambio mejoraron fuertemente a lo largo del año. Además, otros bienes primarios como el cobre, el azúcar y el café también presentaron aumentos en precios que beneficiaron a varios países de la región. Aunque no esperamos que este escenario se repita durante el 2005, sí creemos que los cambios no tendrán un impacto negativo sobre la región. En particular, aún y cuando esperamos que los precios del petróleo y la soya se reduzcan durante el próximo año, los términos de intercambio para países especialmente afectados como Argentina se mantendrían en niveles relativamente altos.

Por otro lado, la calidad de las instituciones domésticas ha mejorado. Esto se ha visto reflejado en el convencimiento de los gobiernos de la región en que el crecimiento económico sólo se puede alcanzar en un marco de disciplina monetaria y fiscal. En este aspecto, las ganancias obtenidas en América Latina son importantes en términos de reducción de la inflación. Esta ha permanecido por debajo de los dos dígitos en 6 de los últimos siete años y esperamos que se coloque alrededor del 6,7% al final del 2004 y cercana al 6,2% en el 2005.

Asimismo, la reducción del déficit fiscal en varias economías de la región ha sido significativa. Con excepción de Venezuela, todos los gobiernos de las naciones más grandes de la región han mejorado su posición financiera con respecto a 1999. Cabe mencionar ejemplos como los de Brasil, Colombia y Perú, donde los cambios han sido significativos.

Además, pasado el episodio de inestabilidad en Venezuela, la región gozará de un año de relativa calma en el ámbito político. En particular, sólo se esperan 6 elecciones en toda la región, comparadas con las 13 celebradas en 2002 o las 18 de 1994. Por lo tanto, el tema político no será un factor importante para América Latina en el 2005.

Resumiendo todo lo anterior, 2005 presenta un panorama relativamente optimista para la región, dado el escenario internacional y la coyuntura regional. Sin embargo, esta calma debería ser aprovechada para implementar las reformas estructurales que tanto se necesitan para asegurar el crecimiento a futuro, dada la incertidumbre en las condiciones internacionales a partir del 2006. Entre estas medidas destacan, la reforma en la seguridad social, la mayor generación de ingresos tributarios y el establecimiento de un sistema judicial que garantice el respeto a las leyes.

II. Entorno macroeconómico

Se mantiene el dinamismo

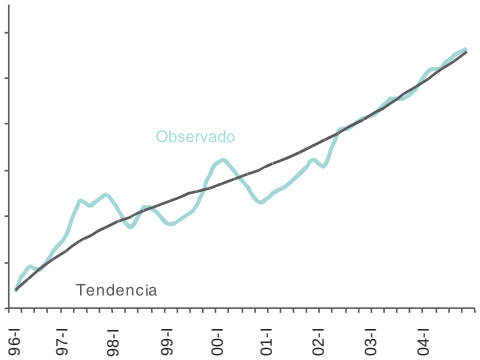
Con las cifras macroeconómicas del tercer trimestre, el actual ciclo económico acumula 39 meses consecutivos de expansión, logrando que la economía crezca a niveles cercanos al de su tendencia. Una condición que permitiría acelerar el nivel de crecimiento de mediano y largo plazo, es la mayor presencia de inversiones en el país.

En lo que va del año, el crecimiento de la inversión proveniente del sector privado sigue manteniendo un dinamismo alentador, al registrar una variación interanual cercana al 9%. Si bien, estos niveles son destacables, más aún tomando en cuenta la notoria presencia de ruido político y de los continuos cambios en la legislación, especialmente en los referidos a temas tributarios, éstos todavía se encuentran por debajo de los alcanzados en la década de los 90's, donde la inversión privada llegó a representar el 20% del PBI frente al 16% actual.

Ante esto, una de las opciones para volver a lograr dichos niveles de inversión es la implementación de una serie de reformas estructurales, las cuales apuntan al desarrollo de la competitividad en el país, y por ende, al crecimiento sostenido en el largo plazo. Un reciente estudio elaborado por el Banco Mundial sobre diversos aspectos administrativos y burocráticos que permite analizar qué tan fácil es hacer empresa en un país, señala algunos indicadores que revelan la necesidad de realizar cambios urgentes en el Perú. Por ejemplo, los procedimientos administrativos hacen que empezar un negocio tome 98 días, número mayor al promedio regional (70 días) y al de la países pertenecientes a la OECD (25 días). Asimismo, el número de días para hacer cumplir los contratos comerciales es de 441 (462 días como promedio de región y 229 para la OECD), en tanto que el índice de rigidez laboral es uno de los más altos de la Región. Estos indicadores identifican tres áreas donde se hace imperioso realizar reformas: (i) simplificación de los procesos administrativos en el sector público, (ii) celeridad en el poder judicial, y (iii) flexibilización del mercado laboral. Algunas estimaciones para países en vías de desarrollo muestran que la realización de reformas conjuntas en estas áreas, con objetivos tan simples y concretos como la reducción a la mitad del tiempo que tome abrir un negocio o hacer cumplir contratos, pueden elevar la tasa de crecimiento de largo plazo entre 0,5 y 1,0 puntos porcentuales.

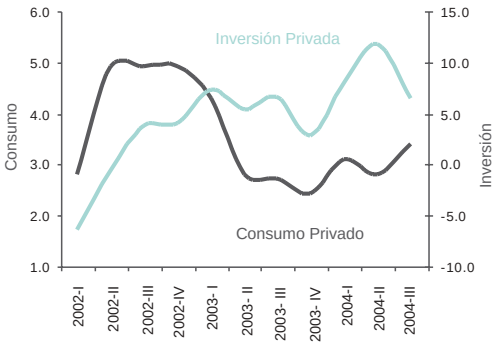
Otro componente de la demanda interna que viene destacando es el consumo privado. Dicha variable continúa reflejando un buen dinamismo, al registrar una tasa de crecimiento de 3,4%, que se ubica por encima de los resultados obtenidos en los 2 primeros trimestres del presente año. Este resultado concuerda con la mejora de ciertos indicadores tales como el aumento en la producción nacional de bienes de consumo masivos –alimentos no primarios, bebidas, productos de limpieza y tocador, etc.-; la mayor colocación de créditos de consumo e hipotecarios, los cuales alcanzan una variación de 14,2% y 12,8%, respectivamente, frente al cierre del año pasado; la creciente demanda de importaciones de bienes de consumo, que registran una expansión acumulada de 10% en los primeros 9 meses del año, entre otros.

Producto bruto interno



Fuente: BBVA Banco Continental

Consumo e inversión privada (Var % anual)

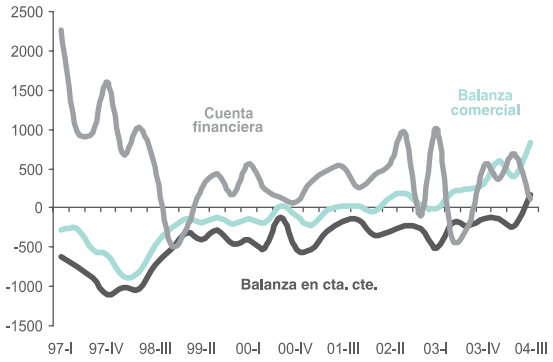


Fuente: BBVA Banco Continental

Demanda Agregada: últimos datos trimestrales

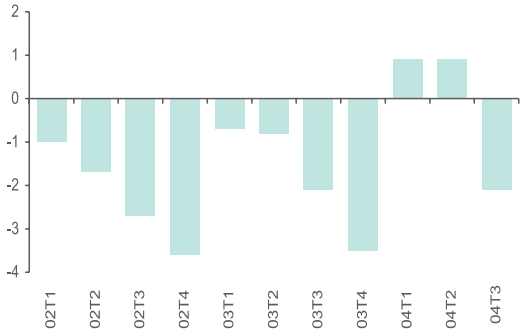
(% anual)	IV-03	I-04	II-04	III-04
Consumo total	2,7	2,8	2,8	3,7
Privado	2,4	3,1	2,8	3,4
Público	5,0	-0,2	2,9	6,5
Formación Bruta de Capital Fijo	4,5	5,3	7,5	6,9
Privada	4,5	8,0	11,7	6,5
Pública	11,7	-11,9	-13,0	9,0
Demanda Interna	**2,2**	**2,8**	**4,4**	**3,1**
Exportaciones de Bienes y Servicios	5,8	13,8	5,8	17,8
Importaciones de Bienes y Servicios	1,8	1,4	11,5	10,0
PBI	**2,9**	**4,9**	**3,6**	**4,8**

Cuenta corriente (US$ millones)



Fuente: Banco Central de Reserva

Resultado del sector público no financiero (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

Por su parte, el destacable comportamiento de la demanda externa sigue ubicando a este componente como uno de los más importantes pilares que tiene la economía peruana. Así, en el tercer trimestre, las exportaciones registraron un fuerte incremento (45,2%), lo cual permitió acumular un superávit comercial de más de US$ 2.000 millones en los últimos 12 meses. Cabe destacar que ello responde a las mayores ventas al exterior de productos no tradicionales, así como a la alta cotización de las materias primas en el mercado internacional. De este modo, la favorable cuenta comercial permite tener un crecimiento económico con una menor vulnerabilidad externa respecto a anteriores ciclos expansivos como el de mediados de los 90's, donde el déficit de cuenta corriente llegaba a niveles cercanos al 5% del PBI.

Respecto a los resultados del sector público, hay que indicar que éstos difieren significativamente de los obtenidos en la primera parte del año. En este trimestre, hay un mayor impulso fiscal por parte del Estado, como consecuencia de la recuperación del consumo y de la inversión pública.

Sin embargo, al igual que con la inversión privada, todavía queda pendiente la necesidad de hacer ciertos ajustes en las cuentas fiscales. Uno de ellos sería la reestructuración del servicio de la deuda externa, la cual muestra un panorama donde la presencia de "jorobas" en los próximos años, podría causar ciertos apuros si no se toman las precauciones del caso. Otros temas a corregir, son la reducción de las exoneraciones tributarias; la ampliación de la base tributaria a través de la aplicación de medidas que busquen combatir la evasión; mejorar la eficiencia en el gasto del sector público; y promover una descentralización fiscal eficiente que no ponga en riesgo las finanzas públicas. Sin lugar a dudas, el avance más destacable en lo que se refiere a las reformas en las cuentas fiscales, es el cierre definitivo del régimen pensionario de la "Cédula Viva". Esta decisión le permitirá al Estado poder gozar de una mayor capacidad de maniobra en sus cuentas fiscales a largo plazo, ya que no estaría "atado" al ajuste automático que se producía en este régimen pensionario, de acuerdo al incremento que se diera en los salarios de los trabajadores activos.

En la actividad sectorial, la recuperación del dinamismo responde a la buena evolución de la industria manufacturera, especialmente a la vinculada con la actividad no primaria, la cual viene creciendo sostenidamente desde inicios del año, y al de la minería e hidrocarburos.

Mención aparte merece el desempeño de la industria, ya que el continuo crecimiento de la manufactura no primaria está generando dos efectos importantes. El primero de ellos está referido a la mayor utilización de la capacidad instalada por parte de las empresas, donde inclusive, existen ramas productivas, tales como textiles, lácteos y plásticos, que están funcionando a niveles cercanos al 100% de su capacidad.

Sectores Productivos: últimos datos trimestrales

(% anual)	IV-03	I-04	II-04	III-04
PBI	**2,9**	**4,9**	**3,6**	**4,8**
Agropecuario	-0,4	1,8	-4,6	-1,1
Pesca	7,5	13,1	26,0	33,7
Mineria	4,9	12,4	2,5	1,5
Manufactura	0,6	4,6	6,1	6,1
Primaria	-4,4	1,4	6,8	1,5
No primaria	2,1	5,3	5,9	7,1
Construcción	3,9	7,2	4,0	3,5
Comercio	1,2	3,1	1,8	4,3
Servicios	4,3	5,4	4,2	6,8

En los casos de los hilados y tejidos de puntos, su alto nivel de capacidad utilizada responde a la mayor demanda proveniente del exterior. Cabe indicar que esto surge gracias a los beneficios obtenidos por acuerdos comerciales como el ATPDEA. Asimismo, estas ramas son las principales demandantes de insumos y bienes de capital provenientes del exterior. Ello les permite mantener un cierto grado de tecnología, con el cual pueden competir en el mercado internacional y convertirse en una de las actividades más dinámicas del país.

El segundo efecto está vinculado con el mercado laboral. Las mejores condiciones que enfrentan las empresas han permitido reactivar la demanda de mano de obra e incrementar los ingresos salariales. Así encontramos que al cierre del mes de octubre, el empleo en las empresas con más de 11 trabajadores viene creciendo, en promedio, a un ritmo cercano al 2,5%. Ello ha venido acompañado por una mayor demanda de personal con mayor grado de educación frente a los que cuentan sólo con primaria y secundaria incompleta, situación que podría servir de explicación para el mayor crecimiento del empleo formal respecto al informal. Lo más destacable de todos los resultados que se han mencionado, es que se está logrando mantener y, a la vez, fortalecer una estrecha relación entre la mejora en la posición externa del Perú con la dinámica de los sectores del mercado interno.

¿Qué se viene?

Como se señalara, la actividad económica viene mostrando uno de sus ciclos expansivos más largos, en el cual ninguno de sus componentes muestra señales de desaceleración. Por el contrario, las perspectivas de cada componente de la demanda muestra un horizonte bastante atractivo.

La mejora de las perspectivas a futuro de la Confianza del Consumidor harían presagiar que la continuidad de la expansión del consumo se mantendría en el corto y mediano plazo. Igualmente, las mayores importaciones de bienes de capital por parte de industrias que están ampliando gran parte de su capacidad instalada, podrían anticipar una tendencia creciente de la inversión. Por su parte, las cotizaciones de los *commodities* se mantendrían altas para el próximo año, tal como se viene descontando en los mercados a través de las operaciones de futuros.

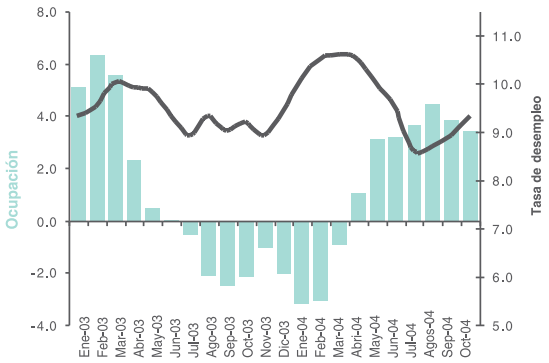
Sin embargo, habría que señalar ciertos riesgos que vienen apareciendo en los últimos meses. Entre ellos destaca el cambio en la regulación de los mercados hacia un mayor intervencionismo del Estado, ya sea a través de los organismos reguladores o del Congreso. El rol regulador del Estado debe entenderse como aquel que propicie mayor competencia, de tal forma que los consumidores y productores se beneficien. Ello no debe confundirse con políticas intervencionistas que, en el largo plazo, generan pérdidas para todos.

Asimismo, los descalces en las cuentas fiscales para el próximo año son otra fuente de preocupación. Dadas las recientes experiencias, es factible suponer que para financiar dichos desbalances, el Estado podría crear nuevos impuestos o aumentar la tasa de los ya vigentes. De ser este el caso, se estaría aumentando aun más la mayor carga tributaria al sector formal de la economía.

Las consecuencias de que los gobiernos sigan aplicando estos tipos de medidas se reflejarían en las decisiones de inversión a futuro por parte de las empresas, las cuales al ver un escenario con esas características optarían por no ampliar su capital físico.

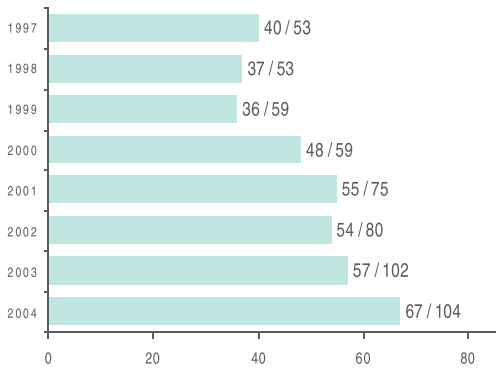
La participación del Estado debiera centrarse en la creación de un ambiente propicio para la inversión, especialmente en los temas legales y tributarios, lo cual apunta a que las "reglas de juego" sean claras y respetadas tanto por los regulados como por los reguladores. Si se logra cumplir con este rol, se estarían dando las condiciones adecuadas para incentivar la competitividad, incrementar la eficiencia de las empresas y, por ende, un crecimiento sostenido en el largo plazo.

Crecimiento del empleo en Lima Metropolitana (Trimestre móvil var. % anual)



Fuente: INEI

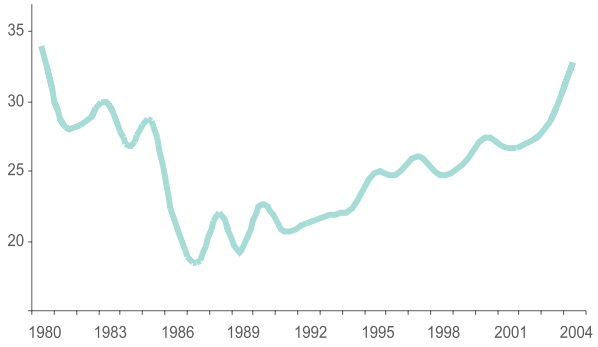
Competitividad en el Perú a nivel mundial



Fuente: World Economic Forum

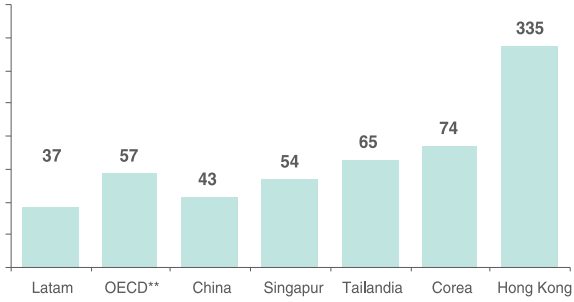
Ventajas de la apertura comercial

Perú: apertura comercial (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

Apertura comercial por bloques * (% del PBI)



* Suma de exportaciones e importaciones de bienes y servicios
* *Alemania, Australia, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón, Noruega, Reino Unido y Suecia.

Fuente: Fondo Monetario Internacional

El término "apertura comercial" hace referencia a las facilidades que tiene una nación para realizar transacciones con otros socios comerciales con la menor interferencia; es decir, sin incurrir en costos artificiales que normalmente son impuestos por los respectivos gobiernos. Desde un punto de vista de eficiencia, se entiende que los precios, al ser reflejo de aspectos productivos de las firmas y de las preferencias por parte de los consumidores, debieran permitir la mejor asignación posible de recursos.

La literatura económica ha demostrado de manera consistente los grandes beneficios que trae una mayor apertura comercial. Por ejemplo, cada vez es más notorio que los países que han alcanzado mayores niveles de desarrollo, así como las economías emergentes que se encuentran en camino a lograrlo -especialmente las pertenecientes al sudeste asiático-, han tenido como motor al comercio internacional. De esta manera, los mayores niveles de crecimiento forman parte de los beneficios que se desprenden directamente de este proceso.
Los canales que permiten que esto sea posible, son diversos: (i) incrementos en la eficiencia de las inversiones, dada la importancia de los bienes de capital importado en las economías en desarrollo; (ii) acceso a mayores mercado, sobre todo para las economías cuyos mercados domésticos son muy pequeños; (iii) la posibilidad de atraer flujos de capital hacia mayores inversiones en economías donde los ahorros domésticos son limitados; (iv) canales endógenos como la difusión de nuevas tecnologías, *"learning by doing"* y educación; (v) incentivos a una mayor disciplina de los gobiernos; (vi) eliminación de comportamientos rentistas que son más bien inspirados por las restricciones del comercio; (vii) el incentivo a la innovación (entrepreneurial activities); entre otras.

Otros beneficios que también han podido identificarse como resultado de una mayor apertura es la generación de mayores puestos de trabajo, aunque debe entenderse que algunos resultados negativos en el corto plazo pueden significar reacomodos de algunas industrias. Asimismo, los efectos positivos, dependen en gran medida del: (i) grado de flexibilidad del mercado laboral; (ii) nivel de educación de la mano de obra y de su capacidad para adaptarse a nuevas tecnologías; y (iii) el mayor peso que tengan las exportaciones manufactureras (más intensivas en mano de obra).

Una menor vulnerabilidad ante shocks externos, es otro de los resultados positivos que pueden ser alcanzados con un mayor grado de apertura comercial. Este factor es vital para economías como la peruana, que en diferentes eventos ha mostrado una mayor exposición a shocks externos -crisis de deuda o de tipos de cambio-. Una mayor profundidad del comercio le permite a las economías estar más preparadas para afrontar este tipo de crisis, mitigando los efectos del canal financiero.

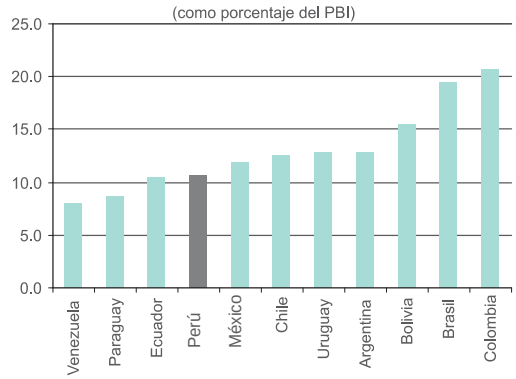
Finalmente, son importantes también la relación positiva que varios estudios -Edwards (1993) y Krueger (2003)- encuentran entre apertura comercial y reducción de la pobreza, tomando como base los beneficios que se generan a partir del crecimiento económico. El grado en que esta última relación se dé, dependerá en gran medida de una serie de aspectos estructurales como reformas en el campo educativo, mejoras institucionales, entre otras.

Sergio Salinas Meza
est_economicos@grupobbva.com.pe

(1) Edwards, Sebastián (1993), "Openness, Trade, Liberalization and Growth in Developing Countries" JEL Vol. 31
(2) Berg, A. y Anne Krueger (2003) "Trade, Growth and Poverty: A Selective Survey", IMF Working Paper Nº 03/30

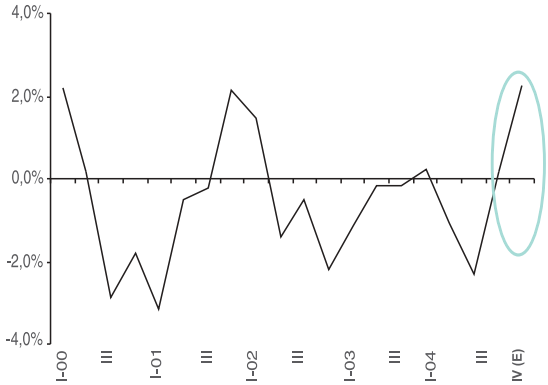
El impulso fiscal y la actividad económica

Importancia del consumo de gobierno en el PBI: promedio 2000-2003



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Perú: indicador de impulso fiscal 1999-2004



Elaboración: BBVA Banco Continental

¿Cómo impacta las políticas fiscales expansivas sobre la actividad económica? Si nos referimos a un escenario de largo plazo, lo importante será que el gasto del gobierno se ciña a la siguiente receta: destinar recursos a áreas que complementen al sector privado; no generar demasiada distorsión sobre la asignación de los mercados; y, respetar un equilibrio fiscal estructural. Por ejemplo, autores como Barro (2003), señalan la importancia que puede jugar la inversión del gobierno en infraestructura. Otros autores, en tanto atribuyen que el papel del gobierno, al menos será neutral si este no genera desincentivos al sector privado [Easterly (2002)].

En un contexto de corto plazo, el impacto dependerá de las características del ciclo económico y de la capacidad de gasto que posea el gobierno. En esta misma línea, los efectos sobre la actividad económica, dependerán del grado de participación que tenga el sector público en la actividad productiva. Por ejemplo, haciendo una revisión de la participación del consumo público respecto al PBI en el ámbito regional, se observa que Colombia y Brasil son los países que poseen una mayor participación (cerca del 20%). En el caso del Perú, el consumo estatal tiene un peso de 10%, aunque cabe añadir que en la década pasada este ratio llego a representar cerca del 6% del PBI.

La posibilidad de llevar a cabo políticas fiscales expansivas en el Perú, presenta serias restricciones para los gobiernos, tanto por el lento ritmo de crecimiento de los impuestos, así como por las dificultades que significa financiar el déficit fiscal de manera responsable (necesidad por cumplir metas fiscales). Estos dos aspectos se constituyen en limitantes para que el gobierno pueda llevar una política fiscal laxa durante períodos largos, hecho que puede ser apreciado en nuestro indicador de impulso fiscal.

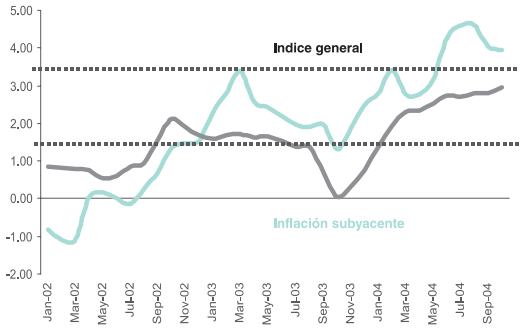
Nuestro indicador de impulso fiscal registra el cambio que presenta la posición de gasto del gobierno respecto al crecimiento de la actividad económica y crecimiento de los ingresos fiscales, tomando para ello un "período base" que se ajusta dinámicamente. La variable está construida de tal forma que un nivel de 0,0% señala una posición neutral de la política fiscal. Como puede apreciarse en el gráfico, entre el 2002 y mediados del 2004, se han presentado diez trimestres en el que la actividad económica no ha recibido impulso fiscal (es más, fue negativo). Con las cifras del tercer trimestre de este año, recién se observa un cambio claro en el indicador de impulso, muy por encima de las expansiones fiscales de la primera mitad del 2000, y de la segunda mitad del 2001. Tal como lo muestra el gráfico, estimamos que el impulso fiscal se expandirá en el cuarto trimestre, dado los compromisos pendientes que el Tesoro Público mantiene.

¿Continuará recibiendo la actividad económica impulso fiscal? Como mencionáramos, las restricciones estructurales de ingresos y financiamiento del déficit, impiden que ello se de por un periodo amplio. Basta observar el comportamiento de los últimos cuatro años, para entender que no se ha podido mantener una posición expansiva por más de dos trimestres continuos.

David Tuesta Cárdenas
davidtuesta@continental.grupobbva.com

(1) Easterly, William (2002) "The Elusive Quest for Growth" The MIT Press
(2) Barro, Robert y Xavier Sala-I-Martin (2003) "Economic Growth" The MIT Press

Indice de precios al consumidor e índice subyacente (Var. % últimos 12 meses)



Fuente: Banco Central de Reserva

Inflación (Tasa acumulada último 12 meses)

	2003	2004	
	Diciembre	Julio	Noviembre
Indice General	**2.48**	**4.61**	**4.07**
Alimentos y bebidas	1.86	7.95	5.12
Vestido y Calzado	0.84	1.10	1.63
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	1.93	5.37	9.17
Muebles y Enseres	1.03	1.05	0.96
Cuid. y Conserv. de Salud	1.86	2.39	2.96
Transportes y Comunicación	8.94	2.12	4.51
Enseñanza y cultura	1.99	1.90	2.08
Otros bienes y Servicios	-0.31	-3.19	-2.89

Fuente: INEI

Inflación: perspectivas para los próximos meses

La inflación ha mostrando una tendencia decreciente desde el mes de agosto, con lo que gradualmente viene descendiendo y se dirige hacia el interior del rango objetivo del Banco Central (1,5%-3,5%). Cabe recordar que, en la primera parte del año, choques de oferta se reflejaron en alzas significativas en los precios de los combustibles y de algunos alimentos. Estos factores empujaron la tasa de inflación por encima del límite superior del rango objetivo, llegando a registrar un nivel máximo de 4,61% en julio.

El escenario base de proyección que se viene considerando para el 2005, asume que: (i) la cotización internacional del petróleo disminuiría gradualmente a lo largo del año, (ii) el tipo de cambio se mantendría relativamente estable, con sesgo a que el sol se aprecie, debido a los sólidos fundamentos económicos, (iii) descenso en los precios de los alimentos que se incrementaron por choques de oferta, y (iv) un movimiento de la política monetaria hacia una posición más neutral, que se materializaría en incrementos moderados de la tasa de referencia del Banco Central. Los tres últimos factores, que ya están operando, continuarían induciendo una desaceleración en el ritmo inflacionario. Así, se estima que la inflación se ubicaría dentro del rango objetivo, a más tardar, en el primer trimestre del 2005, y que al cierre del próximo año se ubicaría alrededor del centro del rango objetivo.

Sin embargo, existen algunos factores de riesgo que podrían modificar este escenario base en los siguientes meses, imprimiendo un sesgo hacia arriba en la proyección:

a. Incremento de los pasajes urbanos. Debido a la subida que han experimentado los precios de los combustibles a lo largo del año, los transportistas vienen evaluando un aumento de los pasajes urbanos. Cabe señalar que la ponderación que tiene este rubro en el índice de precios al consumidor (IPC) es de aproximadamente 8%, por lo que un aumento de 10% tendría una incidencia sobre la inflación de 0,8 puntos porcentuales. Si un incremento de esta magnitud se concreta antes de finalizar el 2004, la meta de inflación del presente año se incumpliría definitivamente. En caso contrario, si el aumento que se viene discutiendo se da el próximo año, la inflación tendría un piso bastante elevado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la meta del 2005.

b. Evolución del precio del petróleo. Si bien la cotización internacional del petróleo ha disminuido con respecto a los máximos que alcanzó hacia finales de octubre, aún persiste la incertidumbre respecto a la velocidad de este descenso. Los factores estructurales apuntan a favor de una normalización del precio, en un entorno en el que la oferta superaría ligeramente la demanda mundial. Sin embargo, los factores geopolíticos y las limitaciones de los principales productores para ampliar rápidamente su producción ante alguna contingencia negativa implican que la probabilidad de un escenario menos favorable sea relativamente elevada.

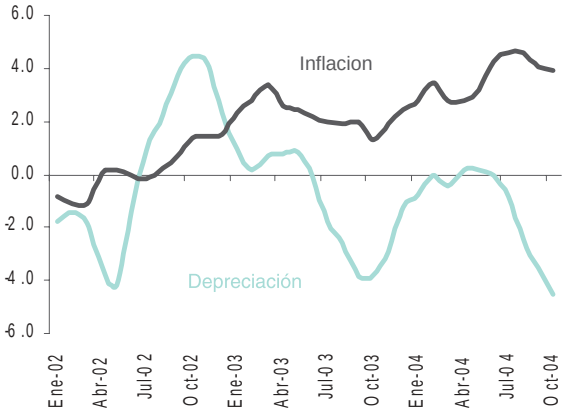
c. Expectativas inflacionarias. Si la inflación se mantiene por encima del rango meta por un tiempo más prolongado, las expectativas podrían modificarse al alza. En este escenario el Banco Central tendría que realizar ajustes más agresivos en su tasa de política.

Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Ago-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04
Indice de Precios al Consumidor-IPC	-0,01	0,02	-0,02	0,29
Indice de Productos Transables	0,27	-0,03	0,29	0,47
- Alimentos Transables	0,40	0,03	-0,33	0,13
- Combustibles	0,57	0,66	2,61	2,84
Indice de Productos No Transables	-0,21	0,05	-0,24	0,14
- Alimentos No Transables	-0,82	-0,30	-1,33	-1,17
Indice Subyacente	0,14	0,02	0,17	0,15
Indice de Precios al por Mayor-IPM	-0,18	-0,10	-0,02	0,35
Indice de Precios-Maquinaria y Equipo	-1,13	-1,09	-0,78	-0,26
Indice de Precios-Materiales de Construcción	1,37	0,13	0,25	0,20

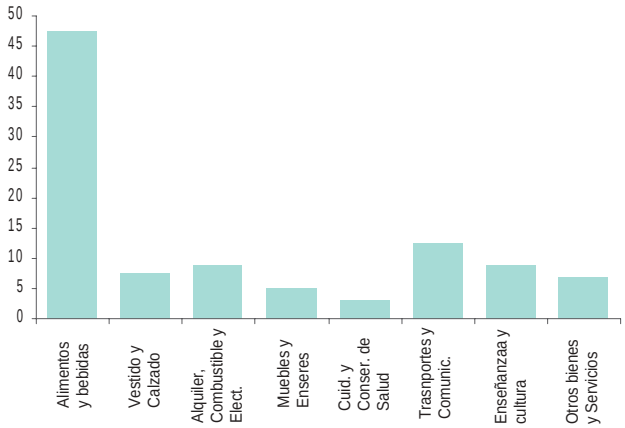
Inflación y tipo de cambio

Depreciación e inflación (últimos 12 meses)



Fuente: INEI-BCRP

Componentes del IPC (% del total)



Fuente: INEI - BCRP

Los movimientos en el tipo de cambio se transmiten hacia los precios mediante diversos canales *(pass through)*. La transmisión de estos movimientos hacia la inflación puede ser directa o indirecta, y la magnitud de su impacto dependerá de las características del sistema de precios y de la estructura de la economía. En el caso del Perú, la composición del índice de precios al consumidor (IPC), la dolarización de los precios de algunos bienes de consumo final e insumos importados y la dolarización del sistema financiero son algunas características particulares a tomar en cuenta al analizar el *pass trhough* de tipo de cambio a precios.

Canales de transmisión directa. En el Perú, los precios de algunos bienes importados de consumo final y servicios se expresan en dólares, por lo que su conversión a moneda local se ve afectada directamente por variaciones en el tipo de cambio. En la canasta de bienes que considera el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) para elaborar el IPC, como ejemplo de los primeros tenemos a los aparatos electrodomésticos, y de los segundos a gran parte de los alquileres y de los servicios turísticos. La suma de estos rubros tiene una ponderación de aproximadamente 4% en el IPC. Podrían agregarse otros rubros que en parte se importan, como vestido y calzado, con lo cual la ponderación de los bienes que verían afectados sus precios (expresados en moneda local) de manera directa por variaciones en el tipo de cambio podría llegar hasta 12%. De ser este el caso, una apreciación de 1% induciría directamente una reducción de la inflación de 0,12 puntos porcentuales.

Canales de transmisión indirecta. Las variaciones en el tipo de cambio afectan de manera indirecta los precios al consumidor mediante dos vías. En primer lugar, a través del precio de los insumos importados, lo que a su vez afecta los costos de producción. El traslado del incremento de estos costos hacia los precios finales dependerá la fase del ciclo en que se encuentre la economía (expansión o recesión) y de la estructura del mercado (competitivo o con algún grado de poder para fijar precios). Así por ejemplo, es de esperarse que en una expansión económica el incremento de los costos inducido por una depreciación de la moneda local pueda transmitirse con mayor facilidad que en una recesión. Asimismo, esta transmisión sería mayor si los productores pueden fijar precios, lo que ocurriría si la estructura de los mercados es poco competitiva.

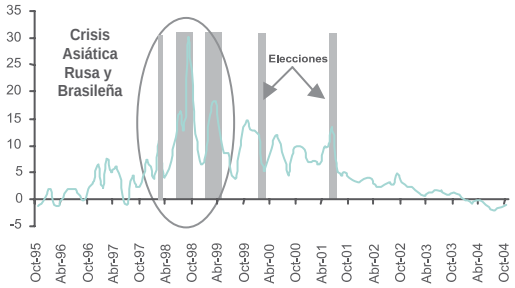
El segundo canal indirecto se da a través de los efectos sobre la demanda agregada (y de aquí a los precios), debido a que movimientos en el tipo de cambio pueden afectar las exportaciones y el consumo privado en una economía como la peruana con dolarización parcial de pasivos a través del efecto hoja de balance. En el Perú, el 70% de las exportaciones son *commodities*, que dependen principalmente de sus cotizaciones internacionales, por lo que las exportaciones totales no serían muy sensibles a movimientos en el tipo de cambio, y por lo tanto este canal tendría poco efecto en el corto plazo sobre la demanda agregada. Por el contrario, dado el alto endeudamiento en dólares de empresas y familias en el Perú (aproximadamente el 70% del crédito del sistema bancario al sector privado es en dólares) el canal de hoja de balance puede tener un efecto importante sobre la demanda agregada ante movimientos abruptos e inesperados en el tipo de cambio.

Los trabajos de Miller (2003) y Winkelried (2003) proporcionan estimaciones del *pass through* de tipo de cambio a precios en el Perú. Para ello, Miller (2003) emplea vectores autorregresivos y encuentra un impacto de 16% en el largo plazo. Winkelried (2003), halla evidencia de que el *pass through* no es lineal, debido a que depende de la dinámica del tipo de cambio (depreciación fuerte o leve), del estado del ciclo económico (expansión o recesión), del entorno inflacionario (aceleración o desaceleración de la inflación), entre otros factores. Los coeficientes de *pass through* de largo plazo estimados con modelos no lineales por Winkelried (2003) se encuentran entre 16% y 40%. Así, de acuerdo a las estimaciones de estos autores, la apreciación de aproximadamente 5% que se ha registrando entre junio y diciembre del presente año podría traducirse en una reducción de la inflación de entre 0,8 y 2,0 puntos porcentuales en los próximos meses.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

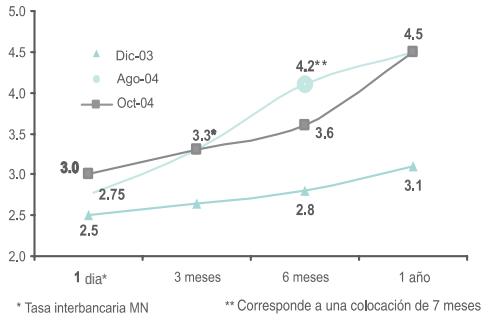
Millar, Shirley (2003): "Estimación del Pass-Through de Tipo de Cambio a Precios: 1995-2002", Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú, N° 10, noviembre.
Winkelried, Diego (2003): "Es Asimétrico el Pass-Through en el Perú?: Un Análisis Agregado", Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú, N° 10, noviembre.

Tasa interbancaria en términos reales



Elaboración: BBVA Banco Continental

Curva de rendimientos de los CDBCRP



Fuente Banco Central de Reserva

III. Entorno financiero

Política monetaria: hacia una posición más neutral

En agosto del presente año, el Banco Central (BCR) dio inicio a un ciclo alcista en su tasa de política. De esta forma revirtió el proceso que empezó en julio de 2001, el que fuera brevemente interrumpido en el tercer trimestre del 2002, ante la turbulencia financiera que se registró en la región por el proceso electoral en Brasil.

El inicio de este ciclo alcista se dio en un contexto en el que la inflación se había ubicado en más de un punto porcentual por encima del límite superior del rango objetivo (1,5%-3,5%). Si bien la dinámica de la inflación durante este periodo estuvo asociada a choques de oferta que escapan al control de la política monetaria, éstos se mostraron más persistentes de lo que el BCR esperaba inicialmente, lo que podía exacerbar las expectativas de inflación y generar efectos de segunda vuelta que hubiera sido más costoso contener.

Con los aumentos en la tasa de referencia que se han dado este año y la reducción de la inflación en los últimos meses, la tasa interbancaria en términos reales ha registrado una ligera corrección hacia arriba, ubicándose actualmente alrededor de un nivel negativo de 1,0%. Si bien esta corrección indica que la política monetaria se está moviendo hacia una posición menos flexible, es difícil determinar cuál es el nivel neutral de la tasa de interés interbancaria real. A manera de referencia se puede mencionar que el promedio de esta variable para el periodo comprendido entre octubre de 1995 y octubre del 2004, excluyendo los periodos de crisis financieras y electorales, se ubica alrededor de 3,5%.

En el corto plazo no se esperan incrementos en la tasa de referencia. Ello considerando que la inflación viene mostrando una tendencia decreciente, ayudada por la apreciación del sol que se mantendría en los siguientes meses y por la reversión de los choques de oferta que elevaron los precios de los alimentos en la primera parte del año. En el escenario base para la inflación, se espera que estos factores y un efecto estadístico favorable debido a una alta base de comparación, permitirían que esta variable retorne al rango objetivo en el primer trimestre del 2005. Sin embargo, no se descartan incrementos de tasas en caso sea necesario alinear las expectativas de inflación.

Si bien este conjunto de factores permite vislumbrar una pausa en los incrementos de tasas, un elemento adicional que se deberá tomar en cuenta es la evolución cíclica del PBI. De acuerdo a la información actual y a nuestros estimados de crecimiento para los próximos dos años, el PBI tendría un sesgo a ubicarse por encima de su nivel de tendencia durante el 2005.

En síntesis, la evolución esperada de la inflación y del nivel de actividad configuran un escenario base en el que la tasa de referencia se elevaría gradualmente durante el próximo año hasta ubicarse por encima de 4,0%.

Tasas de interés

En línea con los incrementos en la tasa de referencia del BCR, las tasas del mercado monetario han registrado un incremento a lo largo del año. Ello se observa en el desplazamiento que ha mostrado la curva de rendimientos de los Certificados de Depósitos del Banco Central (CDBCRP), activo financiero que utiliza el BCR en sus operaciones de mercado abierto.

Es interesante notar que para los tramos entre 3 y 6 meses, el incremento ha sido de aproximadamente 60 puntos básicos en lo que va

Moneda y crédito: últimos datos mensuales

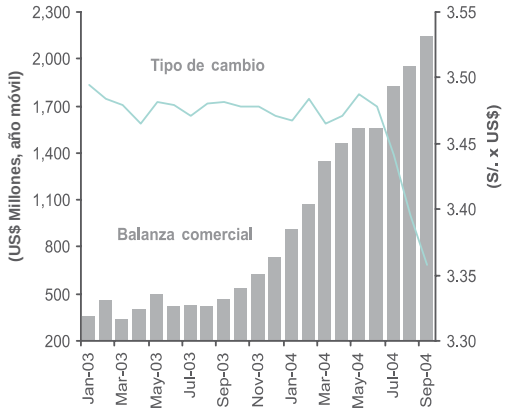
(millones de nuevos soles)	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por $)	3,442	3,396	3,360	3,324
Emisión Primaria Fin de Período	8.217	7.792	7.717	8.186
Liquidez Total	54.512	53.606	54.024	54.871
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	61,1	59,9	59,2	57,3
Reservas internacionales (m.M. $)	11.057	10.962	11.187	12.166
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	2,4	2,7	2,7	2,9
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	1,6	1,7	1,9	2,1
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	5,1	6,2	8,0	12,3
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	0,8	-0,5	-0,5	-1,0
Tasa de Morosidad (%)	5.06	4,93	4,59	4,47

del año, de manera similar al aumento de 50 puntos básicos de la tasa de referencia.
Sin embargo, la tasa para los CDBCRP a 1 año muestra un incremento de aproximadamente 150 puntos básicos, por lo que en el tramo entre 6 meses y un año de la curva de rendimientos de observa un empinamiento pronunciado. Las tasas de interés activas en soles también muestran incrementos. Por ejemplo, la tasa preferencial corporativa a 90 días, que se cobra a clientes de bajo riesgo crediticio, ha aumentado 50 puntos básicos en lo que va del año, ubicándose en noviembre en 3,8%. Asimismo, la tasa para préstamos comerciales para plazos de hasta un año han pasado de 7,2% en diciembre de 2002 a 8,0% en noviembre del presente año.
En cuanto a las tasas en dólares, a noviembre la tasa preferencial corporativa a 90 días se ha ubicado en 2,5%, registrando un incrementado en 80 puntos básicos en lo que va del año, en línea con los aumentos de la tasa de la FED.

El Sol sigue fuerte

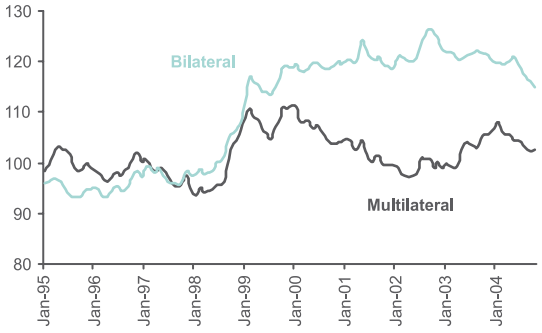
La moneda peruana ha mostrado a lo largo del año una tendencia a apreciarse. Son varios elementos los que están detrás de este comportamiento, primando en este momento los factores asociados a los sólidos fundamentos de la economía, las buenas cotizaciones internacionales para las materias primas y al dinamismo de las exportaciones en general.
También han jugado un rol importante sobre la fortaleza de la moneda una mayor preferencia por activos en moneda local, como consecuencia de las mejores rentabilidades de "papeles" en soles, con relación a las bajas tasas de interés de los activos en dólares. Cabe señalar que tanto este canal financiero como el comercial, han sido denominadores comunes de la apreciación de las monedas en la mayoría de los países de la región.
Algunos factores adicionales sugieren que la fortaleza del sol continuaría en los siguientes meses. Así, se espera que las exportaciones se sigan expandiendo debido a los nuevos proyectos mineros y de explotación de gas, y a que se mantendrían las buenas cotizaciones de nuestros commodities. Si bien se espera que el próximo año los precios internacionales de algunos minerales registren un descenso respecto al 2004, aún se mantendrían por encima de los registrados en el 2003. Otro elemento que contribuirá a generar una mayor oferta de divisas es el desarrollo de productos de exportación no tradicionales más competitivos. Cabe mencionar que las exportaciones no tradicionales continúan creciendo a tasas elevadas, abarcando nuevos mercados bajo el contexto del ATPDEA, que en el futuro podrían expandirse aún más por el TLC.
De esta forma, en la situación actual se prevé un escenario base con una tendencia a apreciarse para el nuevo sol. Este escenario considera una elevación gradual de las tasas de interés internacionales y que la economía mundial mantendrá el dinamismo que viene mostrando en lo que resta de este año y durante el 2005. Sin embargo, algunos factores de riesgo que podrían alterar la tendencia descrita están asociados a la evolución que muestre el precio del petróleo en los siguientes meses. Un escenario con mayores precios del petróleo podría inducir a la FED a realizar alzas de tasas más agresivas para contrarrestar posibles efectos de segunda vuelta sobre la inflación. Asimismo, mayores precios del petróleo podrían desencadenar una recesión de la economía estadounidense, lo que tendría efectos negativos sobre nuestros términos de intercambio.

Tipo de cambio y superavit comercial



Fuente Banco Central de Reserva

Tipo de cambio real bilateral (Año base 1994 = 100)



Fuente: Banco Central de Reserva

Mercados: ultimos datos mensuales

	jul-04	ago-04	sep-04	oct-04
Índice General de la BVL (variación %)	-2,1	0,9	15,0	8,1
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	-1,9	0,6	16,4	6,7
Capitalización Bursátil (millones de US$)	16.307	18.291	19.331	19.506
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US$)	3.204	3.549	3.528	3.505
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US$)	57	334	9	15
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US$)	4	7	37	42
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	6.223	6.171	6.349	6.525
SPP-Valor del Fondo (millones de US$)	6.759	7.079	7.277	7.474
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,31	3,32	3,34	3,36

Desdolarización e intervenciones cambiarias esterilizadas: el proceso de recomposición de los portafolios

El sistema bancario se viene desdolarizando

En un contexto de notable crecimiento de las exportaciones, la moneda peruana, el sol, se ha venido apreciando de manera sostenida desde hace más de un año. Así, el tipo de cambio promedio del mes de diciembre del 2002 fue S/. 3,52 por dólar, ubicándose actualmente en S/. 3,31, nivel similar a los registrados hace cinco años. Esta apreciación del sol y los bajos rendimientos de los activos denominados en dólares han inducido una rápida desdolarización de los pasivos del sistema bancario, observándose que el público y los inversionistas institucionales han ido orientando sus preferencias hacia activos financieros en soles. Al respecto, el coeficiente de dolarización de los depósitos bancarios calculado por la Asociación de Bancos (ASBANC) pasó de 72,8% en octubre del 2002 a 67,4% en octubre del 2004, una disminución de 5 puntos porcentuales que contrasta con el estancamiento que mostró este indicador durante la década anterior.

Intervenciones cambiarias del Banco Central

En este escenario, el BCR ha venido interviniendo en el mercado cambiario, comprando dólares de manera sistemática desde el año 2003, en un intento por suavizar la rapidez con la que se ha fortalecido el sol. Las compras del año anterior ascendieron a US$ 1.050 millones, en tanto que en lo que va del 2004 este monto casi se ha duplicado (al 19 de noviembre del presente año totalizan US$ 1.908 millones). De manera simultánea, para evitar que la emisión de dinero originada por estas compras genere presiones inflacionarias, las intervenciones han sido esterilizadas mediante la colocación de Certificados de Depósitos del Banco Central (CDBCRP), con lo que el saldo de éstos se ha elevado de manera significativa. Así, el saldo de CDBCRP, como porcentaje de la base monetaria, ha pasado de 26% en octubre de 2002 a 92% en octubre del presente año.

Esta evolución del tipo de cambio y las intervenciones esterilizadas que viene realizando el BCR, han motivado un intercambio de opiniones entre autoridades, académicos y analistas financieros. Por una lado, se sostiene que el Banco Central (BCR) debe tomar medidas para atenuar la apreciación del sol, evitando así que el dinamismo de las exportaciones se vea perjudicado. De otro lado, se ha mencionado que las intervenciones cambiarias del Banco Central no son consistentes con el esquema de metas de inflación que viene siguiendo. Si bien el BCR ha mencionado que mediante sus intervenciones sólo busca reducir una volatilidad excesiva del tipo de cambio, el mercado a veces interpreta que en realidad se desea defender, por lo menos temporalmente, un determinado nivel. Sobre este punto algunos autores han mencionado que uno de los requisitos que debe cumplir un régimen de metas de inflación para tener éxito es que el Banco central tenga la voluntad y capacidad para no fijar metas sobre otras variables nominales[1/], como el tipo de cambio. Si se fija un nivel para esta variable, o se trata de administrar sistemáticamente su evolución, la política monetaria quedaría subordinada al objetivo cambiario y al público no le quedaría claro cuál es el objetivo que prima (inflación o tipo de cambio). En este sentido, el esquema perdería credibilidad.

¿Cómo racionalizar estas intervenciones bajo un esquema de metas de inflación?

Una visión alternativa es considerar que en una economía como la peruana, con dolarización parcial del sistema financiero, las intervenciones cambiarias del Banco Central ayudan a acomodar la recomposición por monedas del portafolio del sector privado; es decir, vienen facilitando el proceso de desdolarización de la economía que actualmente se observa. Cuando el sector privado sustituye los depósitos en dólares por depósitos en soles, se genera rápidamente un descalce por monedas entre activos y pasivos de los bancos. La manera natural de corregir este descalce, sería que las entidades bancarias aumenten la proporción de los créditos en soles. Pero este es un proceso que toma tiempo. Además, en un contexto de expectativas de apreciación de la moneda local, al caer los depósitos en dólares que el público mantiene en los bancos la posición de cambio de las entidades bancarias aumenta de manera no deseada, debido a que ello implicaría pérdidas cambiarias [2/].

Por ello, lo que los bancos han venido haciendo es perder posición de cambio mediante la venta del exceso no deseado de dólares. Dependiendo de la velocidad y magnitud de la recomposición del portafolio del sector privado, se pueden generar sobre reacciones en el tipo de cambio. Es aquí cuando intervine el BCR, comprando los dólares, y al esterilizar esta operación deja en manos de los bancos un activo financiero en soles: los CDBCRP. De esta manera, los bancos vuelven a balancear rápidamente la composición deseada por monedas de sus activos y pasivos. A medida que estos certificados maduran, podrán sustituirlos gradualmente por nuevos créditos en soles.

Cabe añadir que las continuas intervenciones esterilizadas tienen riesgos y podrían generar efectos no deseados. Por ejemplo, un saldo elevado de CDBCRP puede complicar el manejo monetario, dado que los continuos vencimientos incrementan la necesidad de renovarlos (*roll over*). En esta situación, el BCR puede enfrentar mayores tasas para que sus certificados sean aceptados; es decir, sin que el Banco Central modifique el nivel de su tasa objetivo (tasa de muy corto plazo), las tasas de interés de mayores plazos del mercado monetario pueden subir, desplazando hacia arriba la curva de rendimientos de este mercado. De este modo, se pueden inducir aumentos en las tasas de interés de mayores plazos del mercado monetario que no sean consistentes con el nivel de la tasa de referencia, lo que daría señales confusas sobre la posición de la política monetaria. Por ello, siempre se debe tener en cuenta que este rol del BCR de "facilitador" del proceso de desdolarización puede enfrentar limitaciones.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

1/ Masson, P. , Savastano, M., y Sharma, S. (1997) : "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper 97/130.

2/ La posición de cambio se define como la diferencia entre el total de activos en dólares y el total de pasivos en dólares. En el Perú, esta diferencia es sistemáticamente positiva (posición larga en dólares) debido a los agentes esperan que el sol se deprecie secularmente (asimetría en las expectativas cambiarias). Si efectivamente el sol se deprecia, al mantener una posición larga en dólares, los bancos obtienen ganancias cambiarias.

IV. Artículo

Crecimiento económico y el sistema bancario: algunas pautas para la economía peruana.

David Tuesta Cárdenas
Gerente de Estudios Económicos
davidtuesta@continental.grupobbva.com

La literatura económica reconoce una fuerte vinculación entre el crecimiento económico y el desarrollo del sistema bancario. El sistema bancario moviliza, asigna e invierte gran parte del ahorro de las sociedades. De esta manera, el desempeño de los bancos tiene repercusión en la expansión de las industrias y del crecimiento a largo plazo, a través de: la identificación de los sectores y empresas eficientes para asignar capital; el incentivo al desarrollo del gobierno corporativo en las empresas; y, la facilidad en las transacciones y la gerencia del riesgo. Obviamente, se pueden presentar "fricciones" en los mercados que pueden obstaculizar los beneficios del sistema bancario. Estos obstáculos se dan normalmente a partir de marcos legales mal elaborados, estructuras judiciales ineficientes, inestabilidad macroeconómica (e.g. alta inflación, recesiones, etc.) e intervenciones microeconómicas, como las políticas de control de precios.

Aspectos teóricos respecto al desarrollo de los mercados crediticios y el crecimiento

El sistema financiero, a diferencia de otros mercados, tiene un alto componente de decisión intertemporal, es decir, que sus perspectivas no están circunscritas a un solo periodo en el tiempo, sino que responden a momentos adicionales en el futuro. Esta circunstancia genera un entorno de incertidumbre que puede inhibir que las transacciones se lleven a cabo si es que no están correctamente reguladas. En este sentido, el sistema financiero requiere un marco institucional claro que puede resumirse en la existencia de una legislación efectiva que haga cumplir los contratos y los derechos de los acreedores y deudores.

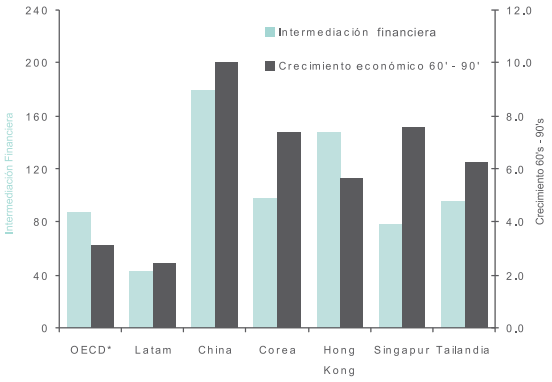
Lo anterior es importante, dado que dependiendo de cómo se defina el marco regulatorio, el costo de adquirir información, hacer cumplir los contratos y realizar transacciones, se estará también definiendo la existencia de incentivos correctos para el surgimiento de mercados e intermediarios financieros desarrollados. Si esto fuera así, los sistemas financieros influirían de manera natural en la asignación de recursos en espacio y tiempo. Siguiendo a Levine (2004), el surgimiento de los bancos que mejoran el acopio de información respecto a las empresas y gerentes, mejorará la asignación de los créditos. Asimismo, los contratos financieros que hagan que los inversionistas tengan mayor confianza en el sistema financiero, también influirán en la manera como los agentes económicos asignaran sus excedentes (ahorros).

Estudios empíricos

King y Levine (1993) realizaron un trabajo para 77 países entre 1960 y 1989 utilizando varias medidas de desarrollo del sistema financiero y de crecimiento económico, encontrando en todos los casos una estrecha correlación entre ambas variables. Asimismo, lograron concluir que el tamaño del sistema financiero en 1960 es un buen predictor de las tasas de crecimiento económico, acumulación de capital físico y mejoras en la eficiencia económica en los siguientes treinta años, después de controlar las estimaciones por ingreso, educación, medidas de dinero y políticas comercial y fiscal.

Otro estudio de Levine, Loayza y Beck (2000), indican un fuerte impacto del desarrollo financiero sobre el crecimiento. El trabajo descansa, en gran parte, en los componentes exógenos que están detrás de la penetración del sistema financiero, tales como las características de las leyes que tienen los países (y sus orígenes) y cómo éstas se comportan en la protección de los derechos de los inversionistas. Finalmente, un reciente trabajo de Guiso, Sapienza y Luigi (2004), trabajado en el ámbito local para Italia, halla que el desarrollo financiero mejora la probabilidad de que un individuo empiece su propio negocio, favorece la entrada de nuevas firmas, incrementa la competencia y promueve el crecimiento.

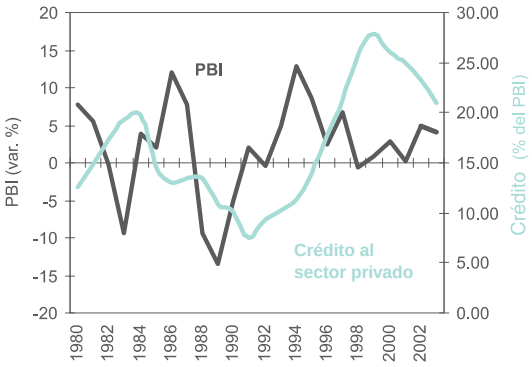
Tamaño del sistema financiero y crecimiento económico



*Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Noruega, Reino Unido y Suecia.

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Perú: actividad económica e intermediación bancaria



Fuente: Banco Central de Reserva

Por el contrario, diversas distorsiones pueden afectar seriamente el desarrollo del sistema financiero. Uno de los ejemplos clásicos de estas distorsiones se conoce como "represión financiera", que se produce cuando se efectúan controles a los precios de los servicios bancarios (tasas o comisiones). Esta situación, según han mostrado diferentes experiencias, terminan afectando en un determinado plazo la retribución del ahorro, con lo que los agentes canalizan los mismos hacia alternativas más rentables, aunque especulativas. Estos escenarios también fomentan la aparición de la banca informal y la dolarización de la economía. Todo ello, lleva finalmente a que el sistema financiero se reduzca, y las tasas de interés, al ser controladas, pueden llegar a ser negativas en términos reales, Así, la intención inicial de garantizar el acceso al crédito a bajas tasas de interés –la razón por la que algunos gobiernos adoptan este tipo de decisiones- termina generando el efecto exactamente opuesto, con un impacto negativo sobre crecimiento económico.

Otro de los problemas surge a partir de la ineficacia del marco legal y judicial para brindar esquemas que permitan solucionar los problemas de información asimétrica existente en la relación deudor-acreedor. Por el lado del deudor, este puede tener problemas para conocer las características de la institución financiera de la cual es cliente. En este sentido, la presencia de entidades oficiales que supervisen técnicamente el funcionamiento de las mismas y que permita la difusión de la información necesaria, brindará un mayor conocimiento y seguridad al cliente financiero. Por el lado del acreedor, el problema está en que éste puede no conocer oportunamente las condiciones morales y/o financieras del deudor. El esquema óptimo para solucionar este problema, descansa en un mecanismo de garantías que funcione efectivamente. En el Perú, lamentablemente, este es un aspecto que necesita una urgente mejora.

La experiencia peruana

El proceso de estabilización económica de inicio de los noventas, junto a la flexibilización de las regulaciones en los mercados financieros que permitió la libre competencia entre los bancos, la entrada del capital extranjero, determinación de tasas de interés en el mercado, entre otras, ha tenido un impacto muy positivo sobre el crecimiento. En el caso peruano, dichas reformas de primera generación se emprendieron a principios de los noventa y determinaron un crecimiento espectacular del ahorro nacional (pasando de 12,9% del PBI en 1991 a 18,4% del PBI en 1997), lo cual se reflejó en un aumento considerable tanto en los depósitos como en los créditos del sistema bancario.

La mayor penetración del sistema financiero fue un factor determinante del mayor crecimiento económico experimentado en esos años. Así, por un lado, el incremento en los depósitos sirvió para financiar la expansión de los créditos, de forma tal que las empresas pudieron financiar un mayor volumen de inversión; en otro tanto, al existir una mejor asignación de los fondos prestables, los proyectos que se financiaron eran los más rentables, con lo cual se incrementó la eficiencia en la economía. Así, la tasa de crecimiento de la economía pasó de un promedio anual de -1,0% en el periodo 1985-1990, a un promedio anual de 7,1% durante 1993-1997.

Luego de ello, el proceso de profundización del sistema financiero se detiene a partir de 1998, a consecuencia de los choques externos, que nos llevaron a un difícil proceso de recesión por el que atravesó la economía peruana en los siguientes años. Ello, aunado al estancamiento en las reformas, ha generado que los avances hayan quedado detenidos, tal como puede ser apreciado en el grado de bancarización del país, que además es uno de los más bajos de la región. Parte de la explicación se debe a que no se continuaron con reformas de "segunda generación", las que hubieran permitido, además de mayor competencia, un funcionamiento más fluido del mercado y una mayor capacidad de endeudamiento de los agentes.

Por reformas de segunda generación nos referimos a todo el marco legal y contractual que norma las transacciones financieras y que, en última instancia, afectan los derechos de propiedad de los agentes económicos. Esto es fundamental en los mercados financieros, especialmente en el mercado crediticio por su naturaleza particular.

¿Qué se debe y qué no se debe hacer?

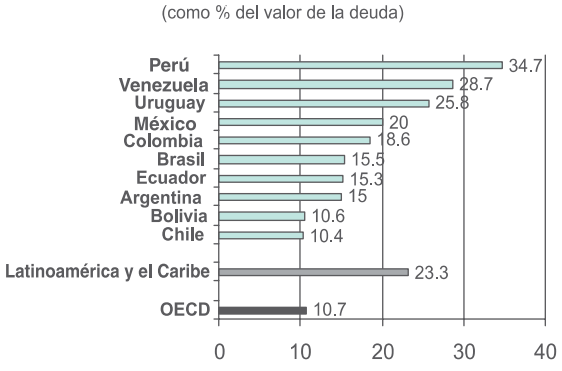
La preocupación de los gobiernos por contar con un sistema financiero con mayor acceso y a menores costos es un objetivo válido. No obstante, asumir políticas de intervención estatal para alcanzar esta meta, es el peor camino que se puede tomar para desarrollar los mercados. Basta recordar la experiencia de la década de los setentas y ochentas, donde se observó una participación activa del Estado a través de esquemas de banca de fomento o mediante el establecimiento de medidas de control sobre las tasas de interés. El resultado fue: menor acceso al mercado financiero, mayores costos de financiamiento y menor crecimiento económico.

El verdadero problema del sistema financiero se encuentra en las dificultades que impone el marco institucional. La realidad nos muestra que la estructura legal existente en el Perú es insuficiente para garantizar el derecho de propiedad de los acreedores, lo cual encarece el crédito y reduce la capacidad de endeudamiento de los agentes. Como mencionáramos, los mercados financieros enfrentan problemas de información asimétrica y la manera como debieran solucionarse parcialmente estos inconvenientes, es a través de la constitución de garantías, que sirvan como "señal" para revelar las verdaderas características de riesgo, tanto del deudor como del proyecto. De esta forma, con la adecuada garantía, se realizan operaciones crediticias que en otras circunstancias no hubiera sido posible. Si esto no funciona adecuadamente, entonces las garantías pierden efectividad para dinamizar el mercado crediticio. Basta mencionar que en el Perú, el tiempo promedio que toma resolverse los procesos ejecutivos de cobranza es de 24 meses; mientras que en los procesos de ejecución el tiempo promedio es de 18 meses. Esto ocurre por diferentes razones tales como, la falta de capacitación de los jueces, excesiva carga procesal y los recursos dilatorios interpuestos por deudores.

Galindo (2001) encontró que el Perú ocupa el último lugar en América Latina en cuanto a protección efectiva de los derechos de los acreedores. En el mismo sentido el informe de Doing Business 2005, recoge a través del indicador de Cumplimiento de Contratos, que el costo de hacerlos respetar en el Perú representa el 34,7% del total de la deuda, comparado con el 23,3% del promedio de la Región y de 10,8% del promedio de países de la OECD.

El camino para mejorar el sistema financiero y hacerlo ampliamente accesible es la realización de reformas de "segunda generación" que apunte al diseño de un marco regulatorio adecuado, que agilice los procesos judiciales, y que se logre capacitar a los encargados de resolver conflictos de naturaleza económica. De esta forma, al hacer más predecible el valor de la garantía, aumentaría proporcionalmente la capacidad de endeudamiento de los agentes, reducirá el costo de financiamiento, y tendrá efectos positivos sobre el nivel de crecimiento económico tanto en el corto como en el largo plazo.

Costo de hacer respetar los contratos



Fuente: The World Bank Group-Doing Business 2005

Referencias:
-Galindo, Arturo. "Creditor Rights and the Credit Market: Where Do We Stand?", trabajo preparado para el seminario Towards Competitiveness: The Institutional Path. Santiago de Chile, 2001.
-Guiso, Luigi, Paola Sapienza y Luigi Zingales (2004) Does Local Financial Development Matter?, Quaterly Journal of Economic Reviw, Volume CXIX, pp. 929-969.
-King, R. y Ross Levine (1993) "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right" Quaterly Journal of Economics, CVIII, pp. 717-738
-Levine, Ross (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence" WP 10766, NBER.
-Levine, R., Norman Loayza y Timothy Beck (2000) "Financial Intermediation and Growth: Casuality and Causes" Journal of Monetary Economics Volume 46, Pp. 31-77.

Estadísticas Básicas y Proyecciones

Real (variación % interanual)

	1995	1999	2000	2001	2002	2003
Inflación	11,1	3,5	3,8	-0,1	1,5	2,5
Producto Bruto Interno	8,6	0,9	3,1	0,1	4,9	3,8
Demanda Interna	11,8	-3,1	2,4	-0,5	4,0	3,3
Consumo Privado	9,7	-0,4	3,9	1,4	4,4	3,1
Consumo Público	8,5	3,5	5,1	0,1	0,2	2,9
Inversión Privada	27,4	-15,2	-2,1	-4,5	0,1	5,4
Inversión Pública	3,1	6,2	15,4	-22,9	-4,8	5,0

Fiscal (% del PBI)

	1995	1999	2000	2001	2002	2003
Ingresos Ctes. Gob. Central	15,2	14,5	14,7	14,3	14,4	15,0
Gastos Ctes. Gob. Central	15,5	15,9	15,6	15,1	14,7	15,0
Resultado Económico SPNF	-3,2	-3,2	-3,2	-2,6	-2,3	-1,8
Saldo Deuda Pública Externa	47,9	37.8	35,9	35,4	36,7	37,6

Monetario (datos fin de período-variación % interanual)

	1995	1999	2000	2001	2002	2003
Emisión Primaria	40,7	17,0	6,0	7,9	11,0	10,1
Crédito Total Sector Privado	51,8	6,7	-3,1	-4,5	0,1	-4,6
RIN (Millones de US$)	6,641	8,404	8,180	8,613	9,598	10,194

Externo (millones de US$)

	1995	1999	2000	2001	2002	2003
Exportaciones	5.492	6.087	6,950	7.007	7.723	8.986
Producto Bruto Interno	7.749	6.793	7.406	7.273	7.416	8.255
Demanda Interna	-2.257	-706	-455	-266	306	731
Consumo Privado	-4.640	-1.519	-1.557	-1.184	-1.127	-1.061
Consumo Público	100.4	89.7	87,1	89,2	87,6	97,6
Inversión Privada	2,32	3,51	3,53	3,45	3,51	3,47

Proyecciones

	2003	2004(p)	2005(p)		2003	2004(p)	2005(p)
(Variaciones % Internanuales)				**(miles de millones US$)**			
PBI	3,8	4,3	4,1	Exportaciones	9,0	12,0	12,1
Consumo Privado	3,2	3,3	3,4	Importaciones	8,3	9,6	9,8
Inversión Total	5,2	8,3	4,8	Balanza Comercial	0,8	2,4	2,3
Producción Manufacturera	2,2	5,0	4,5	Balanza Cta. Cte.	-1,7	-0,4	-0,7
Inflación	2,5	3,4	2,3	Reservas	10,2	12,0	11,7

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura macroeconómica	Tesorería BBVA	Bogotá, Oct. 04
Algunas causas y remedios del déficit presupuestal	Universidad de los Andes	Bogotá, Oct. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Cali, Nov. 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Medellín, Nov. 04

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Conferencia: Perspectivas Económicas 2004	FORUM business information	Buenos Aires, Mar. 04
VI Congreso de Economía	Consejo Prof. de Ciencias Económicas de Bs.As.	Buenos Aires, Abr. 04

Caracas www.provincial.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Escenario 2004-2005	Cámara de Transportistas	Valencia, Oct. 04
Escenario 2004-2005	Fundes	Barquisimeto, Oct. 04
Escenario 2004-2005	Instituto de Ejecutivos de Finanzas	Maracaibo, Nov. 04
Mercado Petrolero, Perspectivas de corto y largo plazo	Venezuela Corporate Leaders' Forum	Caracas, Nov. 04
Mercado Petrolero y Perspectivas 2005	Cámara de la Construcción	Caracas, Nov. 04

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
¿En Dónde Estamos?	Universidad San Ignacio de Loyola	Lima, Ago. 04
Perú: Contexto Económico	Cámara de Comercio Oficial de España	Lima, Sept. 04
Situación Económica	BBVA Banca Empresa Institucional	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Equilibrium Clasificadora Riesgo	Lima, Oct. 04
Escenarios Financieros	BBVA Continental Bolsa	Lima, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2005	Clientes principales de Banca Mayorista	Lima, Nov. 04
Peruvian Economy	Export-Import Bank of the U.S.	Lima, Dic. 04

Madrid www.bbva.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Jornadas de Empresa Familiar	Oviedo, Sept. 04
Angel or Devil? Chinese Impact on Latin America	Banco Mundial	New York, Oct. 04
A journey towards Latin American Emerging Markets	Fundación CIDOB	Barcelona, Oct. 04
Foreign Direct Investment in Latin America	Inter-American Develop. Bank	París, Oct. 04
In search of a better world: BBVA in Latin America	Columbia Business School	New York, Oct. 04
Chinese Impact on Latin America	Georgetown University	Washington, Oct. 04
Latin America: Oh, les beaux jours!	BBVA Corporate Banking	París, Oct. 04
Spanish Real Estate	FMI	Madrid, Nov. 04
Las Claves del Escenario Financiero	Círculo de Economía	Madrid, Nov. 04
Europa, Situación y Perspectivas	Grupo Expertos Coyuntura	Madrid, Nov. 04
Inversión Socialmente Responsable: De los Valores a la Acción	VII Congreso Nacional de Medio Ambiente	Madrid, Nov. 04
Las Claves del Escenario Financiero	Universidad Navarra	Madrid, Nov. 04
Corporación Andina de Fomento	BBVA Banco Provincial	Caracas, Dic. 04

México www.bancomer.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Ambiente de Inversión en el Sector Turismo	Bolsa Mexicana de Inversión Turística	México, Sept 04
México: Transformación y Perspectivas	CESCE	Madrid, Oct. 04

Santiago de Chile www.bhif.cl

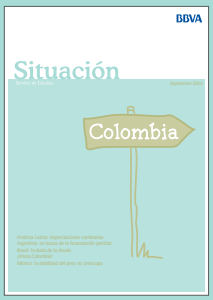
Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas 2004-2005	Constructora Gardilcic	Santiago, Oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Valencia, Oct. 04
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA clientes por región	Puerto Varas, Nov. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Nov. 04
Panorama Económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, Nov. 04

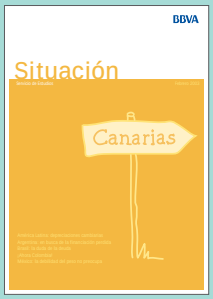
BBVA Banco Continental

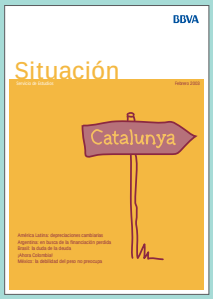
Interesados dirigirse a:

Gerencia de Estudios Económicos BBVA Banco Continental Av. República de Panamá 3055, Piso 17, San Isidro, T: 211-2042 www.bbvabancocontinental.com

otras publicaciones







Este documento ha sido preparado por la Gerencia de Estudios Económicos del BBVA Banco Continental 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 queaparece 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.
El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.